

宏观深度报告 20231220

2024 年货币政策的三个“锚”

2023 年 12 月 20 日

■ **摘要：**今年货币政策宽松的力度到底够不够？这一问题背后答案是理清当下以及明年货币政策取向的重要线索：降息两次，但经济回升偏缓且实际利率高企；MLF 与逆回购续作用的更多，但降准依旧谨慎（没有突破每年 50bp 的默认空间），市场利率持续紧俏；加之年末中央经济工作会议改进货币供应规则，控增量、调存量——今年的货币政策不可谓不积极，但总让人有种“意犹未尽”的感觉。

证券分析师 陶川
 执业证书：S0600520050002
 taoch@dwzq.com.cn
 证券分析师 邵翔
 执业证书：S0600523010001
 shaox@dwzq.com.cn

如何理解这些变化？核心是央行近期面临的目标权衡与能力边界。内外权衡中选择了汇率，内需宽松阶段性让步于流动性收紧，而明年汇率政策影响权重依旧不低；传统总量工具也临近边界，一方面银行净息差空间逼仄，政策利率下调空间受限；另一方面实体信心回升受阻，低通胀水平成为货币撬动内需的拖累。**我们认为汇率约束、银行成本、通胀水平，是把握当下与明年货币政策取向的三个“锚”。**

相关研究

《地方化债之下，2024 年基建如何“挑大梁”？》

2023-12-18

《11 月财政：财政加力的“序曲”？》

2023-12-16

汇率约束：今年第三季度以来，货币政策“汇率底”的特征越来越明显：一是化债初期降准预期的落空，代之以价格更贵的 MLF，二是在岸不提降息，离岸主动管理（3M-Hibor 抬升、外汇交易量收紧，人民币汇率随美元走弱而快速回升）。我们认为这是央行在稳增长与金融防风险的综合考量下，阶段性提升了汇率调控的政策顺位，而 2024 年这一考量同样重要。

银行成本：国内银行作为逆周期调节背景下稳经济和防风险的“第一线”，既要定向支持、降低实体融资成本；还是地方化债、房企风险化解的主力；本身还面临金融供给侧改革推进。考虑到金融稳定防风险的诉求，利率宽松的成本正在上升。

通胀水平：从稳定价格预期到调整货币供给规则，中央对通胀水平的关注度正在不断提升，本质上是意图扭转实际利率高企对经济回升的阻碍。那么该如何做到？直接的方法是扩大消费需求，带动价格上升；第二种则是继续降息，不过结合汇率与银行以上两部分的分析，前者的优先级或许更大。

三重考量之下，不难看出中央年末多政策之间的择优决策意图，更具效率的“宽财政”在货币内外均衡的压力下先行落地。财政注重撬动，货币主动补位，今后一段时间央行的政策取向更加注重长期与短期、稳增长与防风险之间平衡。

展望 2024 年，外部压力与内部桎梏下货币政策料将逐步趋稳，注重资金直达实体，工具进退可控：我们预计 1) 降息方面，跟随美联储的情境下存在空间，但 LPR 的降幅可能小于 MLF；2) 降准方面，存在 50bp 的常态调降空间，但或难成为临时补充流动性的最优选择；3) 信贷投放“质大于量、价”，结构性、定向性工具会发挥更大的作用；4) 关注汇率升值超调，可能成为宽松的触发器。

■ **风险提示：**政策定力超预期；美国经济 2024 年超预期出现萎缩，美联储提前大幅降息，美元大幅下跌，人民币大幅升值；货币供应总量与节奏超预期。

内容目录

| | |
|----------------------------|----|
| 1. 货币宽松力度之辩 | 4 |
| 2. 除了“汇率底”，还有“汇率顶” | 5 |
| 3. 绕不开的“银行底” | 8 |
| 4. 愈受关注的“通胀顶” | 8 |
| 5. 展望 2024 年：政策宽松新思路 | 10 |
| 6. 风险提示 | 13 |

