

# 不一样的逆周期和跨周期

## ——2024年货币政策展望

### 核心观点：

2023年中央经济工作会议针对“有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患仍然较多，国内大循环存在堵点，外部环境的复杂性、严峻性、不确定性上升”等困难和问题，要求2024年强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。其中，积极的财政政策要适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。本报告结合中央金融工作会议，提出在经济结构转型升级的趋势之中，货币政策的“逆周期和跨周期调节”是不同于传统理解的。这是2023年“宽信用”不及预期的主因，也是2024年能否实现“宽信用”的关键。基于上述逻辑，我们对2024年的货币政策操作进行了预测。

当下中国经济的挑战更多是经济转型过程中中长期结构性问题的显性化。在此背景下货币政策强调“逆周期”和“跨周期”都是不同于传统理解的，是对于货币政策四个目标的再平衡：稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡。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。

展望2024年，货币政策将总量“灵活适度”、结构“精准有效”。中央经济工作会议将“稳中求进、以进促稳、先立后破”作为2024年宏观政策基调。当下全球和中国都处于周期性和结构性的双重拐点，多期叠加的复杂性加大了宏观政策应对的难度和挑战。面对百年变局，中国的应对策略是在统筹安全和发展的大框架下，通过加大结构性改革和化解风险，重构经济增长新模式，来加大自身的确定性。“以进促稳”是通过结构性改革实现经济的长期稳定发展，“先立后破”则是新旧动能切换过程中化解风险的需要。在此背景下，货币政策“灵活适度，精准有效”，总量和结构政策双重发力，既托底总量增长又推动结构改革，支持防范化解风险，着力营造良好的货币金融环境，高质量服务实体经济。

2024年有望实现宽信用。央行将呵护流动性合理充裕，以配合政府债券发行协同财政政策逆周期发力以支持经济增长和化解金融风险。积极的财政政策和地方政府债务的风险化解将共同助推财政扩张，带动基建投资上行，拉动制造业投资带来企业部门信用扩张。同时财政加大民生支出和房地产销售的边际好转将共同拉动居民部门信用扩张。央行政策性金融工具、结构性货币工具将加大对“三大工程”的支持。2024年呈现政府信用扩张最终拉动私人部门信用扩张的局面，预计社融存量增速上行至10.1%。

中长期视角：央行利率调控遵循着黄金法则，以自然利率为锚实施跨周期调节。黄金法则的含义是“保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。潜在增速决定着我国利率水平变化。从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率250bps左右，如果潜在增速在5.5%，与之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。

### 分析师

首席经济学家：章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

高明

☎：010-8092 7606

✉：gaoming\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：010-8357 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

分析师助理：聂天奇

### 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. 经济超预期下行的风险
4. 美联储紧缩周期超预期加长的风险

## 目 录

一、不一样的逆周期和跨周期.....	3
二、2024 年货币政策：总量“灵活适度”、结构“精准有效” .....	5
三、货币金融环境将呈现宽信用的格局.....	11
四、中长期视角：以自然利率为锚实施跨周期调节 .....	14

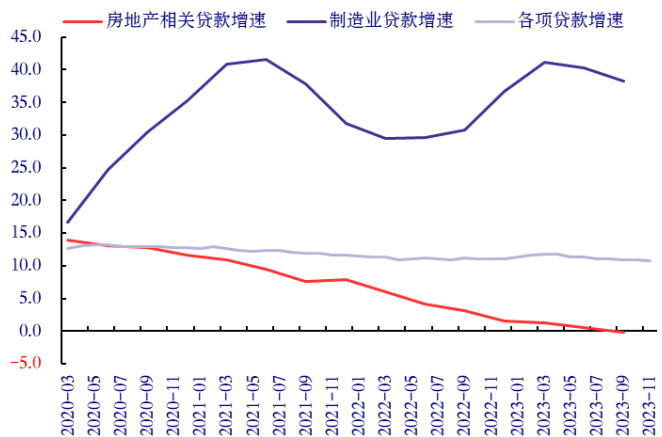
## 一、不一样的逆周期和跨周期

货币政策从7月中央政治局会议的“逆周期调节”过渡到12月中央经济工作会议的“逆周期和跨周期调节”，并非政策的转向，而是不一样的逆周期和跨周期调节，具有新内涵。长期以来包括中国在内的各国政府在宏观层面都是实施逆周期调节，强调对经济的实时逆向对冲来降低甚至熨平经济周期的波动。2020年7月中央政治局会议首次提出要“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。但是在三年之后的2023年7月中央政治局会议上，逆周期调节的字眼再次出现在人们的视野中。

当下中国经济面临的挑战更多是经济转型过程中，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，是对于货币政策四个目标的再平衡：稳定物价、促进经济增长、扩大就业、维护国际收支平衡。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。

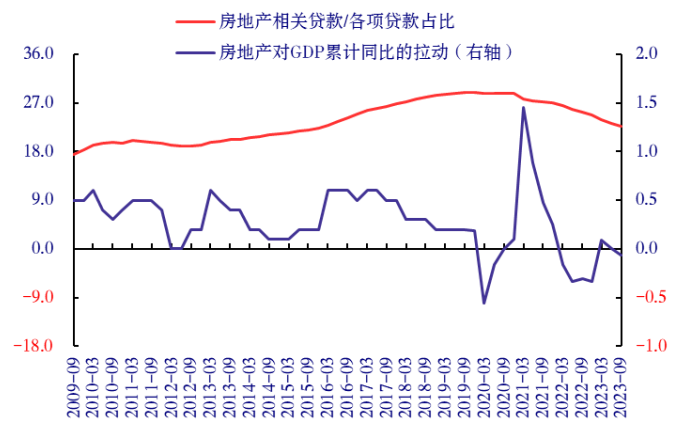
中国经济在由房地产拉动经济增长的模式，转型为由高端制造业、服务业拉动经济增长。房地产对GDP增速的贡献率自2021年二季度开始下滑，在2023年一季度进入负值区间，与此同时工业、信息传输、软件和信息技术服务业对GDP增速的贡献率在2021年之后明显上行。

图1：房地产与制造业贷款增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：房地产对GDP的拉动与房地产贷款占比(%)



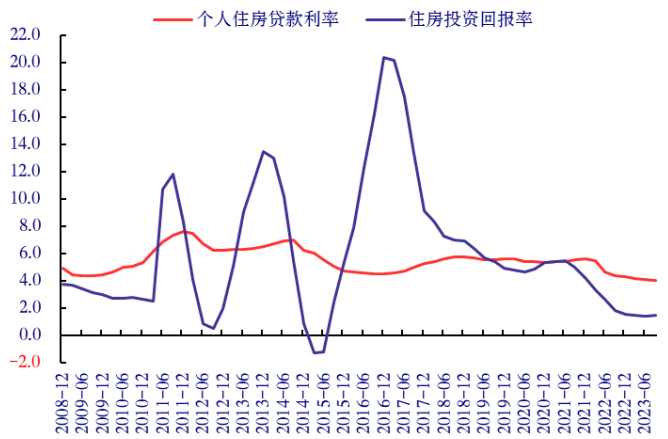
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

