

## 加力实施 提振预期

### --货币政策委员会 2023 年第四季度例会解读

#### 核心观点:

##### 我们的分析:

货币政策基调延续中央经济工作会议的提法从“精准有力”到“精准有效”，但不同的是未提“灵活适度”，这并非政策转向，2024 年仍然是稳健的适度。“适度”是从全年角度考量，并非时时刻刻的刻板匹配，但本次未提“灵活适度”，释放出短期央行更关注流动性的充裕，是协同政府债券的集中发行、呵护跨年流动性和支持年初信贷投放的需要。中长期来看，在“不一样的逆周期和跨周期调节”政策框架下，货币政策仍然是中性偏松。

延续三季度，再次强调“加大已出台货币政策实施力度”，意味着货币政策基调短期可能不会出现太大变化，注重政策的持续性。具体可能包括三个方面：1.提升货币政策的传导效果，我国货币政策通过商业银行间接发挥作用，保持商业银行合理利率仍是央行政策的重点考量；2、2023 年货币投放受阻，M2 增速持续高于社融增速，未来加大信贷投放的方向引导，防止资金空转，有效进入实体循环是关键；3、提高政府投资和结构性货币政策工具的乘数效应，拉动民间投资。

强调社会预期偏弱的挑战，提振预期推升物价至合理水平是当前货币政策的重要考量。与三季度不同的是，对于经济形势的判断新增强调“社会预期偏弱”的挑战，这也中央经济工作会议指出经济回升向好需要克服的六大困难和挑战之一。提振预期有助于阻断预期和现实之间的负反馈循环。同时货币供应量调节加入价格水平目标变量，可以给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。

结构性货币政策工具强调对“五篇大文章”的支持，新增强调对“数字经济”的支持力度。信贷投放新增强调“均衡投放”。均衡投放一方面是新旧动能切换中，强调“先立后破”，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求；另一方面则是加大对“民营经济发展壮大的金融服务”。对于支持刚性和改善性住房需求新增“更好”、对于构建房地产发展新模式新增“加快”，释放出央行对于房地产的支持将进一步优化，同时“保障性住房建设”排序从“三大工程”最末提到最前，可能意味着其建设资金将得到优先支持。

##### 我们的判断和政策预期：1 月份非对称降息，1 季度可能再次降准

2023 年 12 月国有大行相继宣布下调存款利率，这是 2023 年第三轮存款利率下调，本轮下调幅度较大，短期存款利率（1 年以内）也出现下调，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。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有利于维护商业银行合理利润，为 LPR 的进一步调降创造条件，现阶段降息的空间再次打开，2024 年 1 月份很可能再次调降 MLF10BP，同时 LPR 非对称降息，推动实体融资成本继续下行。当前 MLF 余额为 7.1 万亿处于历史高位，叠加年初商业银行通常信贷投放季节性上升，超储率下降，以及政府债券的密集发行。一季度央行可能再次降准呵护狭义流动性合理充裕，节约商业银行成本。

#### 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.对政策理解不到位的风险
- 2.美联储紧缩周期超预期加长
- 3.中国货币政策超预期的风险
- 4.金融市场的风险

**图1：货币政策委员会例会对比分析（2023年四季度与三季度对比）**

内容	货币政策委员会例会 (2023年12月27日)	货币政策委员会例会 (2023年9月25日)	边际变化
经济形势判断	当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓， <b>通胀出现高位回落趋势</b> ，发达国家利率保持高位。我国经济回升向好、动力增强， <b>高质量发展扎实推进</b> ，但仍面临有效需求不足、 <b>社会预期偏弱</b> 等挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓， <b>通胀仍处高位</b> ，发达国家利率将持续保持高位。国内经济持续恢复、回升向好、动力增强，但仍面临需求不足等挑战。	1、指出海外通胀出现回落趋势 2、国内强调高质量发展、指出社会预期偏弱的挑战
货币政策总体基调	要 <b>稳中求进、以进促稳</b> ，加大宏观政策调控力度，不断巩固稳中向好的基础。 <b>精准有效</b> 实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、 <b>均衡投放</b> ，保持 <b>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</b> 相匹配。	要 <b>持续用力、乘势而上</b> ，加大宏观政策调控力度， <b>精准有力</b> 实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供有力支持。加大已出台货币政策实施力度，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、 <b>节奏平稳</b> ，保持 <b>货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速</b> 基本匹配。	1、从“精准有力”到“精准有效” 2、信贷投放强调“均衡” 3、新增强调“价格水平预期目标”的匹配
政策性开发性金融工具	增强政府投资和政策激励的引导作用， <b>提高乘数效应</b> ，有效带动激发更多民间投资。	增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。	强调提高乘数效应
通胀	促进物价低位回升，保持物价在合理水平	促进物价低位回升，保持物价在合理水平	无重大变化
结构性货币政策工具	做好 <b>科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”</b> ，实施好存续结构性货币政策工具，落实好再贷款再贴现额度，继续加大对普惠金融、绿色转型、 <b>数字经济</b> 、基础设施建设等支持力度，综合施策支持区域协调发展。	落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续结构性货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展	1、强调“五篇大文章” 2、新增“数字经济”
金融稳定	要深化金融供给侧结构性改革， <b>构建金融有效支持实体经济的体制机制</b> 。引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	无重大变化
利率	完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	无重大变化
汇率	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险， <b>防止形成单边一致性预期并自我强化</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、校正背离、稳定预期， <b>坚决对单边、顺周期行为予以纠偏</b> ，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	无重大变化
实体经济	落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。 <b>坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。</b>	<b>构建金融有效支持实体经济的体制机制</b> ，落实好加大力度支持科技型企业融资行动方案，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。	1、新增强调对民营经济发展壮大的金融支持 2、新增强调盘活存量，提高资金使用效率。
绿色金融	以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	无重大变化
消费金融	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务	无重大变化
就业	继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度	继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度	无重大变化
房地产	因城施策精准实施差别化住房信贷政策， <b>更好</b> 支持刚性和改善性住房需求， <b>一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求</b> ，促进房地产市场平稳健康发展。加大对 <b>保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造</b> 的金融支持力度，推动 <b>加快</b> 构建房地产发展新模式。	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求， <b>落实新发放首套房贷款利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷款利率下限，推动降低存量首套房贷款利率落地见效</b> ，加大对 <b>“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设</b> 等金融支持力度，推动建立房地产业新发展模式，促进房地产市场平稳健康发展。	1、对住房需求的支持加力 2、新增强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求” 3、“保障性住房建设”排序到最前面
平台企业	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施， <b>推动平台企业规范健康持续发展</b>	没提“推动平台企业规范健康持续发展”
金融开放	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力	无重大变化

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1： 货币政策委员会例会对比分析（2023 年四季度与三季度对比） .....2

## 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