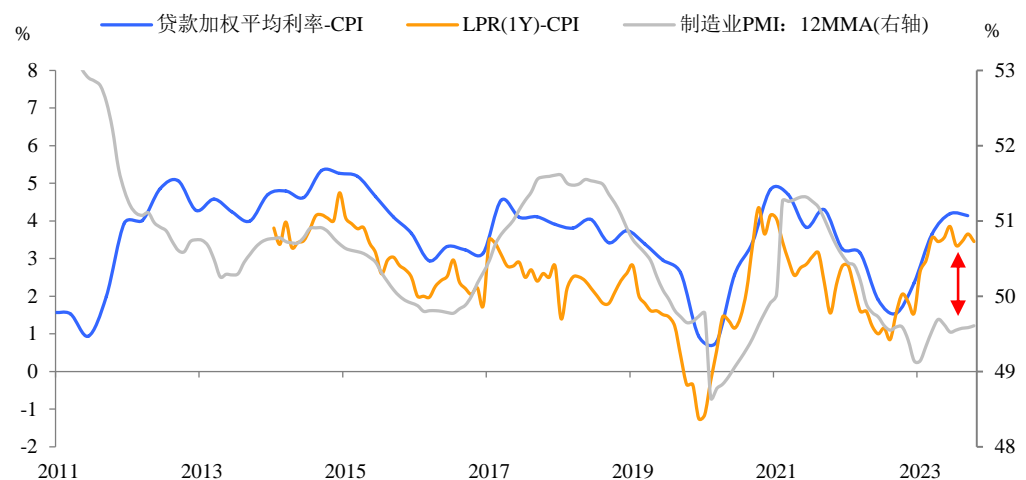
图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 实际利率视角下的降息力度可能不够..... | 4 |
| 图 2: 明年货币政策的三个“锚”..... | 5 |
| 图 3: 政策干预下外汇市场深度缩水..... | 6 |
| 图 4: 离岸人民币资金成本收紧..... | 6 |
| 图 5: 近期 MLF 连月大额超量续作..... | 6 |
| 图 6: 2023 下半年以来逆回购存量扩张..... | 6 |
| 图 7: 中美博弈视角下的年末人民币汇率回升..... | 7 |
| 图 8: 人民币升值区间也存在超调现象..... | 7 |
| 图 9: 人民币过度升值可能迫使央行宽松..... | 7 |
| 图 10: 利率宽松对银行的压力加大, 对实体的撬动不足..... | 8 |
| 图 11: 房企融资问题近期回升..... | 8 |
| 图 12: M2-M1“剪刀差”显示实体需求回升不足..... | 9 |
| 图 13: 新匹配规则下社融增速不应过度收敛..... | 9 |
| 图 14: 历史上货币供应与名义经济增速的三次显著偏离..... | 10 |
| 图 15: 明年货币政策三重目标的调整..... | 11 |
| 图 16: 企业中长贷支柱作用显著..... | 11 |
| 图 17: 新增贷款向新领域变迁..... | 11 |
| 图 18: 结构性工具利率显著低于一般贷款利率..... | 12 |
| 图 19: 我国存款准备金率接近历史低点, 同时接近部分新兴市场国家/地区水平..... | 12 |
| 图 20: 2022 年以来, 货币政策宽松后市场利率常常回升..... | 13 |
| 图 21: 今年货币政策宽松后债市反应多变..... | 13 |

1. 货币宽松力度之辩

今年货币政策宽松的力度到底够不够？这一问题背后答案是理清当下以及明年货币政策取向的重要线索：降息两次，但经济回升偏缓且实际利率高企；MLF与逆回购续作用的更多，但降准依旧谨慎（没有突破每年 50bp 的默认空间），市场利率持续紧俏；加之年末中央经济工作会议改进货币供应规则，控增量、调存量——今年的货币政策不可谓不积极，但总让人有种“意犹未尽、棋差一招”的感觉。

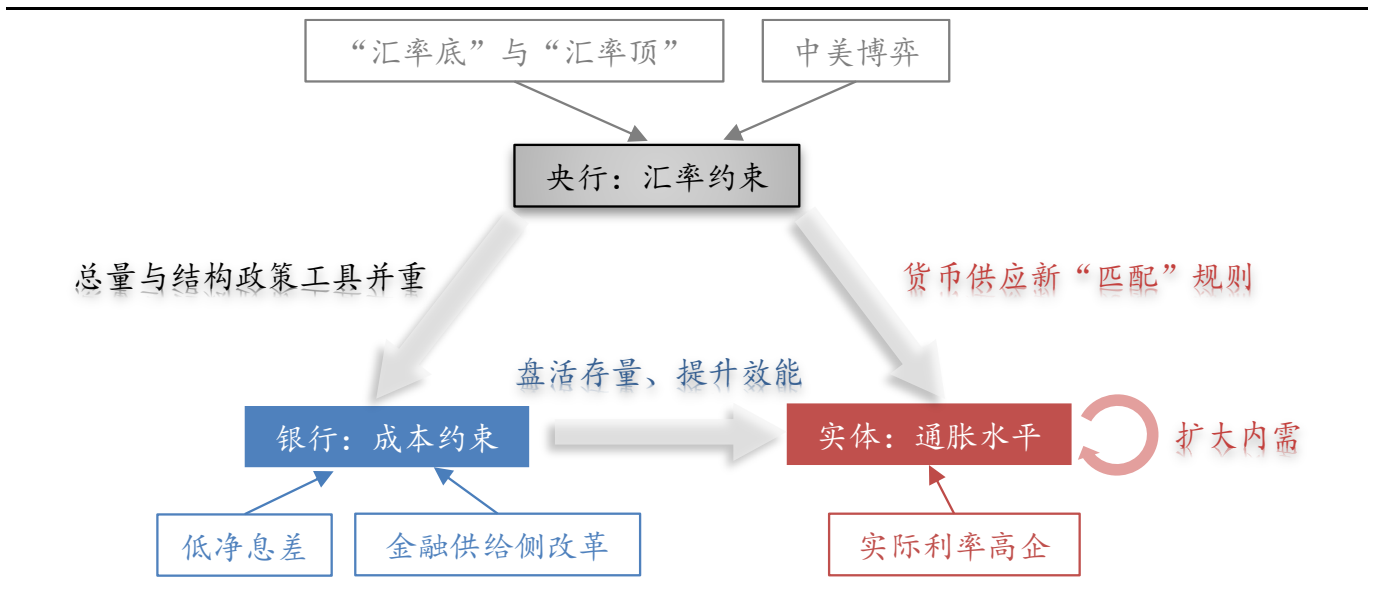
图1：实际利率视角下的降息力度可能不够



数据来源：CEIC，Wind，东吴证券研究所

如何理解这些变化？核心是央行近期面临的目标权衡与能力边界。内外权衡中选择了汇率，内需宽松阶段性让步于流动性收紧，而明年汇率政策影响权重依旧不低；传统总量工具也临近边界，一方面银行净息差空间逼仄，政策利率下调空间受限；另一方面实体信心回升受阻，低通胀水平成为货币撬动内需的拖累。我们认为汇率约束、银行成本、通胀水平，是把握当下与明年货币政策取向的三个“锚”。

图2：明年货币政策的三个“锚”



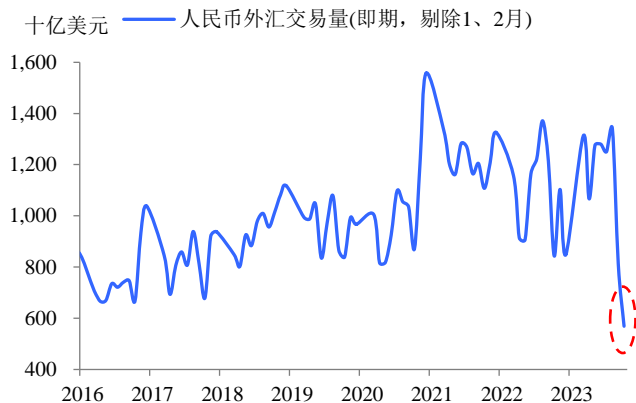
数据来源：东吴证券研究所绘制

展望明年，外部压力与内部桎梏下货币政策料将逐步趋稳，注重资金直达实体，工具进退可控：我们预计 1) 降息方面，跟随美联储的情境下存在空间，但 LPR 的降幅可能小于 MLF；2) 降准方面，存在 50bp 的常态调降空间，但或难成为临时补充流动性的最优选择；3) 信贷投放“质大于量、价”，结构性、定向性工具会发挥更大的作用；4) 关注汇率升值超调，可能成为宽松的触发器。

2. 除了“汇率底”，还有“汇率顶”

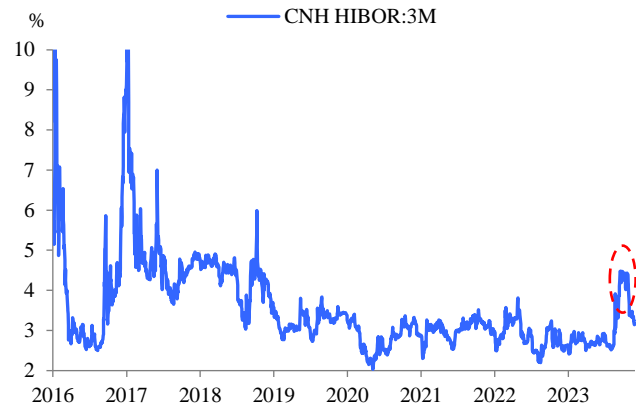
今年第三季度以来，货币政策“汇率底”的特征越来越明显：一是化债初期降准预期的落空，代之以价格更贵的 MLF，二是在岸不提降息，离岸主动管理（3M-Hibor 抬升、外汇交易量收紧，人民币汇率随美元走弱而快速回升）。我们认为这是央行在稳增长与金融防风险的综合考量下，阶段性提升了汇率调控的政策顺位，而 2024 年这一考量同样重要（参考报告《2024 年展望：汇率破 7 的“动机”和意义》）。

图3: 政策干预下外汇市场深度缩水



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

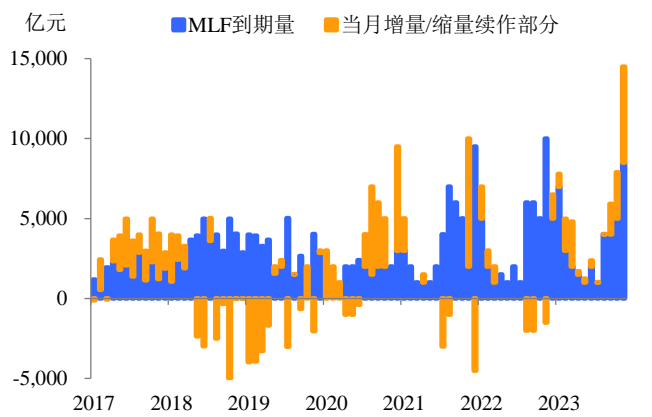
图4: 离岸人民币资金成本收紧



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

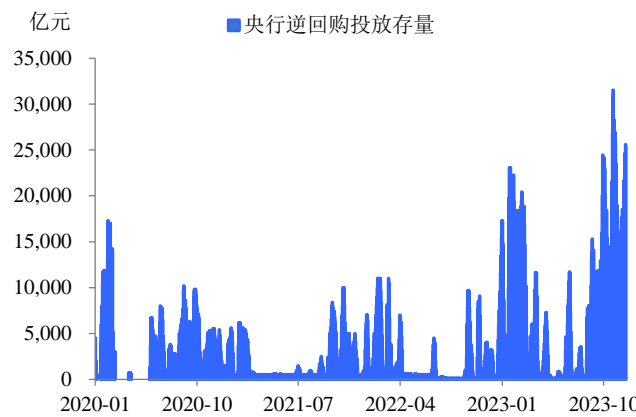
基本面现状与汇率贬值双向承压下，央行呵护市场流动性的意愿依然明确，但结构性、有成本的工具更受偏好：四季度以来对降准等低成本的资金投放偏向谨慎，多以逆回购、MLF 有价工具超额续作的方式补充商业银行流动性，调控资金“量增价稳”。

图5: 近期 MLF 连月大额超额续作



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

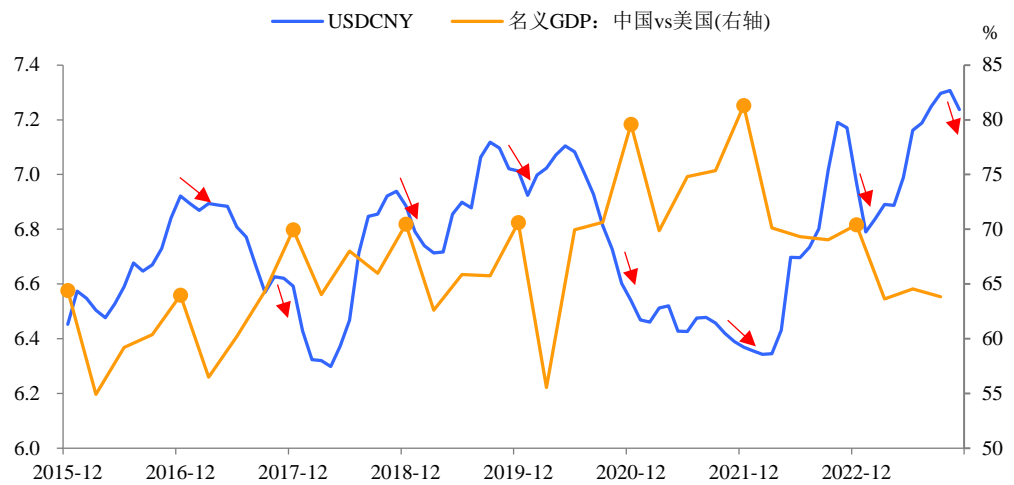
图6: 2023 下半年以来逆回购存量扩张



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

展望 2024 年，中美竞争以及掌握人民币资产定价权的诉求下“稳汇率”依旧是重要一环。中央经济工作会议中强调“把推进中国式现代化作为最大的政治”。回顾历史，人民币汇率每当临近年末时均有边际回升趋势，意味着政策也在考量可比维度下中美经济增速的成绩博弈。

图7：中美博弈视角下的年末人民币汇率回升



注：圆点代表年末时点

数据来源：CEIC，Wind，东吴证券研究所

除了“汇率底”，也得关注“汇率顶”。2024年美元走弱背景下，人民币的升值压力在政策视角下并非无虞。观察历史上人民币汇率与美元指数的走势，汇率超调现象在人民币升值压力区间同样存在；且相对于贬值，央行对升值压力调控的经验与工具均偏少，历史上2018年初与2021年末的两次升值超调均伴随着央行降准或降息的总量宽松操作，而后续回归合理水平也是主要受到外部事件驱动（中美贸易摩擦，疫情防控）而非政策调控。

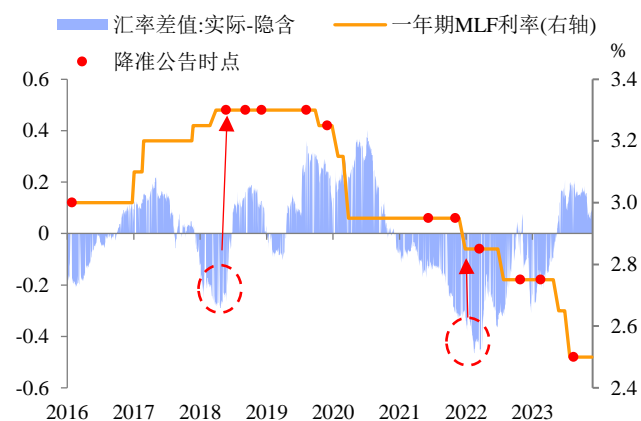
图8：人民币升值区间也存在超调现象



注：日度数据，数据截至2023/12/18，

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：人民币过度升值可能迫使央行宽松



注：日度数据，数据截至2023/12/18

数据来源：Wind，东吴证券研究所

因此，我们提示在近期汇率市场深度不足的环境下，如果明年“人民币升”快于“美元降”可能使得央行被迫进行额外宽松，毕竟升值超调的汇率也会拖累国内需求与通胀。

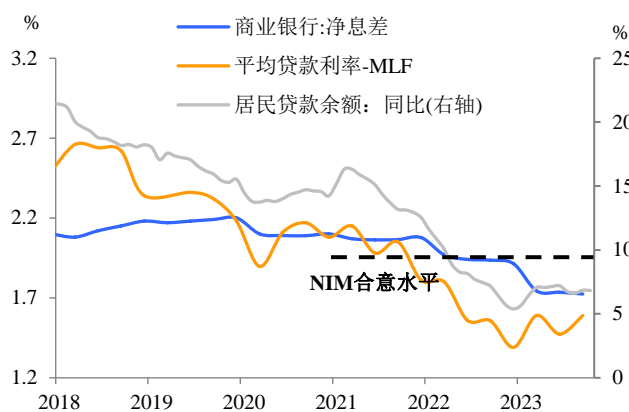
3. 绕不开的“银行底”

近年来国内银行“有些忙”，作为逆周期调节背景下稳经济和防风险的“第一线”，既要定向支持、降低实体融资成本；还是地方化债、房企风险化解的主力；本身还面临金融供给侧改革推进。

任务多意味着负担重，一是银行贷款定价持续下行至历史低位，而存款定期化又使成本难以压降，资金空转、贮藏停转的现象持续。今年第三季度商业银行平均净息差回落至 1.73%，已低于监管对银行净息差 1.8% 的合意标准。结合央行近期慎用降息，反映此后利率成本端调降或优先于资产端，在新一轮存款降息展开前，LPR-MLF 难有进一步下降空间。

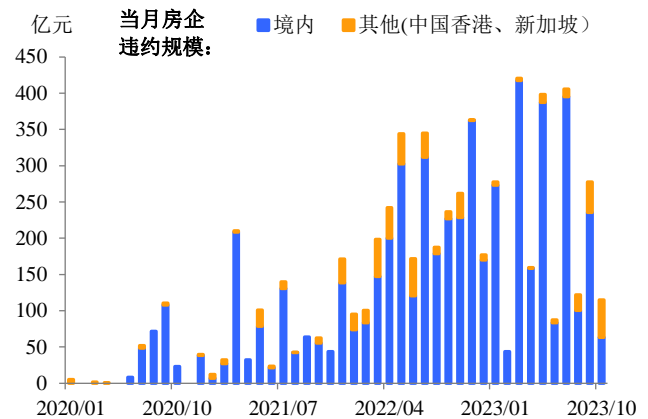
二是财政发力与房企出清的压力落在银行。截至 12 月 17 日，全国已有 27 个省市发行 1.38 万亿特殊再融资债。与此同时近期房企出险问题持续，国有大行陆续表态拟进一步支持房企融资，若最终方案落地，地产供给问题将边际缓解，但也势必进一步增加银行的风险敞口与负担。考虑到金融稳定防风险的诉求，利率宽松的成本正在上升。

图10：利率宽松对银行的压力加大，对实体的撬动不足



注：季度数据，数据截至 2023 年第三季度
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11：房企融资问题近期回升



注：月度数据，数据统计截至 10 月 31 日
数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 愈受关注的“通胀顶”

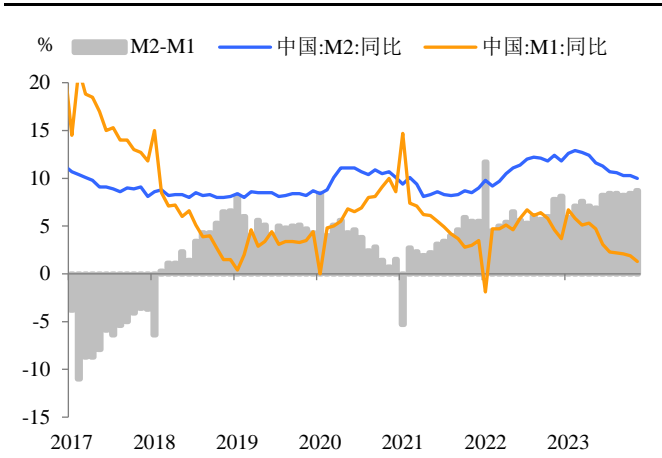
从稳定价格预期到调整货币供给规则，中央对通胀水平的关注度正在不断提升，本质上是意图扭转实际利率高企对经济回升的阻碍。那么该如何做到？直接的方法是扩大消费需求，带动价格上升；第二种则是继续降息，不过结合汇率与银行以上两部分的分析，前者的优先级或许更大。

以实体的角度，价格水平已经切实影响到利率调降对需求的撬动效力。低通胀环境与地产等资产价格调整下，1年期LPR两次调降，存量房贷降息落地，而居民部门贷款增速未见明显起色，M1同比下探，反映企业预期改善程度不足，货币贮藏需求反而攀升，资金效率与空转问题备受关注。

对此，中央今年也有两个重要表述，一是货币供应与经济增长及“价格水平预期目标”相匹配，二是“盘活存量资源”。

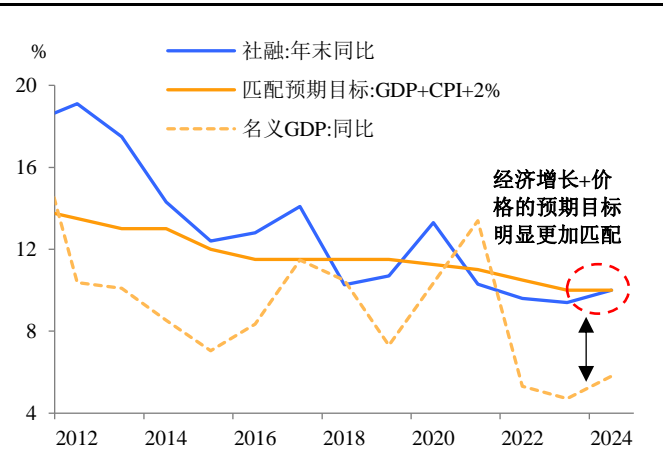
以M2-名义GDP缺口的角度，新的匹配机制加入了价格目标，意味着政策逆周期力度应锚向“再通胀”预期，保持适度的增速，而非受限于偏低的名义数据，避免出现“通胀疲软——名义GDP走弱——信贷增长匹配放缓”的紧缩循环；而“盘活存量”关注的是过程，关注目前现实偏高的M2-名义增长“增速差”，通过优化资金空转与内部结构的方式，逐步使缺口收敛、增速匹配。

图12: M2-M1“剪刀差”显示实体需求回升不足



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 新匹配规则下社融增速不应过度收敛



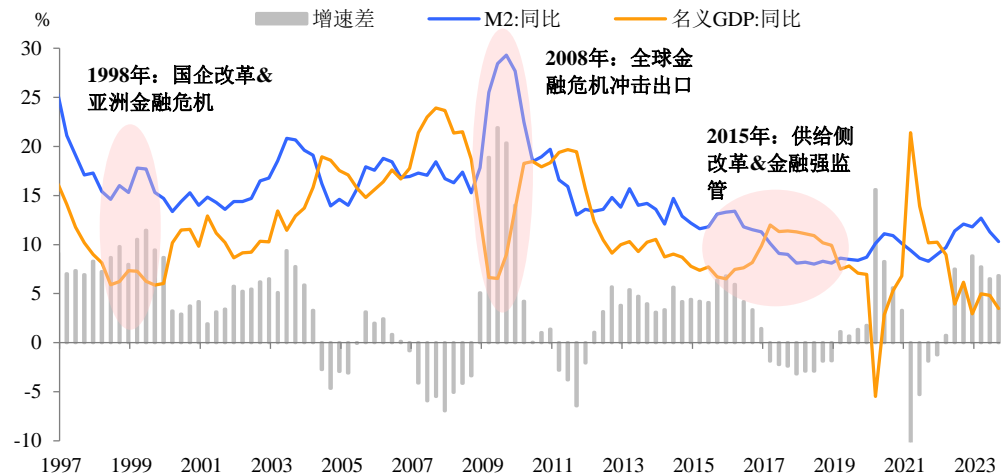
注: 2023、2024年数据为预测值

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

以史为鉴，历史上货币供应与名义经济增速的缺口是如何“弥补”的？我们认为有三次值得关注：第一次是1998年前后，前期地方和国企快速扩张，遭遇亚洲金融危机的发酵，出口和内需双双承压，金融压力上升；此后在国企部门改革与银行控制不良贷款规模的情况下，央行在1998至1999年间多次降准降息，财政部同时发行特别国债支持内需；第二次是2008至2009年，金融危机引发的大衰退冲击中国出口贸易与企业盈利，央行多次降息降准+国常会快速出台“四万亿计划”托底国内需求，名义经济增速迅速反弹，同时2009年底央行因为担心经济过热开始控制信贷使得缺口迅速弥合；第三次是2015年至2017年，美联储紧缩、全球需求放缓的背景下，国内通过棚改货币化扭转地产下行的趋势，随后金融强监管与供给侧改革（使得通胀回升）同步推进，M2-GDP缺口负向走阔。

而当下的缺口收敛可能相对缓慢温和：货币供给增速预计缓幅回归新匹配规则，斜率低于以往的货币宽松退坡和监管趋严；名义经济增长预计在货币控增量、调存量的思路下更依赖经济的企稳和通胀的回升。

图14：历史上货币供应与名义经济增速的三次显著偏离



注：季度数据，数据截至 2023 年第三季度

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 展望 2024 年：政策宽松新思路

分析至此，不难看出年末多政策之间的择优决策意图，更具效率的“宽财政”在货币内外均衡的压力下先行落地。财政注重撬动，货币主动补位，今后一段时间央行的政策取向更加注重长期与短期、稳增长与防风险之间平衡。

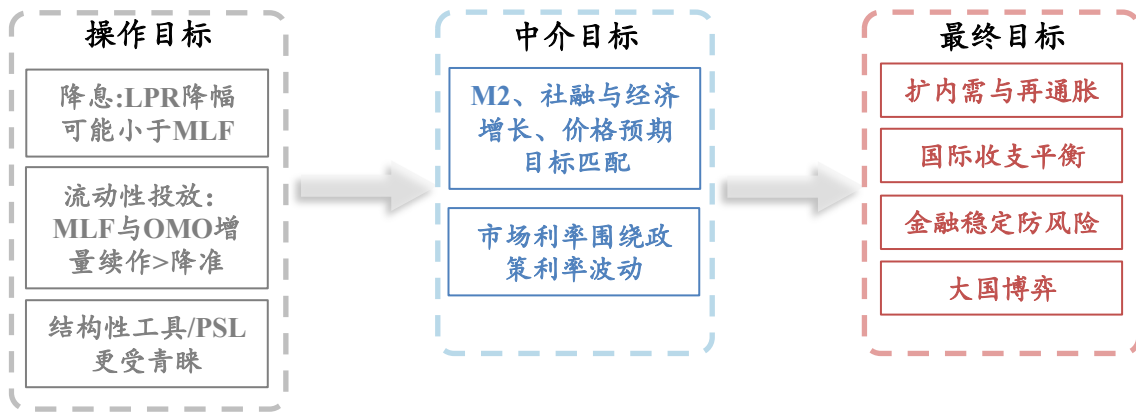
思路的变化导向央行工具使用的变化，基于政策目标的迭代与银行、实体部门的现实权衡，我们对 2024 年的货币政策判断有四：1) 降息方面，跟随美联储的情境下存在空间，但 LPR 的降幅可能小于 MLF；2) 降准方面，存在 50bp 的常态调降空间，但或难成为临时补充流动性的最优选择；3) 信贷投放“质大于量、价”，结构性、定向性工具会发挥更大的作用；4) 关注汇率升值超调，可能成为宽松的触发器。

汇率约束的松绑程度决定了货币宽松的想象空间，在此前的汇率展望篇，我们预计 2024 美元中枢将边际下降，但难出现趋势性的贬值，虽然外部压力的缓解有限，但方向确定，至少反映明年央行货币政策的最终目标边际上能有更多的对内主动权。

同时，鉴于今年以来经济复苏期间政策发力与需求修复存在时滞，央行的用于观测政策效果的中介目标有所变化。回到央行表述“更为合理把握对货币供应量与名义经济增长基本匹配的认识”，我们认为央行意在跳出传统使用同期 M2、社融与名义 GDP

增速差衡量政策效力的单一角度，**拓宽观测政策效力时限与准则，提升经济再通胀重要性。**

图15: 明年货币政策三重目标的调整

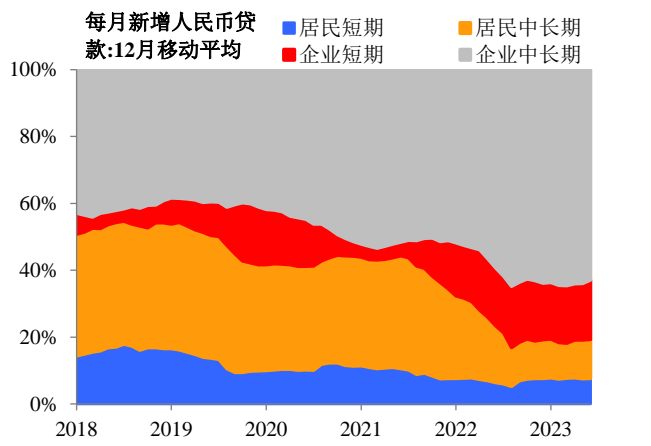


数据来源: 东吴证券研究所绘制

这意味着在三重目标的货币政策调控框架下，央行的操作目标也应做相机调整。一是**价格方面，总量与结构并行**：将更多低成本金融资源转向科技创新、先进制造、绿色发展领域和中小微企业，支持地产基建领域“三大工程”，从融资结构上实现“推动实体经济融资成本稳中有降”；降息节奏关注美联储，考虑银行压力，LPR 调降幅度可能延续小于 MLF 的趋势。

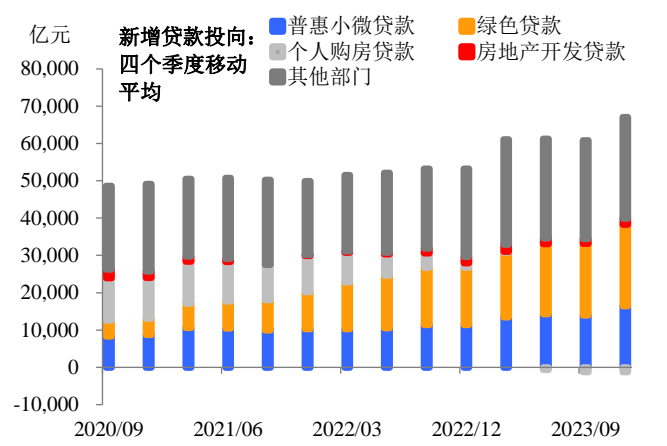
二是**数量方面，盘活存量，减轻空转**：政策表态上，央行在三季度货政执行报告中罕见设专栏讨论盘活存量资金，亦在金融机构座谈会上强调“以信贷增长的稳定性促进经济稳定增长”。我们预计后续的工作重点将聚焦于信贷投放的政策属性以及存款利率调降，平滑明年全年信贷投放，把握好货币供给的总闸门“不松不紧”，以化解 M2-M1 剪刀差反映的广义存贷款空转现象。

图16: 企业中长贷支柱作用显著



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

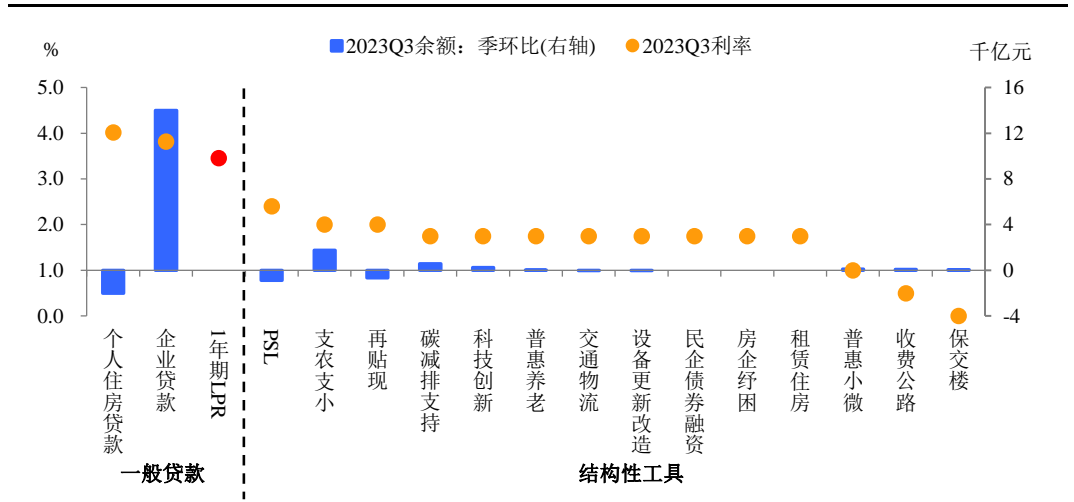
图17: 新增贷款向新领域变迁



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

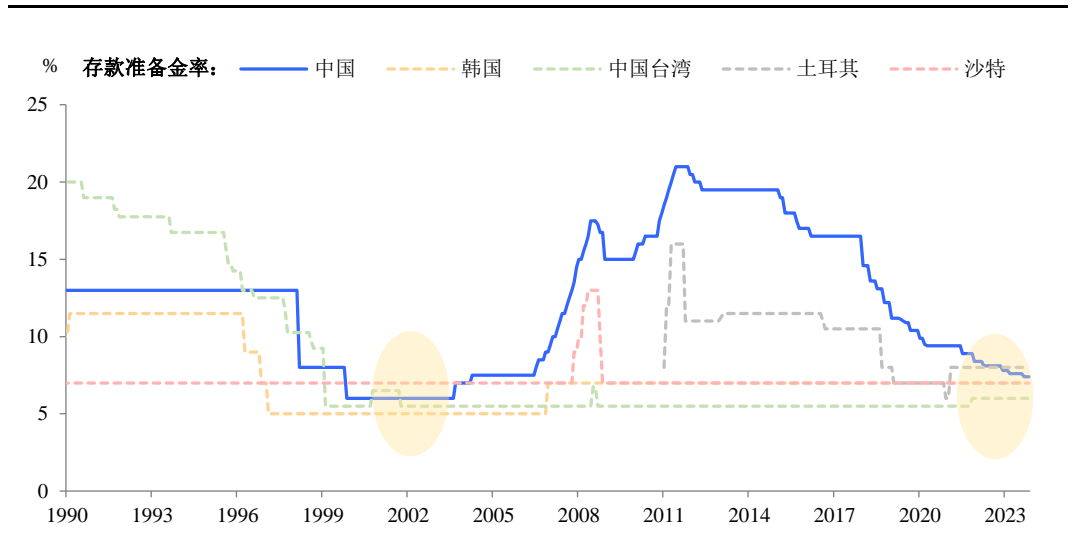
因此，结构性、定向性工具可能会发挥更大的作用，而降准类的“一次性”手段或更为慎重。随着存款准备金率在今年两次调降后接近历史低值，后续MLF、OMO等含期限价格工具或取代成为主要的流动性投放渠道。货币政策决策可能向着的灵活性与结构性调整，注重资金直达实体，工具进退可控。

图18：结构性工具利率显著低于一般贷款利率



数据来源 Wind，东吴证券研究所

图19：我国存款准备金率接近历史低点，同时接近部分新兴市场国家/地区水平

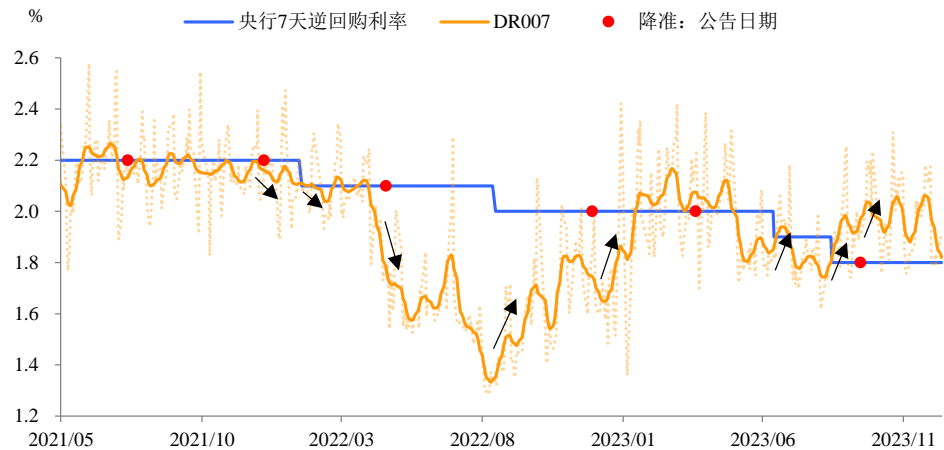


数据来源：CEIC，东吴证券研究所

综上，在货币宽松趋稳与需求缓步回升的背景下，我们预计2024年M2同比降至9.8%，财政发力及实体信心复苏带动社融存量同比回升至10.0%，社融-M2剪刀差有望回正。

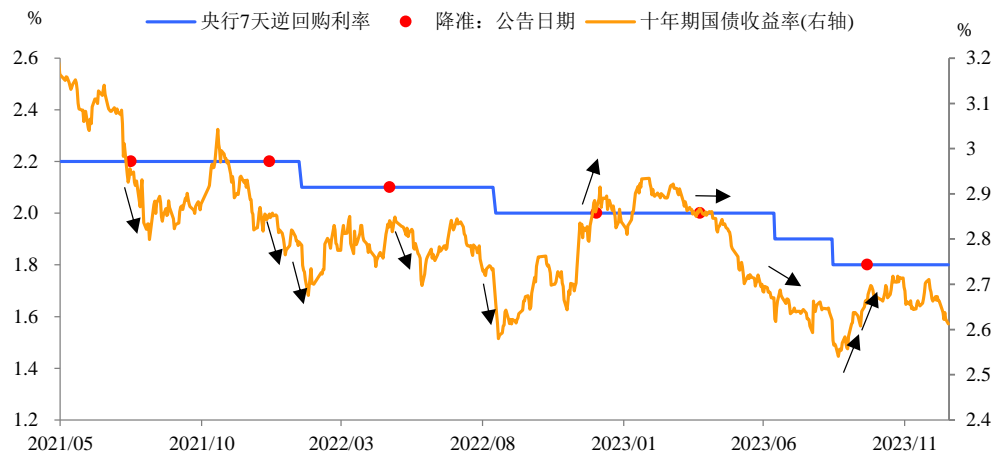
货币宽松新思路对市场意味着什么？明年央行面临的汇率与利率目标权衡意味着政策信号意义趋于多样，即政策宽松不代表货币市场宽松，汇率升值不代表股市上涨。观察历史，2022 年中以来的降息降准类货币宽松常常会使市场利率边际回升。

图20：2022 年以来，货币政策宽松后市场利率常常回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：今年货币政策宽松后债市反应多变



数据来源：Wind，东吴证券研究所

因此，对于债市，博弈货币宽松后续影响的难度上升，利率波动性加大。对于权益，信贷对基本面的领先关系或有所减弱，关注资金投放结构转型带来的机会。

6. 风险提示

政策定力超预期；美国经济 2024 年起预期出现萎缩，美联储提前大幅降息，美元大幅下跌，人民币大幅升值；货币供应总量与节奏超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>