经济结构转型决定金融机构贷款资源的分配变化，2020年开始出现房地产贷款增速下降和制造业贷款增速上升的局面。房地产相关贷款在金融机构各项贷款中的占比经历了长达15年的上行周期，于2019年末到达历史高点（29%）后开始下行，截止2023年9月房地产相关贷款占比为22.7%。贷款资源由房地产流出进入制造业，截止2023年6月末，制造业贷款增速为40.3%，远高于各项贷款的平均增速10.9%，而房地产相关贷款的增速则下滑至0.5%。

在房地产驱动经济增长的模式下，房地产较高的投资回报率抬升了金融机构贷款的利率水平。房地产相关贷款中约 70% 为个人住房贷款，房地产价格上涨带来的资产增值回报拉高了房地产投资回报率，2016 年年末住房投资回报率曾一度达到约 20%，远高于个人住房贷款利率，这也是居民资产负债表扩张的背后逻辑。而房地产贷款最高时在金融机构全部贷款中占比 29%，这部分贷款较高的投资回报率支撑了相对较高的贷款利率，推升了金融机构贷款利率水平维持在相对较高的区间。

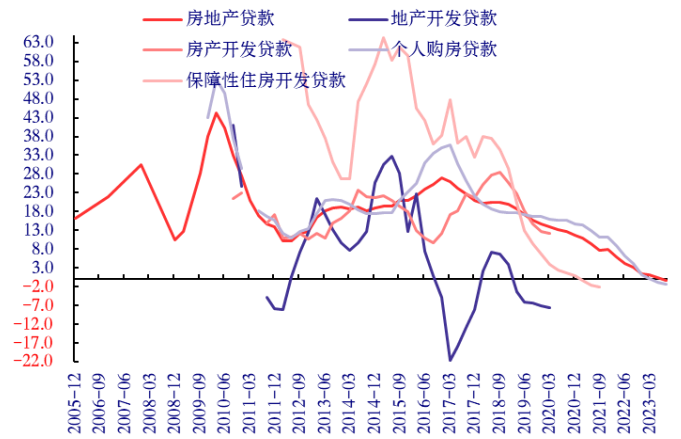
现阶段中国处于经济转型期，住房投资的回报率自 2019 年三季度开始低于个人住房贷款利率，自 2021 年三季度开始快速下滑，幅度远大于个人住房贷款利率的下行。

图3：个人住房贷款利率与住房投资回报率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院  
住房投资回报率，包括因资产价格变动带来的收益以及租金回报率

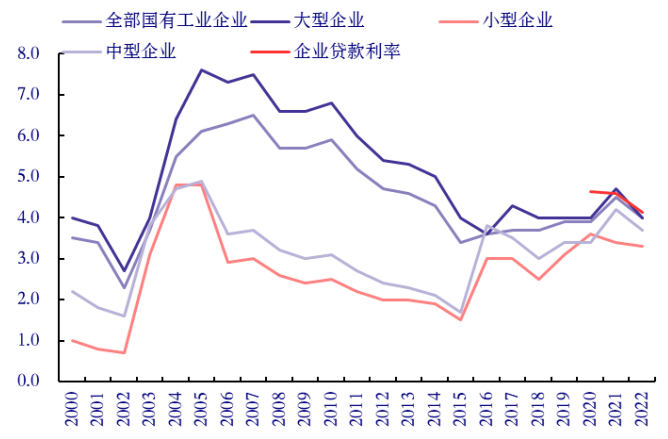
图4：房地产贷款增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

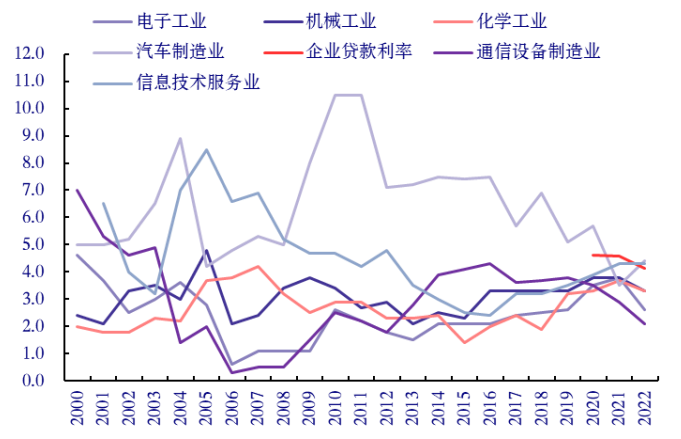
经济结构转型决定了金融机构贷款资源将从房地产流向高端制造业、服务业，实体经济的总资产报酬率将决定贷款利率的水平。2022 年全部国有工业企业的总资产报酬率为 4.0%，其中小型企业的总资产报酬率低于平均水平，为 3.3%。2022 年国有电子工业、机械工业、化学工业、汽车制造业、信息技术服务业的总资产报酬率分别为 2.6%，3.3%，3.3%，4.4%，4.3%。2022 年金融机构企业贷款加权平均利率为 4.12%，高于全部国有工业企业的总资产报酬率，因此当前的利率水平有调降的空间。

图5：国有工业企业总资产报酬率与贷款利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：部分行业国有企业总资产报酬率与贷款利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 二、2024 年货币政策：总量“灵活适度”、结构“精准有效”

2023 年 12 月的中央经济工作会议将“稳中求进、以进促稳、先立后破”作为 2024 年宏观政策基调。当下全球和中国都处于周期性和结构性的双重拐点，多期叠加的复杂性加大了宏观政策应对的难度和挑战。面对百年变局，中国的应对策略是在统筹安全和发展的大框架下，通过加大结构性改革和化解风险，重构经济增长新模式，来加大自身的确定性。“以进促稳”是通过结构性改革实现经济的长期稳定发展，“先立后破”则是新旧动能切换过程中化解风险的需要。在此背景下，货币政策“灵活适度，精准有效”，总量和结构政策双重发力，既托底总量增长又推动结构改革，支持防范化解风险，着力营造良好的货币金融环境，高质量服务实体经济。

促进经济增长是我国货币政策的目標之一。经济转型期的促进经济增长包含两层含义，总量的稳定增长和实现新旧动能切换。与之相适应，货币政策需要总量和结构双重发力，总量工具“灵活适度”，结构工具“精准有效”。

**“灵活”是以我为主，兼顾内外的相机抉择。** 房地产下行周期，如果总量工具的使用过于僵化，很可能错失黄金窗口。因此新旧动能切换过程中，如果出现经济下行压力，需“灵活”及时开启逆周期调节托底经济增长。2022 年 3 月美联储开启加息周期，中美货币政策周期的错位对中国降息构成制约，2024 年中性假设下美联储将进入降息周期，中国“灵活”降息的空间打开。

**“适度”是货币供应量的匹配，即“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，首次新增与“价格水平预期目标”匹配。** 经济转型期总需求不足带来通胀低位运行，导致名义 GDP 增速水平较低，只强调货币供应量与名义 GDP 的匹配，可能使其低于合理水平，形成通胀和货币供应量之间的负反馈。2023 年我国通胀低位运行导致实际利率上行。理论上认为实际利率的合理水平是略低于潜在增速，如果持续高于潜在增速，会导致社会融资成本高企，企业经营困难，不利于债务可持续。加入价格水平目标变量，可以给货币供应量的逆周期调节提供理论基础，当价格水平持续处于低位时，可以适度加大投放推升通胀至合理水平，阻断负反馈，有其现实意义。

**“精准”强调信贷的方向引导。** 截止 2023 年三季度，结构性货币政策工具余额约 7 万亿元，约占中国人民银行资产负债表规模的 15%。预计未来结构性货币政策工具将在货币投放中扮演更加重要的角色，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度。聚焦“五篇大文章”，并为“三大工程”提供资金支持。

**“有效”则是提升货币政策传导效率，防止资金空转，以及盘活存量，提升效能。** 盘活存量意味着信贷结构有增有减，根据央行三季度货币政策执行报告，“增”是对重大战略、重点领域和薄弱环节加强支持。“减”的方向包括：房地产贷款、部分地方融资平台贷款、基础设施等领域被低效占用的信贷、间接融资比重下降。

中国经济目前仍处于结构性恢复之中，并非全面恢复，宏观总需求不足、微观主体信心不足的问题还没有得到根本性解决。这需要政策制定部门通力合作，形成有效协调机制，是一种更顶层的设计。

在此期间，央行将继续实施降准、降息，配合财政政策等其他宏观政策协同发力，保持宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。在通胀稳定的基础上，央行货币政策目标变得更为多样性，首先是保持宏观经济稳定。其次要配合其他经济目标实施，如加强与财政、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合。

货币政策在防范化解风险中会发挥积极的作用。目前风险主要集中在房地产、地方债务和中小金融机构，三者互相交织，令化解风险的过程更加复杂和具有挑战性，央行在其中将扮演重要角色。地方政府债务风险方面，化解存量，严控新增是总体方向。央行将通过公开市场操作、降准等工具保持流动性合理充裕，支持化债相关的地方政府特殊再融资债券发行。同时推动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。必要时央行可能创设结构性货币政策工具提供应急流动性支持。中小金融机构风险化解方面，预计央行将继续推动供给侧结构性改革，强化大型商业银行主力军作用，深化政策性银行改革，推动中小银行回归本源和主业。配合制定实施中小银行改革化险方案，化险进度将提速。

此外，央行还将在房地产企业防范化解风险的同时，积极支持“三大工程”的建设。支持政策可能包括创新准财政工具为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持；完善住房租赁金融政策体系以推动构建房地产发展新模式；一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，防止房地产风险外溢；因城施策用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求。

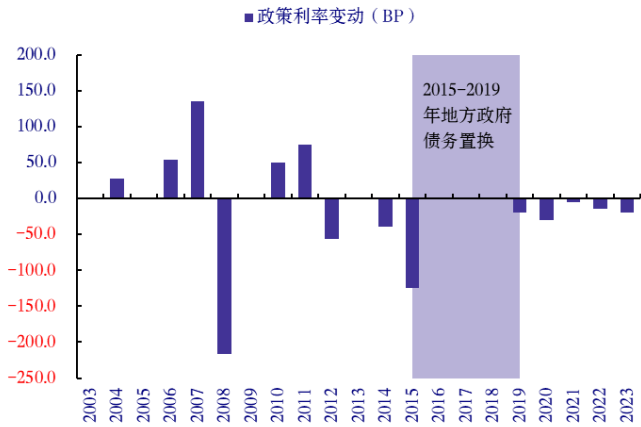
### 2.1.保持政策连续性的降息

降息以推动企业融资成本和个人信贷成本下行，减轻政府还本付息压力。虽然上一轮化债时期（2015-2019年），央行并未显著降息，但我们认为当下政府债务环境与之前有显著区别，截止2022年广义政府债务规模较2017年翻倍，2021年数据显示地方政府债务（不含城投债）的还本付息金额占其财政收入（一、二本帐）的比重已达17%，在国有土地使用权出让收入同比下降的背景下，未来三年地方政府债券和城投债到期偿还量较大，当前时点降息以减轻政府债务偿还压力，防范化解金融风险有重要意义。中央金融工作会议强调加快“三大工程”建设和“充实货币政策工具箱”，有可能央行会再次启用抵押补充贷款PSL工具向政策性银行提供资金支持，保障“三大工程”项目贷款。观测2015年、2022年PSL启动时期，央行均使用降息配合。预计2024年中国通胀回升但仍将保持低位，美联储将结束紧缩周期开启降息，中美货币政策周期错位将得到改善，通胀和人民币汇率对于价格工具的使用都不构成重要制约。综上，我们认为2024年央行很可能两次降息，总计20-30BP。

2023年12月，工商银行、农业银行、建设银行、中国银行、交通银行、招商银行、邮储银行等相继宣布下调存款利率，这是今年第三轮存款利率下调。存款利率下调幅度较大，短期存款利率（1年以内）也在下调，利率曲线全面下移。根据过往经验，国有大行调降之后，中小银行会陆续跟进。商业银行的净息差压力是再次调降存款利率的主要原因。一方面，商业银行的负债端成本不断上行，1年期Shibor自今年9月开始不断上行，12月22日收于2.65%；1年期同业存单发行利率持续高于MLF利率，近期已高于2.6%。另一方面，持续降低实体融资成本的背景下，银行资产端的收益率下行。当下商业银行面临现实的净息差压力，截止2023年9月末，商业银行净息差较二季度环比再次下行1pt至1.73%，处于历史较低水平，我国商业银行补充资本金渠道相对有限，维持其合理利润有助于增加货币政策的效果并配合财政政策协同发力。

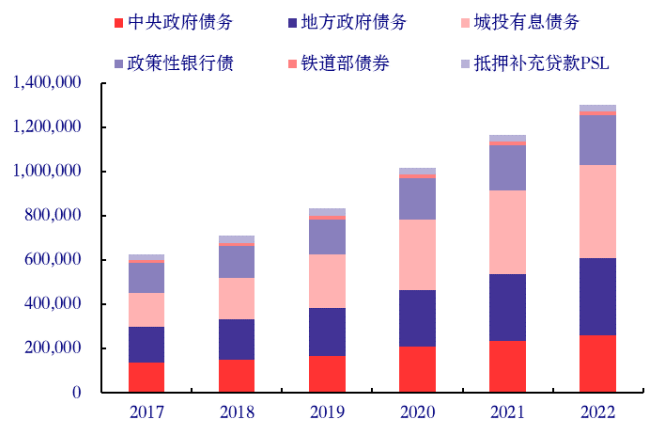
本轮存款利率下调之后降息的空間再次打开，2024年1月份很可能调降LPR5年期20BP。2023年8月的降息只调降1年期LPR，5年期不变，存款利率锚定10年期国债收益率和1年期LPR，只调降1年期LPR有助于引导存款利率先行调降，呵护净息差。8月之后的两轮存款降息已为LPR的进一步调降创造条件，2024年1月份可能调降LPR5年期20BP，推动实体融资成本继续下行。

图7：政策利率变动



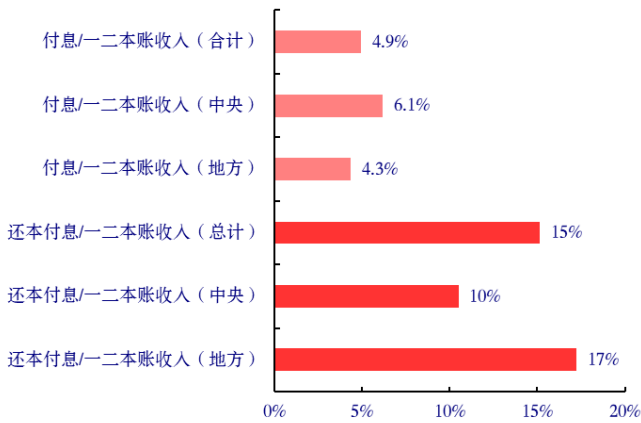
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：广义政府债务规模(亿元)



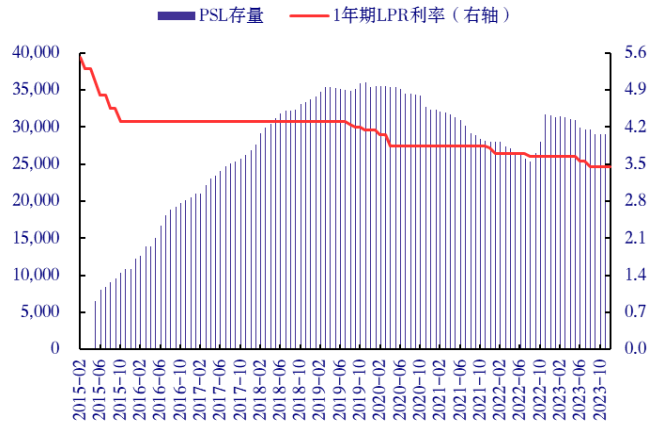
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：2021年还本付息占财政收入比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

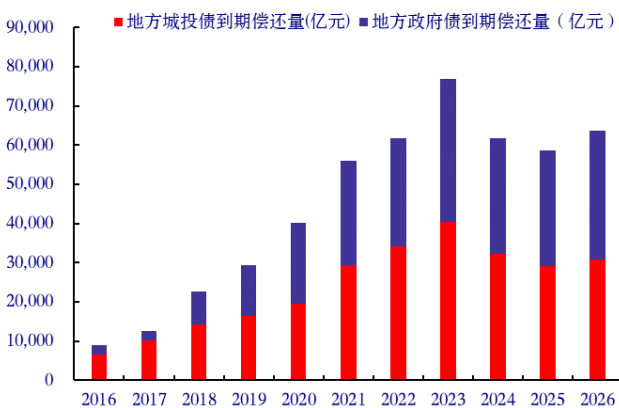
图10：PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

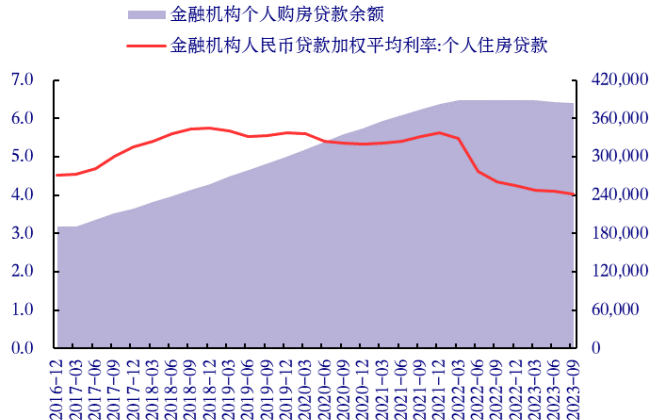
截至2023年9月，我国个人住房贷款余额38.4万亿元，居民的还本付息压力较大。个人住房贷款利率基本与5年期LPR挂钩，调降利率有助于减轻居民的债务负担，促进消费，拉动经济。

图11：地方政府债券到期偿还量



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图12：个人住房贷款余额和贷款利率 (亿元, %)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

## 2.2.降准配合财政政策逆周期发力

### 历次降准回顾：

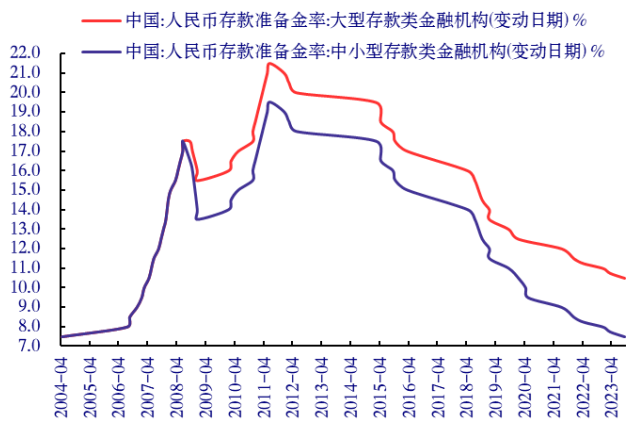
2003年至2011年是存款准备金率提高阶段，主要为应对贸易顺差持续扩大，外汇占款上升带来的较大的央行货币投放，央行通过提高存款准备金率回收流动性。在上升阶段的8年间，只有2008年为应对金融危机在3个月内4次降准，中小型机构的降幅更大，四次幅度分别是100BP、50BP、200BP、50BP。200BP是历史上降准最大的一次。

2011年12月至今，都是存款准备金率下降阶段，共发生23次降准。2022年之前降准幅度一般都是50BP（18次），最大幅度是100BP（共三次，分别是2015年4月、2018年4月、10月）。

2022年至今只发生了4次降准，幅度再次缩小，都是25BP，政策空间的限制已开始出现。

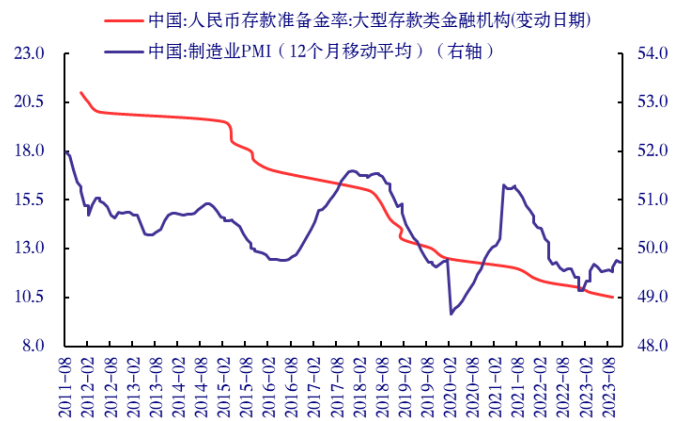
历史上共发生4次仅针对中小型存款类金融机构的定向降准，分别是2008年的9月、12月，2020年的4月、5月。一次是金融危机，一次是疫情，都是比较特殊的时期。

图13：2011年末至今存款准备金率均是调降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图14：经济下行压力较大时降准幅度较大（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 央行自2022年12月起改变降准操作方式：降准当月叠加MLF大幅超额续作

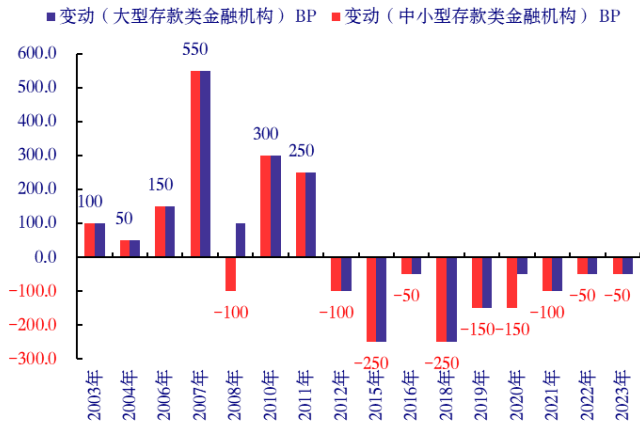
央行自2022年12月起共三次降准，三次降准均叠加MLF大幅超额续作。MLF和降准均是央行投放长期流动性的工具，市场一般认为两者同时使用的概率不高。央行连续三次的相同操作打破了市场的惯性思维，我们认为这背后的核心逻辑是央行自2022年开始降准幅度减少为25BP，央行更倾向于降准叠加MLF大量超额续作配合使用，保持流动性合理充裕，提升货币政策传导效用，更好的实现宽信用，配合财政政策、逆周期发力支持实体经济增长的需要。

经济下行压力较大时央行会启用MLF连续超量续作投放流动性，但是与降准在同一个月共同配合使用是从2022年12月开始的。观测历史数据，MLF连续超量续作一般发生在经济下行压力较大的时期，比较典型的是两个时期：2019年10月至2020年3月（连续6个月超量续作，MLF余额累计上升1.12万亿），以及2022年12月至2023年12月（连续13个月超量续作，MLF余额累计上升26750亿）。但是在2019年10月至2020年3月的时段，仅有一次同时使用且为疫情的特殊时期（2020年3月），而从2022年12月至今的时段，3次降准均有配合MLF大量超额续作，超额金额分别为1500亿元、2810亿元、1910亿元。



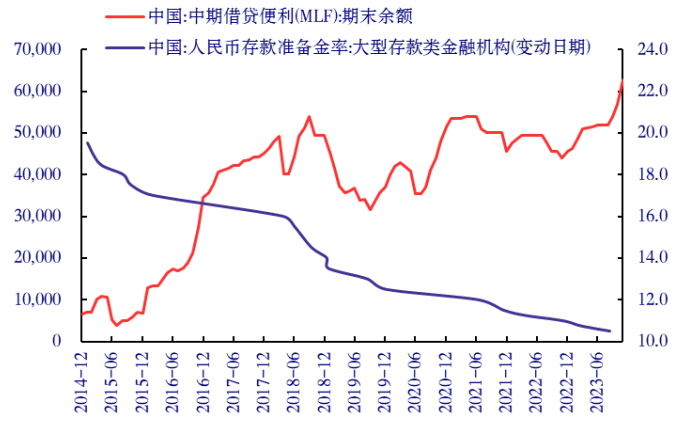
2022年12月开始两个工具同时使用的原因可能是降准幅度减少、使用MLF大量超额续作配合释放流动性，以防止降准的政策效果被稀释。央行在2022年之前每次降准的幅度一般在50BP，其中三次是100BP。而从2022年开始央行每次的降准幅度均为25BP，降准幅度减少。均发生在流动性紧张，需要为商业银行提供流动性，以便维持宽信用，协同财政政策、逆周期发力支持实体经济的关键时期。

图15：过去五年逐渐缩减每年降准幅度



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图16：2022年12月起三次降准均叠加MLF大幅超额续作(亿元,%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

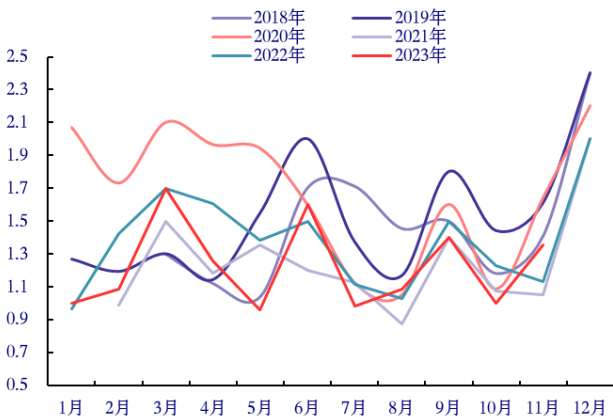
**超储率较低的情况下，降准对商业银行流动性改善效果明显。**

根据我们的测算，2023年11月我国金融机构的超储率为1.36%，是相对较低的水平，降低存款准备金率，使法定存款准备金转化为超额存款准备金对超储率的提升有较明显的作用，对银行流动性的影响会更为显著。这点与美国不同，美国商业银行的超储率较高，改变法定存款准备金率对银行的流动性影响则不明显。

回顾历次化债、中央政府加杠杆的时期，央行均使用降准保持流动性合理充裕，配合商业银行支持政府债券发行和信贷投放的资金需要，同时降准可以节约商业银行成本，减轻净息差压力，提升持续支持实体经济的能力。

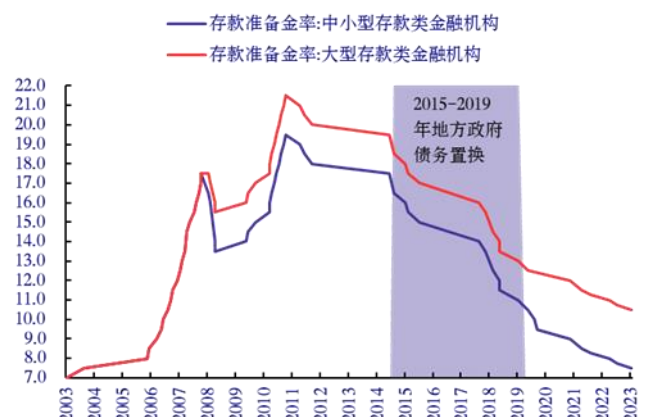
其次，存款利率、贷款利率距离完全市场化还有空间。单纯使用价格工具，调节政策利率对市场利率产生影响，最后影响实体经济的货币政策传导路径还没有完全通畅。在此背景下，数量型工具、价格工具需协同使用，以增强货币政策的效果。

图17：超储率(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：存款准备金率(%)



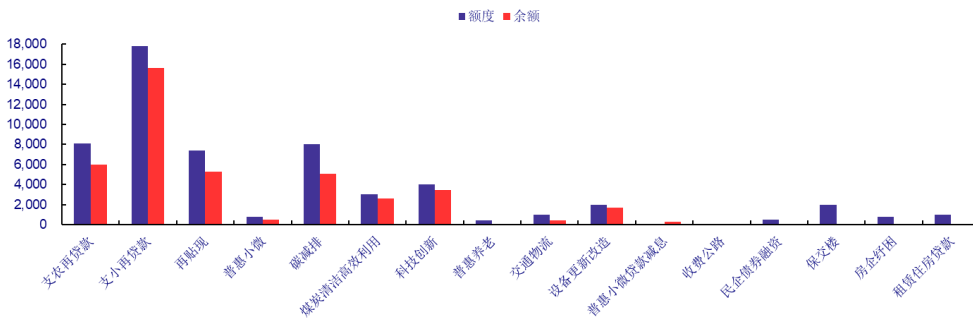
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

### 2.3.结构性货币工具围绕“五篇大文章”展开

结构性货币政策工具则聚焦经济转型，聚焦“五篇大文章”展开，包括“科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融”。

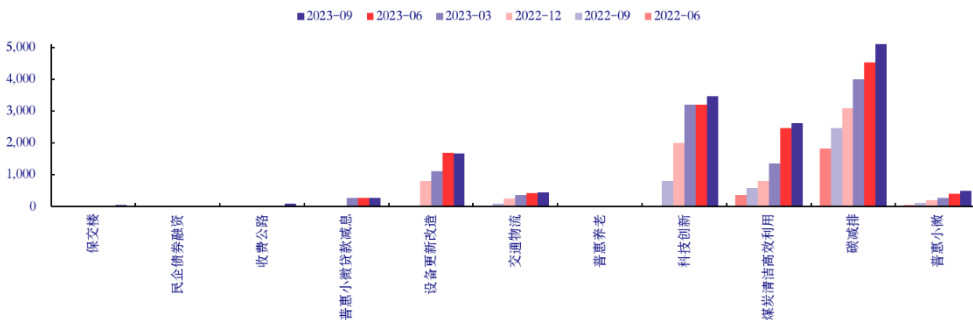
截止 2023 年 3 季度末，结构性货币政策工具余额 7.02 万亿。房地产相关的结构性货币政策工具共 3 个，均为阶段性工具，分别为支持保交楼项目的保交楼贷款支持计划，支持房企项目并购的房企纾困专项再贷款，支持试点城市收购存量住房的租赁住房贷款计划。未来针对“三大工程”可能创设结构性货币政策工具提供中长期低成本资金支持。配合地方政府化解债务风险，央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。

图19：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20：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21：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

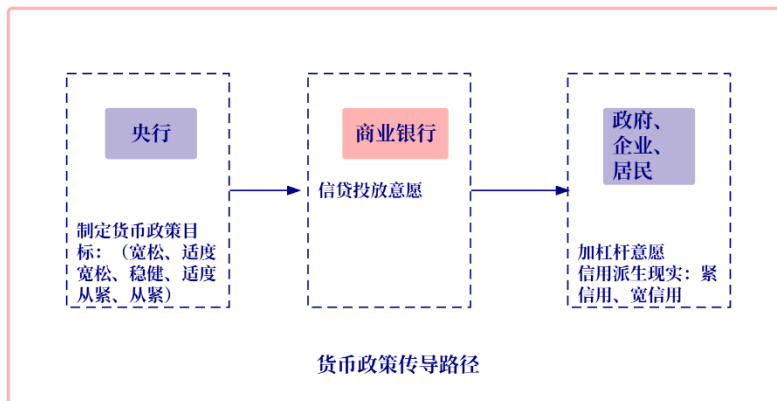
### 三、货币金融环境将呈现宽信用的格局

#### 3.1. 2023 年：货币到信用的传导受阻

中国金融条件指数是第一财经研究院为衡量中国融资条件、融资可得性，以及宏观金融综合松紧程度而创建的综合指标。数值高于零代表相对紧缩的金融环境，低于零则代表相对宽松的金融环境。2023 年中国金融条件指数虽然仍然位于负值区间，但相对 2022 年明显边际收紧。

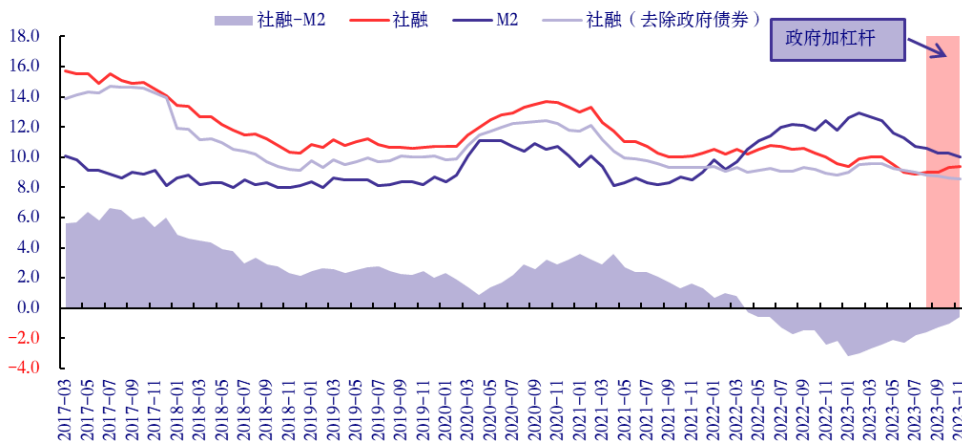
2023 年货币到信用的传导受阻，主要是因为央行的货币政策只能调控货币，而最后是否能实现信用的宽紧则有赖于货币政策传导机制。货币政策只能间接发挥作用，中间还有两个主要决定因素：经济参与主体的加杠杆意愿和金融体系的配合（我国主要是商业银行）。而这两个决定货币政策传导效果的因素在 2023 年都出现了收缩。

图22：货币政策传导路径



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图23：2023 年社融增速持续低于 M2 增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

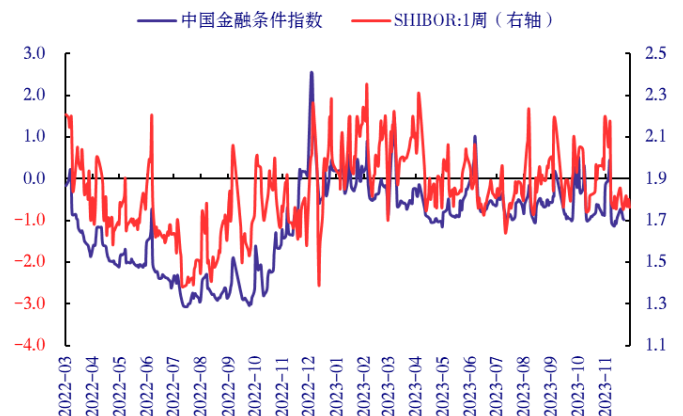
截止 2023 年 11 月，社融存量增速是 9.4%，比过去 5 年同期的社融平均增速( 10.94%) 低 1.54pct。而 2022 年全年的社融增速为 9.6%，过去 5 年社融平均增速为 10.83%。截止 2023 年 11 月，M2 同比增速为 10.0%，比 2022 年全年增速（11.8%）下行 1.8pct。

图24：政策利率与金融条件指数



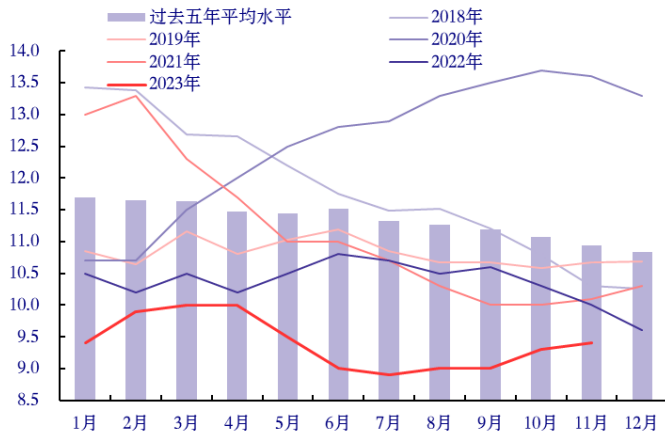
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图25：金融条件指数与 Shibor 一周利率（%）



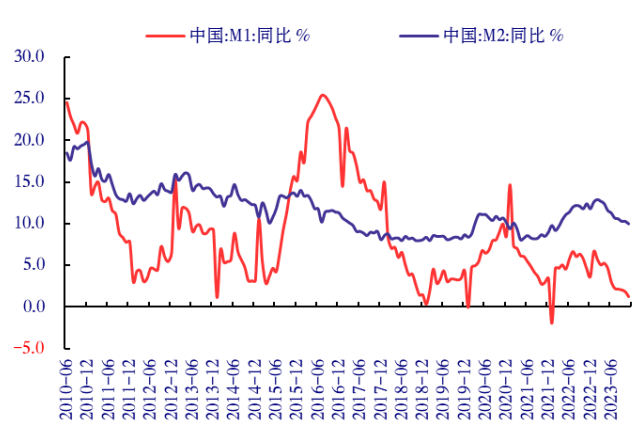
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图26: 社融存量增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

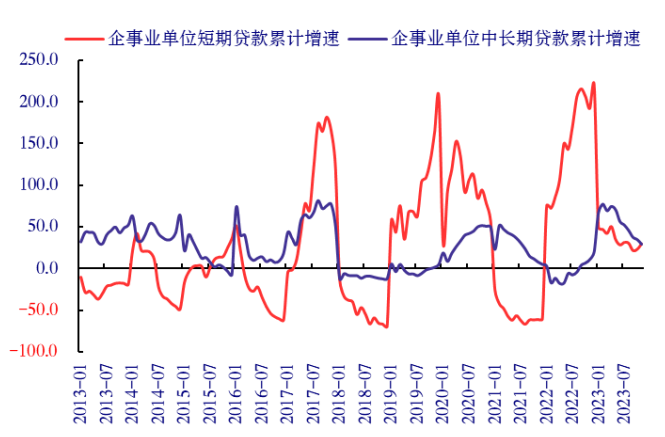
图27: M1、M2 同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

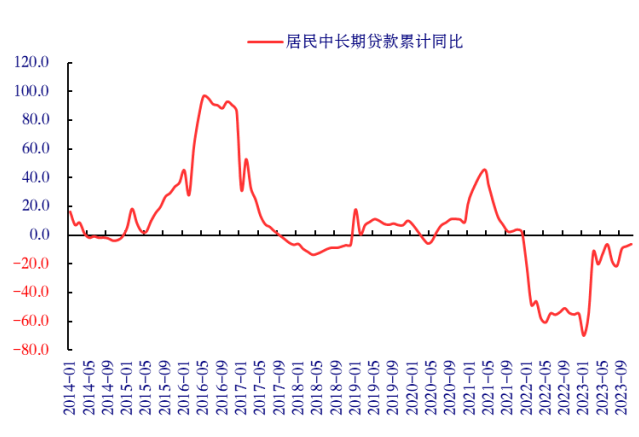
企业、个人的加杠杆意愿在 2023 年下行。企业贷款增速下行，居民中长期贷款负增长。政府债券发行 8 月开始加速，国债发行四季度开始明显提速。新增地方专项债 2023 年上半年发行节奏明显低于 2022 年，8 月、9 月开始加速发行。

图28: 企业贷款的累计增速 (%)



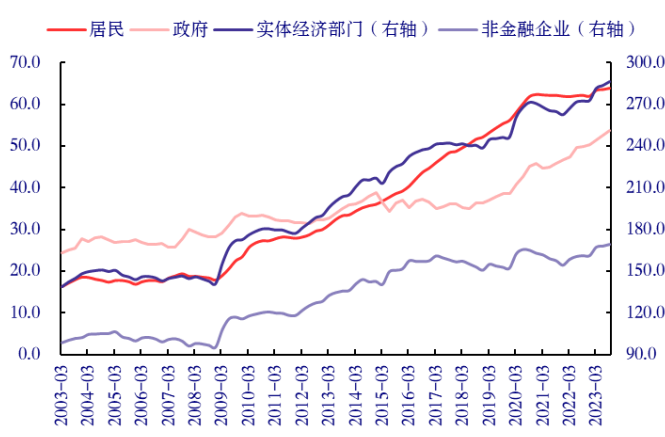
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图29: 居民中长期贷款增速 (%)



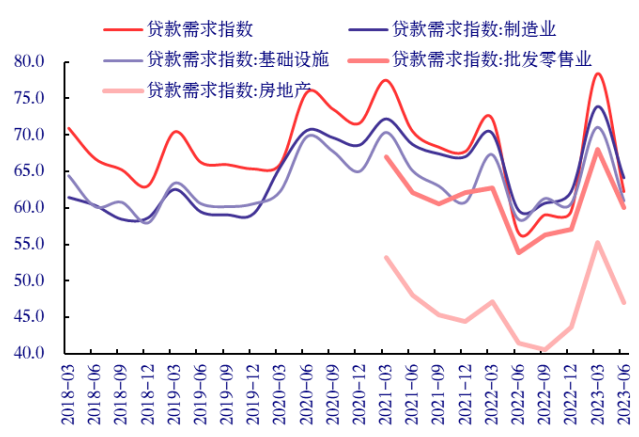
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图30: 杠杆率 (%)



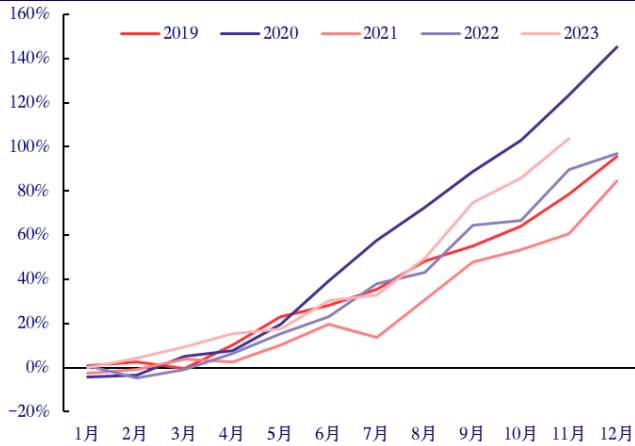
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图31: 贷款需求指数 (%)



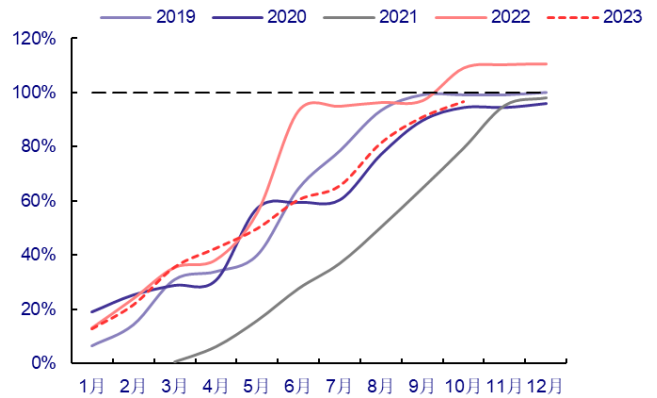
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图32：国债发行节奏（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图33：新增地方专项债发行节奏（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我国以间接融资为主，因此商业银行在货币政策传导过程中的作用比较重要。但是银行往往有顺周期的特征，经济下行时往往表现为惜贷，而且我国商业银行补充本金的途径有限。根据央行公布数据，为资本充足率满足国际监管要求，“2018年至2022年，6大国有银行的累计净利润中，约2/3用于留存补充自身核心一级资本”。但是当前商业银行资本净额的增速快于净利润增速，这将给主要靠净利润来补充资本的路径带来较大压力。央行2023年二季度货币执行报告的专栏《合理看待我国商业银行利润水平》，阐述了商业性行维持稳健经营需要保持合理的利润和净息差水平。

我国商业银行的资产利润率呈现逐年持续下行的趋势。2023年3季度，商业银行的资产利润率已下滑到0.74%，2011年以来的最低水平。近年来商业银行的净息差水平也不断下行，2023年3季度净息差下滑至1.73%，为历史较低值。较低的净息差水平对银行在2023年信贷扩张产生制约。

### 3.2. 2024年重回宽信用格局

展望2024年，货币金融环境将呈现宽信用的格局。央行将呵护流动性合理充裕，以配合政府债券发行协同财政政策逆周期发力以支持经济增长和化解金融风险。积极的财政政策和地方政府债务的风险化解将共同助推财政扩张，带动基建投资上行，拉动制造业投资带来企业部门信用扩张。同时财政加大民生支出和房地产销售的边际好转将共同拉动居民部门信用扩张。最后，央行政策性金融工具、结构性货币工具将加大对“三大工程”的支持。2024年呈现政府信用扩张最终拉动私人部门信用扩张的局面，社融存量增速预计上行至10.1%。

## 四、中长期视角：以自然利率为锚实施跨周期调节

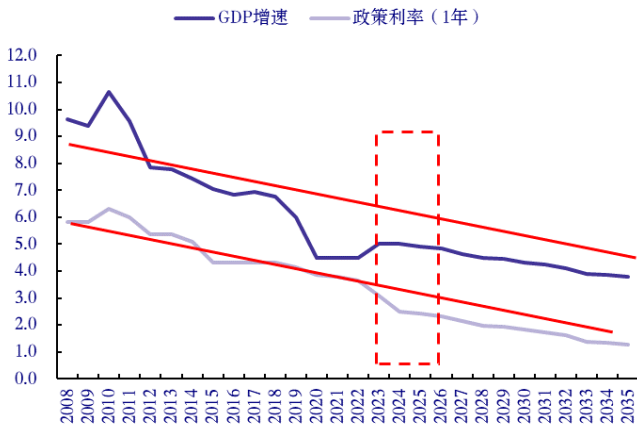
央行利率调控遵循着黄金法则和自然利率锚点方法。2023年11月，中国人民银行行长潘功胜在2023金融街论坛年会上的讲话中指出，“合理把握利率水平”“引导和把握宏观利率水平，保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”。央行在2023年1季度货币政策报告上提出“从过去二十年的数据看，我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一“黄金法则”（Golden Rule）水平上”，长期合理利率与潜在增长水平基本匹配，有利于实现宏观均衡，保持物价基本稳定。2021年易纲在《中国的利率体系与利率市场化改革》一文中提出通过“黄金法则”来衡量合理的利率水平，这其中的关键在于如何衡量潜在增长水平，也即是合理的利率水平要低于潜在经济增速。央行货币政策司2022年9月发表的文章《深入推进利率市场化改革》表示，坚持以自然利率为锚实施

跨周期利率调控，发挥市场在利率形成中的决定性作用，为经济高质量发展营造适宜的利率环境。这是央行首度表示将以自然利率为锚实施跨周期利率调控。

潜在增速决定着我国利率水平变化。白重恩<sup>①</sup>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<sup>②</sup>预期 2021~2025 年潜在增长率在 5%~6% 之间，同年徐忠和贾闫东<sup>③</sup>用潜在产出测算经济潜在增长率约为 5.5%。社科院<sup>④</sup>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<sup>⑤</sup>测算我国潜在增长率 2023 年在 5.5% 左右，之后下滑。

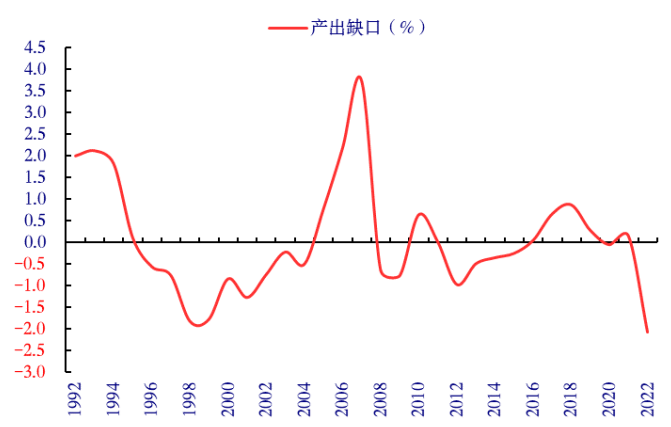
从历史水平来看，政策利率平均低于潜在增长率 250bps 左右，也就意味着，即使潜在增速在 5.5%，匹配的名义政策利率水平在 3.1% 左右。现阶段 1 年期 LPR 利率水平在 3.45%，仍然偏高。

图34：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35：我国产出缺口



资料来源：WIND 中国银河证券研究院

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。

## 图表目录

图 1: 房地产与制造业贷款增速(%).....	3
图 2: 房地产对 GDP 的拉动与房地产贷款占比 (%).....	3
图 3: 个人住房贷款利率与住房投资回报率 (%).....	4
图 4: 房地产贷款增速 (%).....	4
图 5: 国有工业企业总资产报酬率与贷款利率 (%).....	4
图 6: 部分行业国有企业总资产报酬率与贷款利率 (%).....	4
图 7: 政策利率变动.....	7
图 8: 广义政府债务规模(亿元).....	7
图 9: 2021 年还本付息占财政收入比重.....	7
图 10: PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %).....	7
图 11: 地方政府债券到期偿还量.....	7
图 12: 个人住房贷款余额和贷款利率 (亿元, %).....	7
图 13: 2011 年末至今存款准备金率均是调降.....	8
图 14: 经济下行压力较大时降准幅度较大 (%).....	8
图 15: 过去五年逐渐缩减每年降准幅度.....	9
图 16: 2022 年 12 月起三次降准均叠加 MLF 大幅超额续作 (亿元, %).....	9
图 17: 超储率 (%).....	9
图 18: 存款准备金率 (%).....	9
图 19: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 9 月末.....	10
图 20: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元).....	10
图 21: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 9 月末.....	11
图 22: 货币政策传导路径.....	12
图 23: 2023 年社融增速持续低于 M2 增速 (%).....	12
图 24: 政策利率与金融条件指数.....	12
图 25: 金融条件指数与 Shibor 一周利率 (%).....	12
图 26: 社融存量增速 (%).....	13
图 27: M1、M2 同比增速.....	13
图 28: 企业贷款的累计增速 (%).....	13
图 29: 居民中长期贷款增速 (%).....	13
图 30: 杠杆率 (%).....	13
图 31: 贷款需求指数 (%).....	13
图 32: 国债发行节奏 (%).....	14
图 33: 新增地方专项债发行节奏 (%).....	14
图 34: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%).....	15
图 35: 我国产出缺口.....	15



## 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。

高明：宏观分析师、宏观组组长。许冬石：宏观分析师。詹璐：宏观分析师。

## 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

唐曼羚 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn