

不一样的跨周期与逆周期

--《中国人民银行行长在 2023 金融街论坛年会上的讲话》解读

核心观点:

2023年11月8日,在2023金融街论坛年会上,中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜发表讲话。指出下一阶段“货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节,平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系,为稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡营造良好的货币金融环境”。

我们的分析:

- **不一样的跨周期与逆周期,总量和结构工具并行。**当下中国经济面临的挑战更多是中长期结构性问题的显性化,在此背景下货币政策强调“跨周期调节”和“逆周期调节”,是不同于传统理解的。经济转型期的跨周期调节兼顾承载经济总量稳定增长的属性,货币政策会增加促进经济增长的权重,因此现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松,与市场一般认为跨周期调节意味着货币中性偏紧是不同的,央行近期强调跨周期调节并非意味着流动性边际收紧。同样,经济转型期的逆周期政策则意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险,并非强力刺激经济。总量工具保持积极,对经济保持合理增速以持续的政策支持。结构性的货币工具则聚焦经济转型,围绕做好“五篇大文章”展开,包括“科技创新、民营小微、先进制造、绿色发展、普惠养老等”
- **以自然利率为锚实施跨周期利率调控,降息是中长期价格工具的方向。**央行强调“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。我国潜在经济增速一致预期是逐步下滑的。白重恩在2017年测算提出,中国各年的潜在经济增长率逐年下降:2021~2025年间降至5.57%左右、2026~2030年间降至4.82%左右。央行调统司课题组测算我国潜在增长率2023年在5.5%左右,之后下滑。从历史水平来看,政策利率平均低于潜在增长率250bps左右,与潜在增速5.5%匹配的名义政策利率水平在3.0%左右。现阶段1年期LPR利率水平在3.45%,仍然偏高。
- **防风险工作聚焦中小金融机构、房地产、地方政府债务三方面。**防范房地产市场风险外溢是重点工作,央行下一阶段支持政策在供给端。稳定房地产企业融资渠道,针对“三大工程”可能创设结构性货币政策工具提供中长期低成本资金支持。配合地方政府化解债务风险,央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。

我们的判断和政策预期:四季度存在降准可能。2024年进一步降息继续推动实体经济融资成本下降以持续支持经济回升、降低债务成本配合化解金融风险。对于货币信贷和融资总量,除了“增长合理、节奏平稳”之外,强调“效率提升”,预计政策将引导提升存量贷款的使用效率、盘活被低效占用的金融资源。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

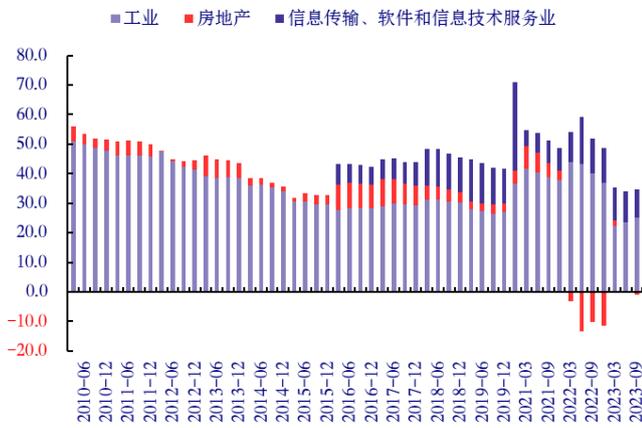
2023年11月8日，在2023金融街论坛年会上，中国人民银行行长、国家外汇局局长潘功胜发表讲话。指出下一阶段“货币政策将更加注重跨周期和逆周期调节，平衡好短期与长期、稳增长与防风险、内部均衡与外部均衡的关系，为稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡营造良好的货币金融环境”。

一、不一样的跨周期与逆周期，总量和结构工具并行

央行提出观察中国的经济增长的两个视角：“一是基数规模”，“二是需要平衡好经济增速和增长的质量及可持续性”。可以理解平衡经济增速和结构转型。自2020年开始房地产业对GDP累计同比贡献率进入负值区间，工业表现较平稳，信息传输、软件和信息技术服务业对GDP累计同比贡献率则在2018年后明显增加（图1）。当下中国经济面临的挑战更多是中长期结构性问题的显性化，在此背景下货币政策强调“跨周期调节”和“逆周期调节”，是不同于传统理解的。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，因此现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松，与市场一般认为跨周期调节意味着货币中性偏紧是不同的，央行近期强调跨周期调节并非意味着流动性边际收紧。

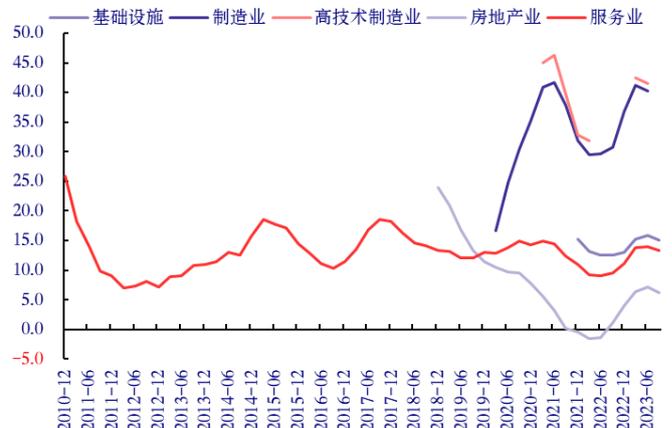
同样，经济转型期的逆周期政策则意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。这也是2020年之后，央行降息降准的幅度都有所减少，货币政策强调保持稳健的重要逻辑。

图1: GDP 累计同比贡献率 (%)



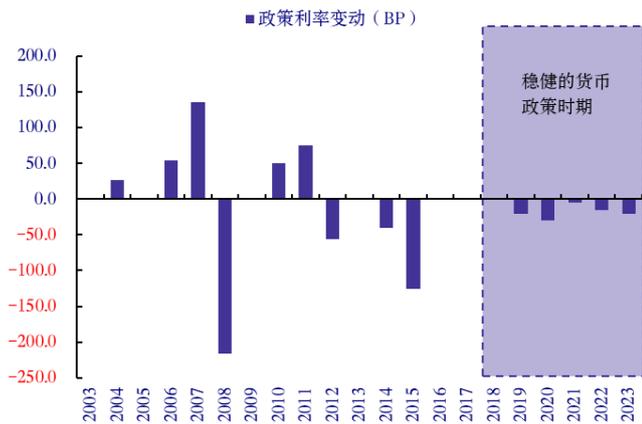
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 中长期贷款余额增速 (%)



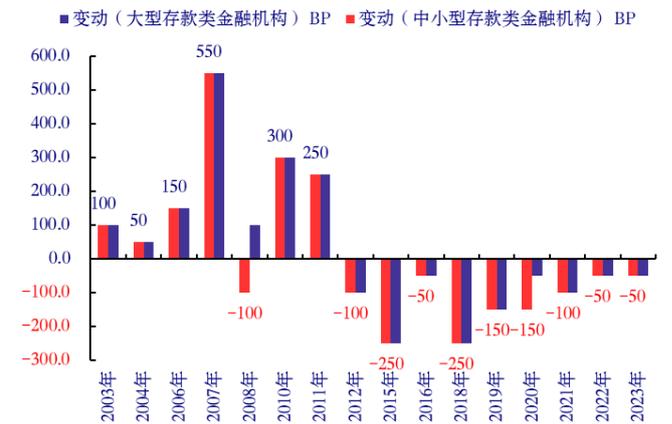
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 政策利率历年变动幅度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

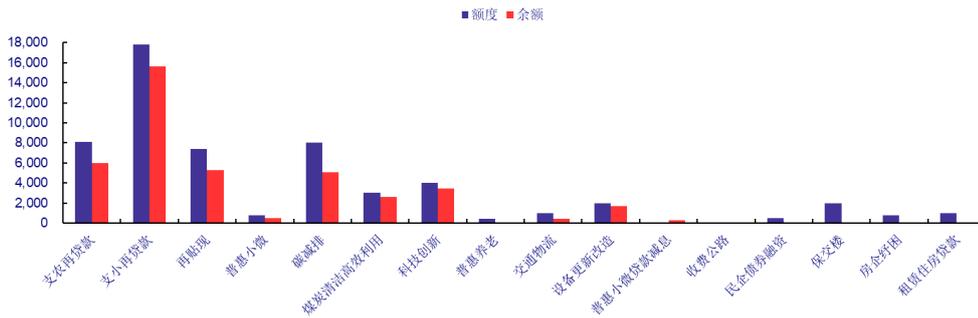
图4: 存款准备金历年变动幅度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

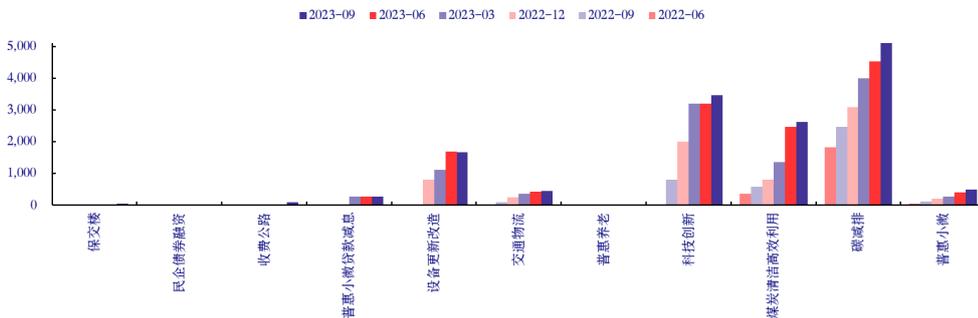
总量与结构工具并行。总量工具保持积极，对经济保持合理增速以持续的政策支持。结构性的货币工具则聚焦经济转型，围绕做好“五篇大文章”展开，包括“科技创新、民营小微、先进制造、绿色发展、普惠养老等”。截止2023年3季度末，结构性货币政策工具余额7.02万亿。房地产相关的结构性货币政策工具共3个，均为阶段性工具，分别为支持保交楼项目的保交楼贷款支持计划，支持房企项目并购的房企纾困专项再贷款，支持试点城市收购存量住房的租赁住房贷款计划。未来针对“三大工程”可能创设结构性货币政策工具提供中长期低成本资金支持。配合地方政府化解债务风险，央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。

图5：结构性货币政策工具使用情况（亿元）截止 2023 年 9 月末



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：结构性货币政策工具使用情况（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：结构性货币政策工具使用情况（亿元）截止 2023 年 9 月末

工具名称		存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例（%）	额度（亿元）	余额（亿元）
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2.00	8,100	5,991
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2.00	17,850	15,655
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2.00（6个月）	7,400	5,289
阶段性工具	1 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1.00（激励）	800	498
	2 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40		29,022
	3 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75	8,000	5,098
	4 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	3,000	2,624
	5 科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75	4,000	3,456
	6 普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	400	16
	7 交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75	1,000	451
	8 设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75	2,000	1,672
	9 普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1.00（激励）		269
	10 收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.50（激励）		83
	11 民企债券融资支持工具（II）	存续	民营企业	专业机构	1.75	500	0
	12 保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00	2,000	56
	13 房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75	800	0
	14 租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75	1,000	0

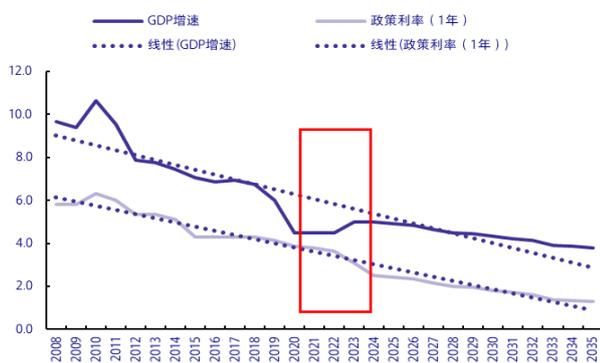
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、以自然利率为锚实施跨周期利率调控，降息是中长期价格工具的方向

央行强调“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。我国潜在经济增速一致预期是逐步下滑的。白重恩¹在 2017 年测算提出，中国各年的潜在经济增长率逐年下降：2021~2025 年间降至 5.57% 左右、2026~2030 年间降至 4.82% 左右。2019 年刘世锦²预期 2021~2025 年潜在增长率在 5%~6% 之间，同年徐忠和贾闫东³用潜在产出测算经济潜在增长率约为 5.5%。社科院⁴在 2020 年认为“十四五”期间潜在增长率略低于 5.5%，考虑到疫情的冲击，央行调统司课题组⁵测算我国潜在增长率 2023 年在 5.5% 左右，之后下滑。

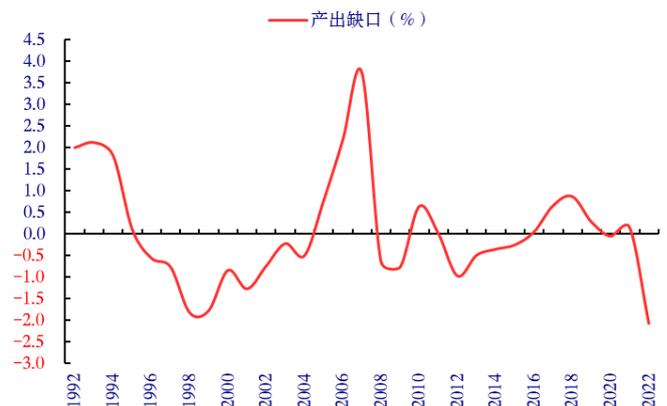
从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右，与潜在增速 5.5% 匹配的名义政策利率水平在 3.0% 左右。现阶段 1 年期 LPR 利率水平在 3.45%，仍然偏高。因此，从中长期视角看，降息是价格工具的方向。

图8: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

图9: 我国产出缺口 (%)



资料来源: WIND 中国银河证券研究院

三、防风险工作聚焦中小金融机构、房地产、地方政府债务

针对中小金融机构风险，央行指出在少数高风险机构相对集中的省份正在制定针对中小银行的改革化险方案，以达到压降高风险机构数量和风险水平的目的。

针对房地产金融风险，防范房地产市场风险外溢是重点工作，央行下一阶段支持政策在供给端。稳定房地产企业融资渠道，针对“三大工程”可能创设结构性货币政策工具提供中长期低成本资金支持。截止 2023 年 9 月，房地产相关贷款余额为 53.2 万亿，占金融机构贷款余额的 22.7%，其中个人购房贷款是房地产相关贷款的主要构成，占比约 72.2%。对金融体系的风险外溢总体可控。

针对地方政府债务风险，央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。央行指出一揽子化债方案可能包括：1、通过盘活或出售资产等方式，筹措资源偿还债务；2、对于债务负担相对较重的地区，严格控制新增；3、通过展期、借新还旧、置换等方式分类施策化解；4、支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式逐步剥离融资平台政府融资功能。

1 《中国经济增长潜力预测：兼顾跨国生产率收敛与中国劳动力特征的供给侧分析》，2017。

2 《用刺激政策达到超过潜在增长率的增速是寅吃卯粮[R]》，新京，2019，12.07。

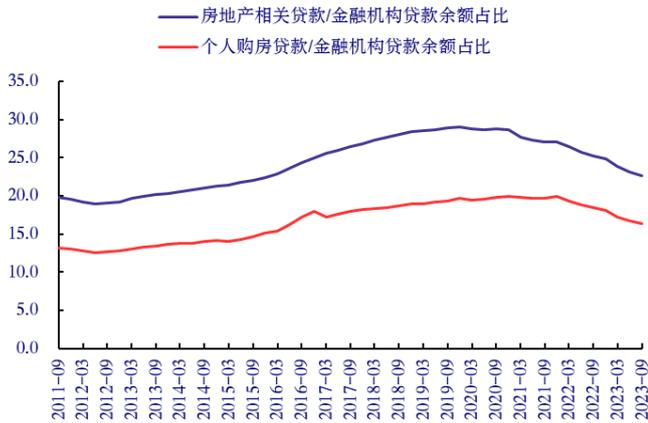
3 《中国潜在产出的综合测算及其政策含义[J]》，金融研究，2019，(3)：1-17。

4 中国社会科学院宏观经济研究中心课题组：未来 15 年中国经济增长潜力与“十四五”时期经济社会发展主要目标及指标研究，《中国工业经济》2020 年第 4 期。

5 中国人民银行工作论文，央行调统司课题组《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》，2021 年 3 月 26 日。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

图10: 房地产相关贷款在金融机构贷款余额占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 个人购房贷款在房地产相关贷款的占比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

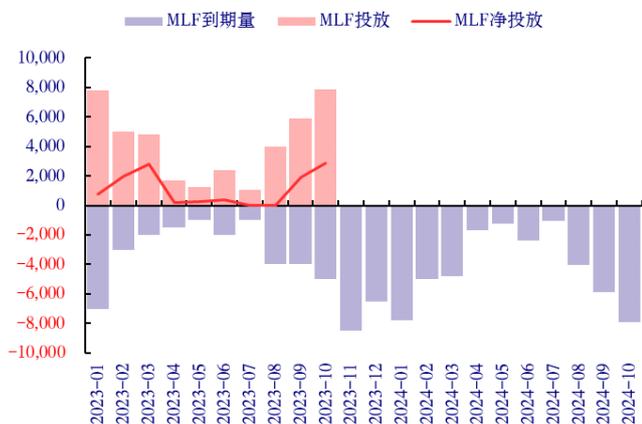
四、 我们的判断和政策预期

四季度存在降准可能，配合财政逆周期发力、化债工作的推进，都需要保持商业银行流动性合理充裕。跨月后进入 11 月，资金市场压力虽然回落，但资金的紧平衡并不会马上消退。截止 10 月末 MLF 余额达到 5.68 万亿，11 月、12 月 MLF 的到期量为 8500 亿（年内最高）、6500 亿，到期压力较大。降准会降低银行的资金压力，同时增加银行利润。观察历史数据，中央政府逆周期加杠杆，化债的进程中，央行大多数时候都会使用数量工具保持流动性合理充裕。

2024 年预计进一步降息，推动实体经济融资成本下降以持续支持经济回升、降低债务成本配合化解金融风险。当前，房地产和地方政府的风险化解均需要进一步降低利率，减轻居民的债务负担以及地方政府的还本付息压力。

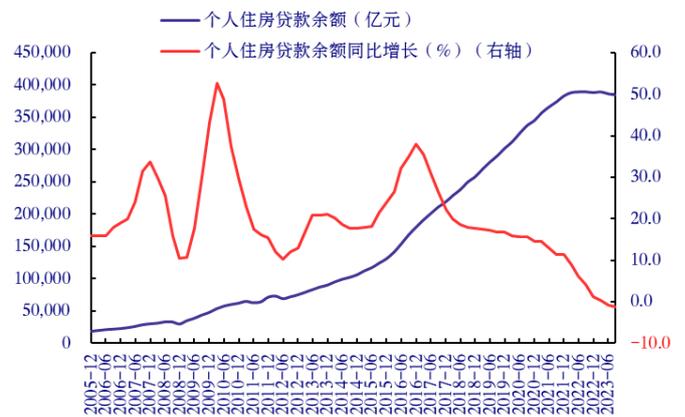
对于货币信贷和融资总量，除了“增长合理、节奏平稳”之外，强调“效率提升”，预计政策将引导提升存量贷款的使用效率、盘活被低效占用的金融资源。

图12: MLF 到期量 (亿元)



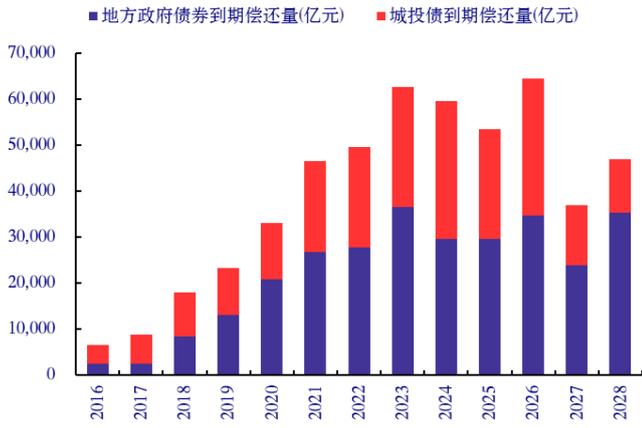
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 个人住房贷款余额



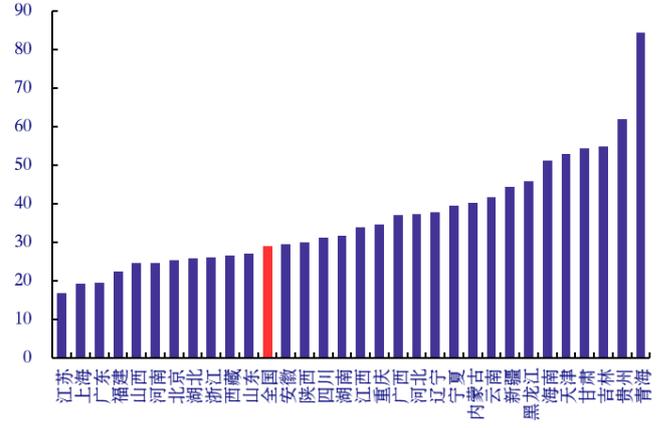
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14：地方政府债券和城投债到期偿还量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图15：2022 年地方政府负债率（%）



图表目录

图 1: GDP 累计同比贡献率 (%)	2
图 2: 中长期贷款余额增速 (%)	2
图 3: 政策利率历年变动幅度	2
图 4: 存款准备金历年变动幅度	2
图 5: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 9 月末	3
图 6: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元)	3
图 7: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 9 月末	3
图 8: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%)	4
图 9: 我国产出缺口 (%)	4
图 10: 房地产相关贷款在金融机构贷款余额占比 (%)	5
图 11: 个人购房贷款在房地产相关贷款的占比 (%)	5
图 12: MLF 到期量 (亿元)	5
图 13: 个人住房贷款余额	5
图 14: 地方政府债券和城投债到期偿还量	6
图 15: 2022 年地方政府负债率 (%)	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn