

宏观点评 20231228

四季度央行例会如何为年初货币政策定调？

2023年12月28日

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

相关研究

《中国式“再通胀”：靠什么？怎么干？》

2023-12-27

《11月工业企业利润：到底“好”在哪？》

2023-12-27

■ **央行四季度例会整体延续中央经济工作会议基调**，对比二、三季度来看，央行对货币结构性调整的重视更高。考虑到近期存款利率调节与汇率回升打开了宽松空间，我们认为央行或将明年降息降准的使用时点部分前置到一季度。

■ **关注例会中的两个新表述“均衡投放”与“乘数效应”**：

■ **信贷首提“均衡投放”**。相对三季度，本次例会表述删去了“节奏平稳”，新增“均衡投放”。一是反映投放阶段切换，年末的重点是在今年靠前发力“透支”的背景下保持总量适度与单月平稳，观察10月、11月信贷投放节奏并未出现今年年中的“大小月”振幅过大特征，12月新增信贷料将延续平稳趋势；二是意在为明年定调，明年一季度的信贷“开门红”或有所减弱，调节部分额度至年中投放。

■ **罕见提及“乘数效应”**。央行四季度例会在投资方面少见地新增“提高乘数效应”表述，但这并非政府层面的首次提及：

在2019年末的中央经济工作会议中，重点工作明确“引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域”。

2015年9月召开的国常会强调“中央财政通过整合资金出资150亿元，创新机制发挥杠杆作用和乘数效应”。

今年4月，经济日报刊文《更好发挥政策“乘数效应”》，其中提到“财政政策、货币政策、产业政策、科技政策、社会政策等，既要聚焦重点，也要加强相互之间的配合，更好发挥政策的‘乘数效应’”。

因此站在央行角度，我们理解“乘数效应”意在金融资源的精准有效：地产及传统工业长期占有更多贷款资金，但拉动经济的效能逐渐下降，“乘数效应”下滑，资金需要新投向以扭转趋势。

而今年中央经济工作会议已经部署了提高“乘数效应”的领域，一是“发展新质生产力”，二是“激发有潜能的消费”。方法上，现有资金需盘活存量、提升效能，同时鼓励发展创业投资、股权投资。与已经出台的财政、产业政策协调配合，强化政策统筹，确保同向发力。

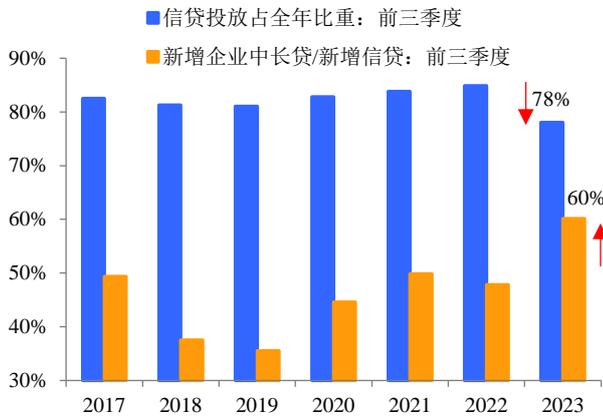
■ **地产“三大工程”的表述顺序调整**。保障性住房建设前提至首位，城中村改造降至第三，顺应中央经济工作会议的变化。结合房地产发展新模式，保障房作为新模式的一环或领先部署，响应“先立后破”。

我们在此前的报告《2024展望：5%还需多大政策加力？》中测算2024年地产相对经济增长5%的目标还有8000亿水平的缺口，保障房建设作为增量手段可能需要年初专项债提前批，或重启PSL提供中长期低成本资金支持开工投资力度以助地产企稳。

本次例会其余表述基本延续了中央金融工作会议与中央经济工作会议中的内容：金融供给侧改革方面注重高质量服务实体“五篇文章”，对支持民企发展的表述增多。

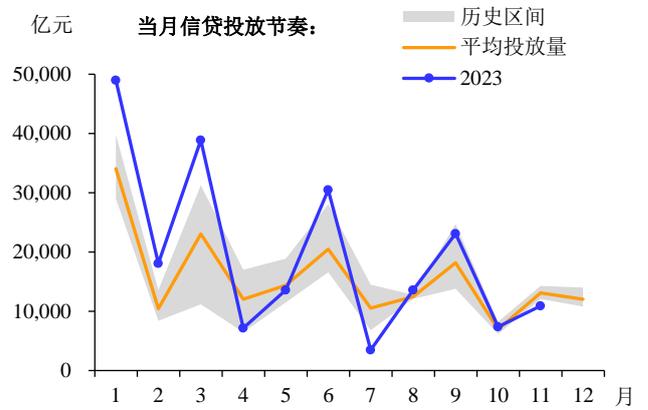
■ **风险提示**：政策定力超预期；出口超预期萎缩；信贷投放量不及预期。

图1: 对公长贷呈现“透支”现象



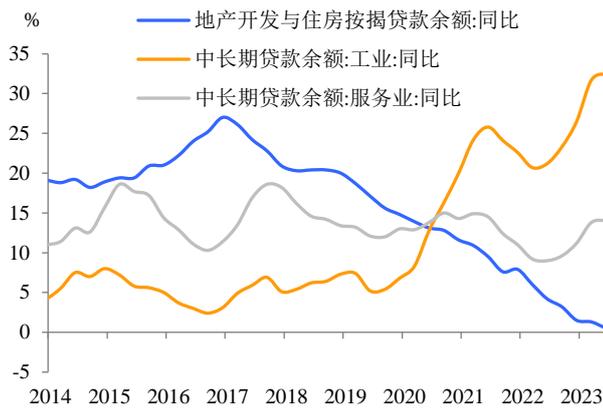
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 今年信贷投放节奏趋于平稳



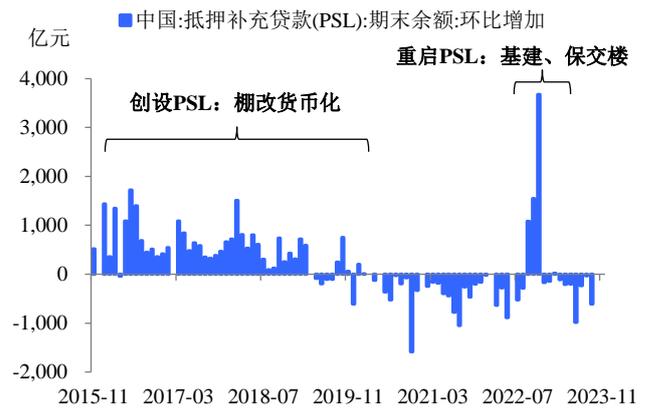
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 资金投向正在变迁



注: 季度数据, 数据截至 2023 年 Q3
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 历史上 PSL 的使用背景



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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),北交所基准指数为北证 50 指数),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>