

盘点 2023：货币政策

主题报告

货币专题暨双循环周报·第 38 期

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ **23Q1：中流击楫。** 一季度疫情冲击迅速消退，在就业的普遍改善拉动下，居民消费如期复苏。房地产销售和开发投资随着疫情大幅缓解而出现一轮持续至 4 月的大幅升温，加之基建和制造业投资维持高位增长态势，房地产市场情绪和总投资情况呈现连续向好的初步迹象。出口超预期大幅高增，市场对出口的谨慎判断迅速转向乐观。在消费需求和房地产市场需求疫后集中释放、出口大幅超预期增长以及美国银行业风险爆发的背景下，人民银行进行“抢跑式”降准，充分体现了货币政策的独立性和主动担当。
- ◆ **23Q2：如履薄冰。** 稳增长稳就业政策导向下，中低收入人群的收入和就业得到保障，大众消费转为复苏主力，大宗商品消费和服务消费复苏力度不及预期。房地产市场的改善不但没有延续，反而骤然陡峭转冷。市场意识到一季度出口高增可能主要源于 2022 年四季度疫情和封控期间积压订单的集中出货，出口预期从动荡中再度冷静下来，对“脱钩断链”压制我国出口的担忧再起，通过汇率再度对人民银行操作形成一定的束缚。美国银行业危机得到了较好的局部控制，美元指数出现新一轮升值，叠加出口下滑，人民币再度明显贬值，人民银行不得不在狭窄的操作空间中艰难平衡稳汇率和国内基建和制造业投资所需要的长期流动性投放。
- ◆ **23Q3：先发制人。** 大众消费从上半年的集中复苏逐步转入稳定增长阶段，服务消费年内首次超过大众消费，成为推升消费的主要力量。政治局会议定调房地产市场供求关系发生重大变化，提出适时调整优化房地产政策，但“兜底”属性较强、不欲再度刺激地产泡沫整体政策导向较为明显。三季度出口环比企稳，同比跌幅见底后呈现初步收窄迹象。美国三季度经济超预期强劲增长，发达经济体“美强非美弱”的格局初步显现，坚定了美联储的紧缩信心。九月底召开的货币政策委员会三季度例会也充分体现了央行稳定汇率、理性宽松不欲再度刺激地产泡沫的决心。
- ◆ **23Q4：力挽狂澜。** 消费内需不温不火，未见明显改善。房地产在政策的不断结构性放松的背景下，仍持续深度调整，更为明确地凸显出中长期结构性因素所决定的深层次特征，央行四季度并未再选择进一步下调 LPR、三季度降息也采取非对称只降一年期的方式，或许在一定程度上也有避免强化市场刺激地产预期的考虑。出口低基数下逐步改善，底部回升。美联储在年内最后一次 FOMC 会议上释放出较为明显的鸽派信号，加之欧央行出乎意料的紧缩性立场，美元指数于 12 月开始进入新一轮的下行通道，并相应大幅降低了人民币的外部贬值压力。人民银行 12 月人民币贬值压力大幅缓解，才相机抉择实施了 8000 亿大规模 MLF 净投放，并且务求审慎而并未采取降准和降息操作。
- ◆ **展望 2024：增强一致性，配合性宽松可期。** 中央经济工作会议提及明年的货币政策要“灵活适度，精准有效”，“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，信用扩张预计保持稳定增速。明年预计货币政策配合更为积极扩张的财政政策实施合理力度的宽松，较大幅度的降准、结构性的小幅降息均可期待。我们维持 2024 年将实施 100BP 的全面降准、20-30BP 的 1Y LPR 和 MLF 利率下调、5-15BP 的 5Y LPR 下调的预测不变。
- ◆ **风险提示：** 美联储超预期紧缩风险；房地产市场恢复速度不及预期风险。

相关报告

- 油价大跌降低成本，推升工业企业利润——工业企业利润点评（2023.11） 2023.12.27
- 住建部、财政部年度工作会议传递何种信号？——华金宏观·双循环周报（第 37 期） 2023.12.23
- 内需动能待夯实，宽松迎来窗口期——经济数据点评（2023.11）暨双循环周报·第 36 期 2023.12.15
- 点阵图脆弱性风险：领先还是滞后？——美联储 FOMC 会议（2023.12）点评 2023.12.14
- 信用尚未稳定，货币仍需主动——金融数据点评（2023.11） 2023.12.13



内容目录

23Q1：中流击楫	3
23Q2：如履薄冰	5
23Q3：先发制人	7
23Q4：力挽狂澜	8
展望 2024：增强一致性，配合性宽松可期	10
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	12

图表目录

图 1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）	3
图 2：美元指数与 1Y 美债、10Y 美债、10Y TIPS 收益率（%）	4
图 3：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）	5
图 4：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）	6
图 5：进出口同比、贸易差额	6
图 6：美国零售同比增速及贡献结构（%）	7
图 7：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）	8
图 8：贷款余额同比及贡献结构（%）	9
图 9：发达经济体主要央行政策利率体系（%）	10
图 10：全球股市：本周除欧洲股市外普遍上涨，A 股创业板指涨幅较多	12
图 11：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：电力设备领涨，传媒板块跌幅较深	12
图 12：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周公用事业领涨，能源板块跌幅较深	12
图 13：美国国债收益率变动幅度：美债收益率整体下行，中短端下行较多	13
图 14：中国国债收益率变动幅度：国债收益率整体下行，向短端倾斜较多	13
图 15：本周国债短端收益率大幅下行（%）	13
图 16：中美 10Y 利差有所扩大（%）	13
图 17：10Y 国开债与国债利差收窄（%）	14
图 18：1Y 信用利差扩大、3Y 收窄（BP）	14
图 19：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	14
图 20：主要央行政策利率（%）	14
图 21：全球汇率：美元指数小幅下行	14
图 22：人民币受美元影响被动升值	14
图 23：本周金价高位上行	15
图 24：本周油价有所下行	15
图 25：12 月中旬焦煤价格继续小幅上行	15
图 26：本周铜价小幅下行	15

中国人民银行近日召开货币政策委员会 2023 年第四季度（总第 103 次）例会，要求“加大已出台货币政策实施力度”，“深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制”。今年年初以来，从货币政策操作、信用扩张结构到汇率波动和掣肘，全年货币政策和传导机制跌宕起伏，牵动人心，时值年末，我们对全年的货币政策决策和背景、信用传导效果和实体经济结构性变化等相关逻辑进行系统的盘点和回顾，以便为展望 2024 年宏观经济政策提供一个坚实的基础。

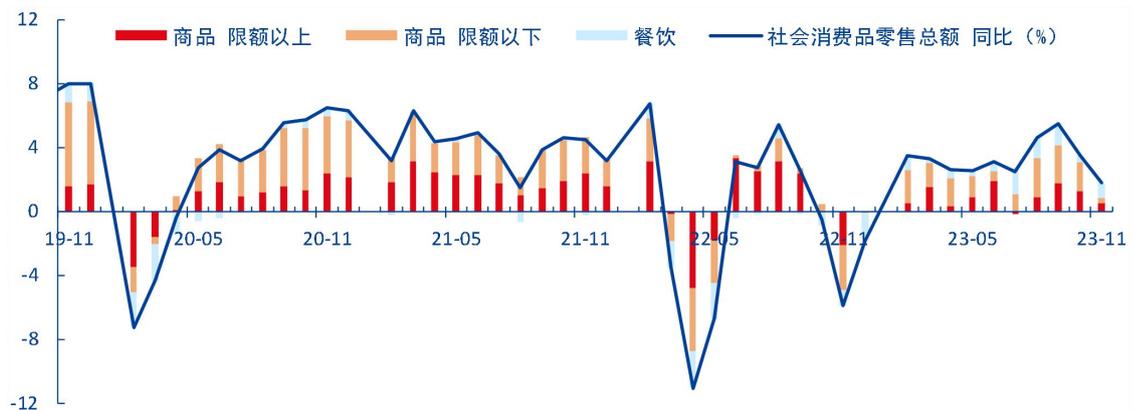
23Q1：中流击楫

岁末年初，市场对国内经济内生复苏动能展望乐观，而海外市场普遍担忧美国经济陷入某种形式的衰退，我国货币政策中性偏松预期强化，美国金融市场风险局部暴发进一步打开人民银行先发制人实施降准等关键投放操作的政策空间，货币政策中流击楫，昂扬激越，在汇率和信用扩张两方面同时形成了支持和促进的积极作用。

2023 年初，中国经济呈现出三大积极特征，信用需求骤然升温，带动货币投放加大、操作更加积极的预期。

一、疫情冲击迅速消退，在就业的普遍改善拉动下，居民消费如期复苏。在经历了 2022 年 11 月-12 月从全国封控范围迅速扩大到急速放开的过程之后，从 2023 年初开始，疫情和防控对消费需求和人员流动劳动力供给的冲击和抑制作用骤然消退，很快出现居民就业的普遍改善（特别是餐饮等接触性服务业和基建等农业户籍人口就业拉动作用较强的领域），以及消费场景恢复所带动的消费迅速复苏同步出现的较为积极的格局。社会消费品零售总额同比增速从 2022 年 11-12 月-5.9%、-1.8%的底部位置大幅反弹至 2023 年 1-2 月和 3 月的 3.5%和 10.6%，限额以下商品、必需品所代表的大众商品消费需求恢复好于中等收入群体为主要需求来源的限额以上商品零售。

图 1：社会消费品零售总额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年，2023 年 3-6 月，10-11 月为两年平均增速

二、房地产销售和开发投资随着疫情大幅缓解而出现一轮持续至 4 月的大幅升温，加之基建和制造业投资维持高位增长态势，房地产市场情绪和总投资情况呈现连续向好的初步迹象。疫情的大幅缓解之后，房地产市场供需两侧出现了一轮 2021 年下半年以来最大幅度的改善，住宅销售面积同比从 2022 年 11-12 月的-40%左右大幅反弹至 2023 年 1-2 月的-0.6%，并在 3 月

转正至 3.5%，是时隔 22 个月以来的首次转正，房地产开发投资跌幅也迅速收窄，对房地产市场情绪形成了较强的提振作用。此外，基建和制造业投资分别维持在 10%以上和 7%左右的高增，投资呈现初步的向好迹象。

三、出口超预期大幅高增，市场对出口的谨慎判断迅速转向乐观。出口在 2023 年 2-3 月从 2022 年四季度的深度下跌中迅速扭转，3 月出现超过 10%的较高正增长，很大程度上扭转美国对华“脱钩断链”政策不断加码所导致的对出口的谨慎情绪，由此也强化了由消费、投资、房地产的阶段性向好表现所带动的乐观情绪。

与此同时，海外市场对美联储持续近一年的急速加息有可能导致美国经济陷入衰退的担忧日益增强，加之 3 月初美国部分商业银行挤兑风险爆发，长端美债收益率和美元指数大幅下行。3 月初美国银行业风险爆发给美联储的紧缩操作带来了寻找实体经济和金融体系间微妙平衡点的不确定性，3 月的 FOMC 会议虽然决议再度加息 25BP 至 4.75%-5% 区间，但同时四季度实际 GDP 同比展望在 2022 年 12 月已经很低的预测基础上进行了进一步的下修，市场由此开始预测美联储可能提前降息，降息预期最强时甚至提早至 2023 年 6 月之前。美元指数一季度延续了 22Q4 以来的下行趋势，至 4 月中旬一度跌至 101.0 附近，较 2022 年底低 2.5%。

图 2：美元指数与 1Y 美债、10Y 美债、10Y TIPS 收益率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

在消费需求和房地产市场疫后集中释放、出口大幅超预期增长以及美国银行业风险爆发的背景下，人民银行进行“抢跑式”降准，充分体现了货币政策的独立性和主动担当。今年一季度，居民消费需求和房地产市场需求在疫情冲击消退后出现了一轮大规模的集中释过程，出口也出现了超预期的大幅增长，各方面经济数据整体较为符合市场对于今年经济疫后恢复的乐观展望，加之美联储的加息进程受到了美国银行业危机的冲击，人民币出现一轮幅度较大的升值，至 2 月初兑美元中间价一度升至 6.71 附近，而在 2022 年底仅为 6.96 左右。人民币的大幅升值为人民银行的货币政策操作打开了充分的空间，年初企业中长贷的火热高增也使得商业银行的长期流动性需求亟待得到满足。3 月 17 日，人民银行在美联储 FOMC 会议召开前一周“抢跑式”宣布降准 25BP，幅度精准进退有据，一定程度上也弥补了 1-2 月未降准而导致的长期流动性短缺局面，充分体现了我国货币政策的独立性和靠前发力的主动担当，为全年货币政策中性偏松的稳增长稳就业政策导向打下了基础。

23Q2：如履薄冰

积压需求疫后集中释放阶段过去，进入二季度，市场的乐观展望未能体现在经济现实中，有效需求不足的问题日益显现，实际 GDP 同比增速显著低于市场和我们的预期，对货币政策进一步进行相对宽松操作以维持市场信心，为实体经济和商业银行提供呵护提出了更高的要求。

一、稳增长稳就业政策导向下，中低收入人群的收入和就业得到保障，大众消费转为复苏主力，大宗商品消费和服务消费复苏力度不及预期。一季度居民消费需求集中释放之后，零售明显走弱，结构分化加剧，中等收入群体作为主力人群的可选商品消费大幅走弱，大众消费呈现稳健复苏的态势。五一假期期间，人均旅游消费支出并未较春节出现明显改善，仍然较为明显地低于 2019 年同期，整体依旧符合零售的分化结构，主要依靠大众服务消费拉动，人均旅游消费支出仅为 2019 年的约 85%。国内消费需求动能仍然不足的情况逐步显现出来。

图 3：限额以上商品零售同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年，2023 年 3-6 月，10-11 月为两年平均增速

二、房地产市场的改善不但没有延续，反而骤然陡峭转冷，价量两方面的收缩令市场的注意力从疫情缓解的乐观情绪中逐步冷静下来，开始关注房地产市场深度调整所导致的财富效应缩水问题，以及与此相关度较高的“超额存款”问题。进入二季度，房地产市场骤然降温，住宅销售面积、房地产开发投资增速（考虑到 2022 年同期上海等多地封控的低基数影响，两年平均增速表现更为显著）都陡峭下滑，一方面凸显出本轮房地产市场深度调整主要源于人口结构变化、产业结构布局失衡导致的城市人口吸引力差异、以及居民收入预期较前些年有所降温等中长期结构性因素所共同导致，而 2021 年中的一轮一线城市地产需求政策的收紧可能并非主要原因。另一方面，作为居民最大的财富贮藏手段，席卷包括一线在内主要城市的房价下跌证伪了 2022 年居民部门“超额存款”可自发转化为 2023 年超强消费的观点，符合我们对于“超额存款”源于包括房地产、股票市场、理财产品市场等在内的金融地产市场收益率预期不佳而导致的“存款回流”的判断，房地产市场的连续降温可能是导致限额以上消费表现全年始终差强人意的重要原因。

图 4：固定资产投资、房地产、制造业、基建投资单月同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：2020-2021 年为两年平均增速

三、伴随着出口增速的大幅回调，市场意识到一季度出口高增可能主要源于 2022 年四季度疫情和封控期间积压订单的集中出货，出口预期从动荡中再度冷静下来，对“脱钩断链”压制我国出口的担忧再起，通过汇率再度对人民银行操作形成一定的束缚。

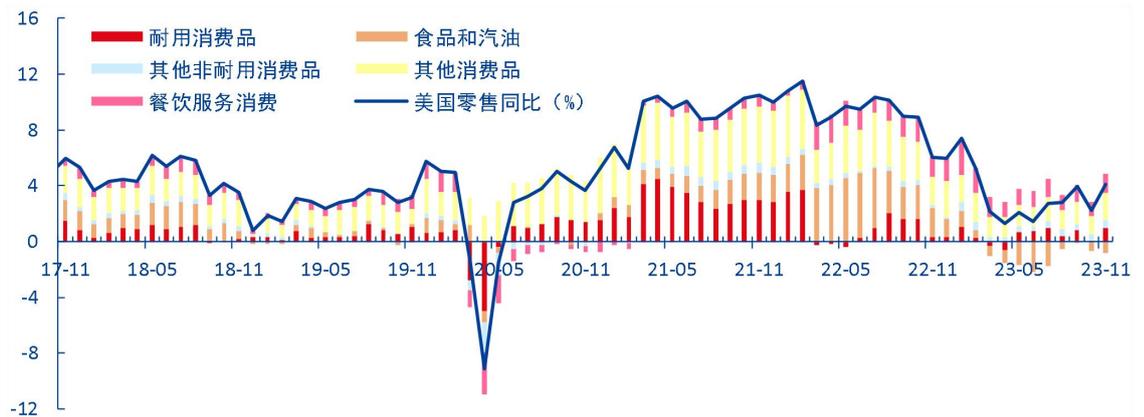
图 5：进出口同比、贸易差额



资料来源：CEIC，华金证券研究所

而海外方面的变化也不是单向的，美国银行业危机得到了较好的局部控制，薪资增速、通胀都呈现出加息以来的首次企稳具有黏性的迹象，美元指数出现新一轮升值，叠加出口下滑，人民币再度明显贬值，人民银行不得不在狭窄的操作空间中艰难平衡稳汇率和国内基建和制造业投资所需要的长期流动性投放。时值 4 月中旬，美国银行业风险已经在较大程度上暴露完毕，主要集中在个别几间资产端持有长期美债和 MBS 比例过大的中型商业银行方面。随着美联储承诺给予足够的短期流动性支持，并协调一些大型商业银行对出现挤兑风险的中型商业银行进行收购，金融市场恐慌并未蔓延。也正是在今年的二季度，代表美国居民商品消费需求的零售同比增速见底后开始回升，薪资增速、通胀都在本轮加息周期开始以来首次呈现出高位黏性，薪资通胀螺旋讨论升温，美元指数回升，至 6 月上旬达到 104.1 的高位，人民币中间价 5 月中旬跌破 7.6 月上旬跌至 7.1 附近。至 6 月中旬到 7 月中旬，因海外市场发酵美国通胀走弱预期而降息预期再起，美元指数才再度大幅回落，至 7 月中旬一度短暂跌破 100 以下。人民银行的货币政策操作除在 6 月下旬决定小幅降息 10BP 之外，并无其他积极主动的偏松操作。

图 6: 美国零售同比增速及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所 注: 2020 年 3 月-2022 年 2 月为两年平均增速

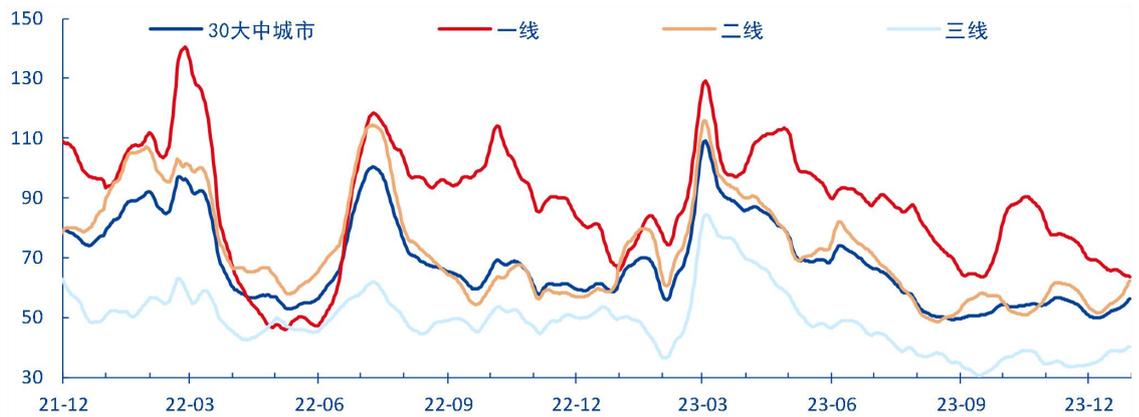
23Q3: 先发制人

三季度大众消费峰值基本结束，消费进入稳定复苏阶段，出口也接近底部，房地产投资持续探底的过程中，服务消费成为 Q3 实际 GDP 增速超预期增长的主要助推力量，在美元指数高位带来的外部贬值压力下，人民银行主动出击、相机抉择，在美元指数偏弱的关键窗口期连续实施幅度合理的降准降息，再度采取先发制人的抢先操作。

一、大众消费从上半年的集中复苏逐步转入稳定增长阶段，服务消费年内首次超过大众消费，成为推升消费的主要力量。三季度国内商品消费筑底，服务消费由于去年基数较低而成为推升三季度实际 GDP 增速的最主要来源，但可持续性不强。7 月底政治局会议后房地产政策结构性放松逐步向一线城市推广，一度推动房地产市场在九月下半月迎来温和改善，中等收入群体的财富效应预期也一度得到一定的稳定效果，商品消费的底部企稳、服务消费的低基数下高增共同带动三季度实际 GDP 同比增速超市场预期，但低基数所带来的高增可持续性显然是较弱的。

二、政治局会议定调房地产市场供求关系发生重大变化，提出适时调整优化房地产政策，但“兜底”属性较强、不欲再度刺激地产泡沫整体政策导向较为明显。7 月 24 日召开的中共中央政治局会议强调房地产市场处于供求关系发生重大变化的新形势下，会议不再强调“房住不炒”，而是提出要“适时调整优化房地产政策”，明确强调要加大保障性住房建设，以及盘活改造各类闲置房产，并于此后先后推出以认房不认贷、调降首付比例和贷款利率、改善性住房税费减免等为代表的房地产政策结构性放松，并与 8 月底开始逐步向一线城市推广。但本轮结构性放松的“兜底性”政策导向较为明显，反而是更加关注释放改善性住房的存量需求和保障性住房建设，我们始终强调不应过度期待新一轮的房地产市场泡沫。政策推广后，仅二线城市商品房销售面积在三季度末出现短期小幅改善，一线和三线城市并未呈现稳定改善的趋势。

图 7：月均 30 大中城市商品房成交面积与疫情前数年均值之比（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

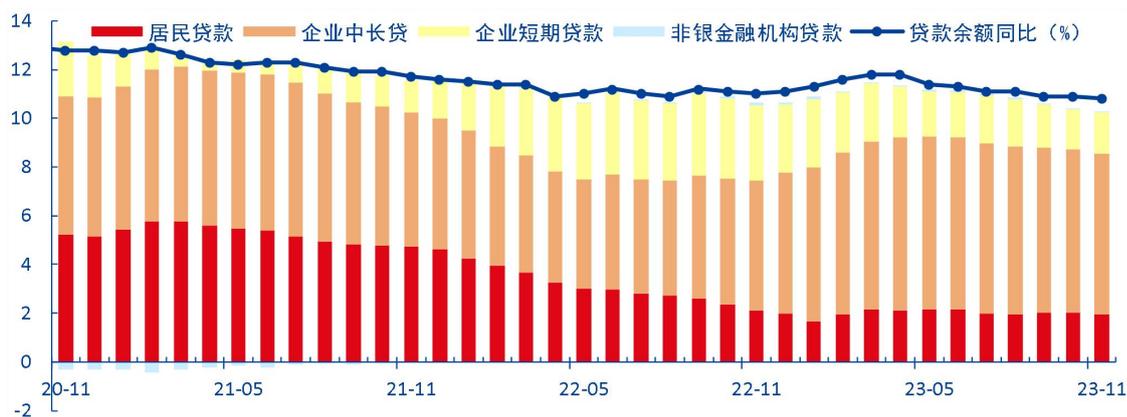
三、三季度出口环比企稳，同比跌幅见底后呈现初步收窄迹象，“脱钩断链”背景下，技术突破成为支撑出口回升的中坚力量。在海外商品消费需求缓慢降温的背景下，Q3 出口基本达到年内底部水平并逐步回升，当前美国对华采取“脱钩断链”政策的意图并未改变，后续唯有通过加大自主研发的力度，进一步实现技术突破，才能取得更大的自主权，推动出口回升。

海外方面，美国三季度经济超预期强劲增长，发达经济体“美强非美弱”的格局初步显现，坚定了美联储的紧缩信心。美国三季度 2.9% 的实际 GDP 同比增速同样大幅超出了美联储的预期，虽然美联储自 9 月的 FOMC 会议开始即暂停加息，但美国经济的强劲表现和“美强非美弱”的格局令美元指数在三季度的表现仍然十分强劲，至 9 月底一度突破 106 的高位水平。为进一步呵护商业银行净息差，人民银行于 8 月再度实施向短端倾斜的降息操作，1Y LPR 下调 10BP、同时维持 5Y LPR 利率不变；而考虑到美国经济强劲表现、美元指数强势高位的外部贬值压力，人民银行在 9 月的流动性上再度抢在美联储 FOMC 会议召开前采取了效率最高、成本最低的降准 25BP，而本次降准操作、以及长端利率不降的结构性降息操作，在“时”和“量”的选择上都是相当精确的，兼顾了流动性投放和稳定人民币汇率预期的双重效果。九月底召开的货币政策委员会三季度例会也充分体现了央行稳定汇率、理性宽松不欲再度刺激地产泡沫的决心。

23Q4：力挽狂澜

四季度消费投资并未呈现明显改善迹象，出口低基数下增速连续改善，外部压力有所缓解，人民币汇率底部回升，人民银行先是在外汇市场上力挽狂澜，后于年底汇率回升后实施了较大力度的 MLF 长期流动性净投放。

图 8：贷款余额同比及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

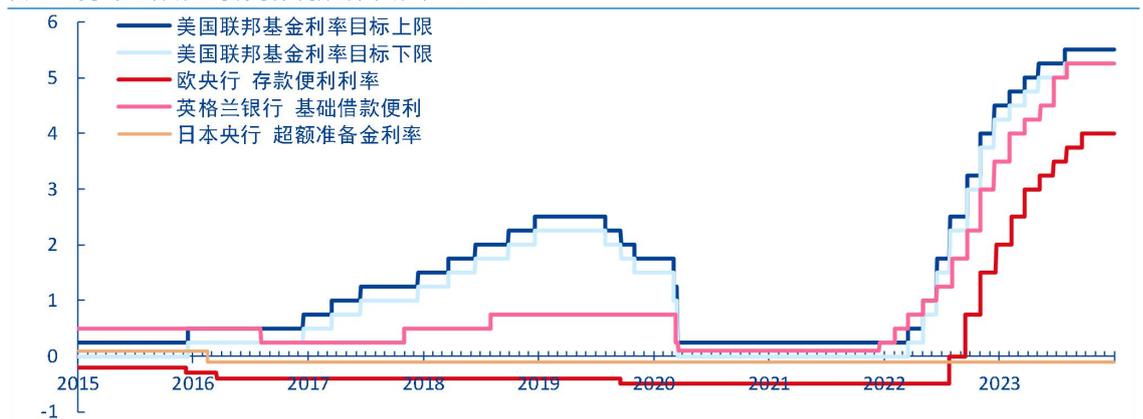
一、消费内需不温不火，未见明显改善。四季度零售消费以两年平均增速来看再度小幅降温，一方面大众消费复苏峰值已过，动能有所衰减；另一方面限额以上商品零售为代表的中等收入人群为主的大宗可选消费也不温不火。考虑到大众消费复苏的不可持续性，展望未来消费内需最终仍系于中等收入群体的财富效应和收入预期。中央经济工作会议着重强调要“扩大中等收入群体”，相对弱化了大众消费的疫后恢复拉动作用，预计 2024 年在房价预期企稳、财政扩张二次分配改善中等收入群体收入预期的前提下，大宗可选商品消费和中高档服务消费或将加速复苏。

二、房地产在政策的不断结构性放松的背景下，仍持续深度调整，更为明确地凸显出中长期结构性因素所决定的深层次特征，“三大工程”的讨论开始向更具长期结构优化属性的购买力较低的“三类人群”倾斜，正式宣告了经济政策不会以刺激地产市场泡沫作为短期稳增长的主要手段，也增强了经济政策强化一致性、有效稳定中等收入群体财富效应和收入预期的必要性。10-11 月，尽管基数再度开始走低，房地产开发投资同比却并未如市场所期待出现明显的改善，显示当前居民对房地产市场的预期仍然较弱，开发商的观望和谨慎情绪也仍在蔓延。12 月中旬，北京上海即稍早前的深圳都决定调降二套房首付比例，但力度相对仍是比较有限的，是兜底性的政策。受政策结构性放松的影响，一线城市一度在 9 月间出现住宅购置需求的一轮集中释放，但反弹幅度较为温和且持续时间较短，10 月至今再度降温，市场普遍期待推出更大力度的、接近 2015-2016 年认贷不认房+货币化棚改时期的需求刺激政策。但从更具结构性的长期视角分析，本轮房地产市场的深度调整，更多应归因于人口结构的加速老龄化、区域发展不平衡情况的加剧、以及一线城市为代表的房价收入比偏高问题长期得不到纠正等中长期结构性因素，而并非需求侧政策可完全解释。近期住建部年度会议重提房住不炒，要求适应新形势，稳妥处置风险，并明确强调保障性住房等“三大工程”建设旨在“加快解决新市民、青年人、农民工住房问题”，“在住房领域创造一个新赛道”以合理保障的兜底思维为核心，并非通过“三大工程”刺激新的供需过热。央行四季度并未再选择进一步下调 LPR、三季度降息也采取非对称只降一年期的方式，或许在一定程度上也有避免强化市场刺激地产预期的考虑。

三、出口低基数下逐步改善，底部回升。消费电子、汽车等高附加值率商品出口四季度表现较为亮眼，出口的环比企稳、同比低基数下的连续改善，也一定程度上助力了四季度的人民币升值过程。

海外方面，美联储在年内最后一次 FOMC 会议上释放出较为明显的鸽派信号，加之欧央行出乎意料的紧缩性立场，美元指数于 12 月开始进入新一轮的下行通道，并相应大幅降低了人民币的外部贬值压力。人民银行在 10-11 月贬值压力相对较大的阶段呈现出较强的稳预期决心和巨大的国内货币政策操作定力，至 12 月人民币贬值压力大幅缓解，才相机抉择实施了 8000 亿大规模 MLF 净投放，并且务求审慎而并未采取降准和降息操作。今年以来，在外部紧缩周期的压力下，CNY 汇率持续低位徘徊，一定程度上限制了人民银行的货币政策操作，特别是 10-11 月，美元指数持续维持在年内较高区间，人民银行持续传递稳定汇率的坚强决心，在外汇市场上我们也看到其“力挽狂澜”的重要效果。直至 12 月中旬，在人民币汇率底部回升，外部压力显著缓和的情况下，才相机抉择，采取了净投放 8000 亿 MLF 的长期流动性投放操作，我们测算约对应 40BP 降准所能释放的流动性，加之较大规模的年末逆回购投放，可基本满足商业银行的跨年流动性需求，也避免了大规模降准可能引发的人民币再度贬值风险。而考虑到对现代化产业体系建设长期流动性支持，降准无疑是效率最高、成本最低的投放工具，预计 1 月份 FOMC 会议召开前是下一个降准的时间窗口，我们维持将在 1 月底之前公告实行 50BP 降准的预测不变；同时，为维护商业银行净息差，可持续性地支持实体经济投资，预计将继续实施向 1Y LPR 倾斜的小幅降息操作。

图 9：发达经济体主要央行政策利率体系（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

展望 2024：增强一致性，配合性宽松可期

中央经济工作会议提及明年的货币政策要“灵活适度，精准有效”，“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”，信用扩张预计保持稳定增速。如果说跨周期调节重在熨平周期，平滑短期波动的话，逆周期调节就反映了更加积极主动推升经济潜在增长趋势的导向。在强化逆周期和跨周期调节的总体要求下，本次对货币政策的定调在“精准有效”这一基本延续下来的要求基础上，增加了“灵活适度”的提法，更凸显出货币政策明年偏松操作的空间有所打开。对于社融、货币供应量增速的大致目标，本次会议将此前“同名义经济增速基本匹配”的笼统说法精确化为“同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，通过与价格预期而不是已实现的名义增速相挂钩，可在通胀超预期偏低的环境下，很大程度上避免市场对信用扩张速度被动压降的担忧和预期扰动，而今年特别是下半年以来，后一种情况已经在市场上多次出现，与价格预期挂钩有利于市场形成较为一致的明年信用扩张仍将以较为稳定的速度增长的良好预期。“发挥好货币政策工具总量和结

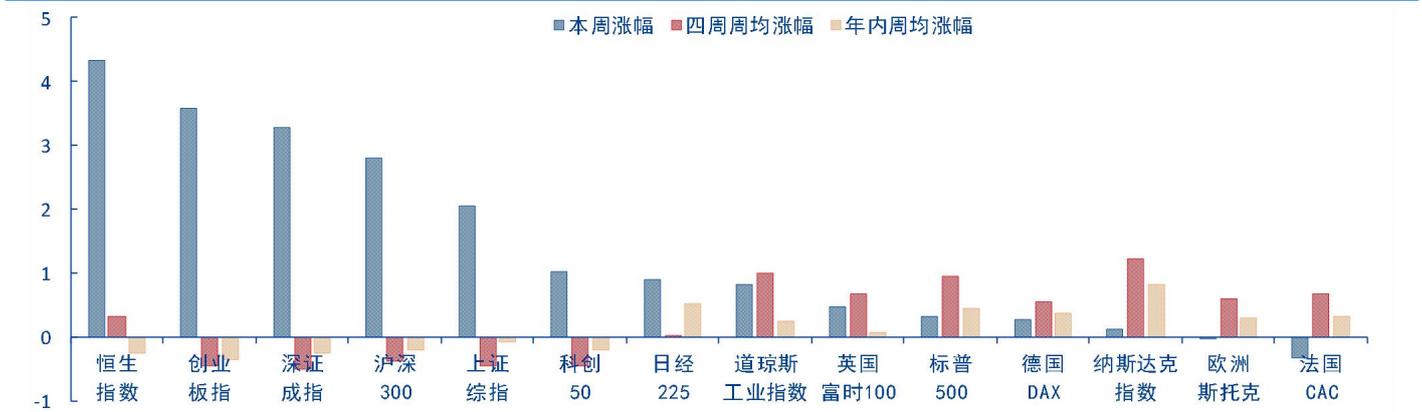
构双重功能，盘活存量、提升效能”，则进一步明确了货币政策支持实体经济高质量发展和为先进制造业企业提供融资便利的定位，充分发挥货币政策的信用创造能力，降低先进制造业企业的融资成本、大幅提升企业中长贷的增速，明年的货币政策方向仍然是以中性偏松为主。此外，在金融机构的融资支持方面，本次会议首先提及了科技创新，与我们前文论述的今年首要政策导向——支持先进制造业企业发展和现代化产业体系建设政策导向一致，也符合中央金融工作会议对金融高质量发展的根本要求。

增强宏观政策取向一致性，加强“财政、货币”等政策“协调配合”，加之“促进社会综合融资成本稳中有降”的要求，明年预计货币政策配合更为积极扩张的财政政策实施合理力度的宽松，较大幅度的降准、结构性的小幅降息均可期待。针对财政政策与货币政策、以及其他经济和宏观政策的潜在不一致问题，本次会议特别明确强调“**要增强宏观政策取向一致性。加强财政、货币、就业、产业、区域、科技、环保等政策协调配合**”，“**强化政策统筹，确保同向发力、形成合力**”，从而在财政政策“适度加力”的背景下，货币政策有必要实施合理力度的宽松配合，以避免因财政扩张引发长端利率上行而导致对包括制造业企业、房地产基建行业等更为广泛的领域形成投资挤出和抑制效应。加之本次会议较去年会议新增了“促进社会融资成本稳中有降”的要求，财政扩张的同时货币政策实施合理力度的宽松格局已经相对明朗。三季度《货币政策执行报告》中已经详细阐述了“积极主动加强货币政策与财政政策协同”以及货币政策“主动补位”的核心逻辑（详细分析可参考《货币财政和衷共济，降准降息年内可期——<货币政策执行报告>（2023Q3）点评》2023.11.27），明年货币财政同步扩张的政策基调已经基本确立，加之今年三季度以来，罕见地出现了银行间资金面利率水平长期高于政策利率且利差扩大的情况，在明年扩张性财政政策的基础上，未来需采取更大力度的降准操作以高效率投放充足的流动性，才能维持商业银行的信用派生能力以为实体经济提供更强的融资保障。我们维持 2024 年将实施 100BP 的全面降准、20-30BP 的 1Y LPR 和 MLF 利率下调、5-15BP 的 5Y LPR 下调的预测不变。

风险提示：美联储超预期紧缩风险；房地产市场恢复速度不及预期风险。

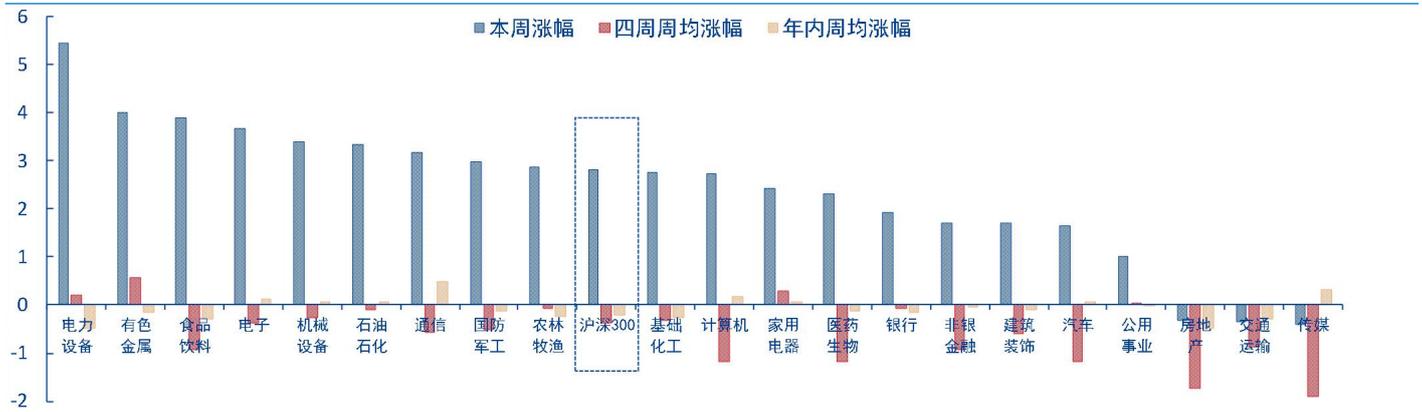
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市: 本周除欧洲股市外普遍上涨, A 股创业板指涨幅较多



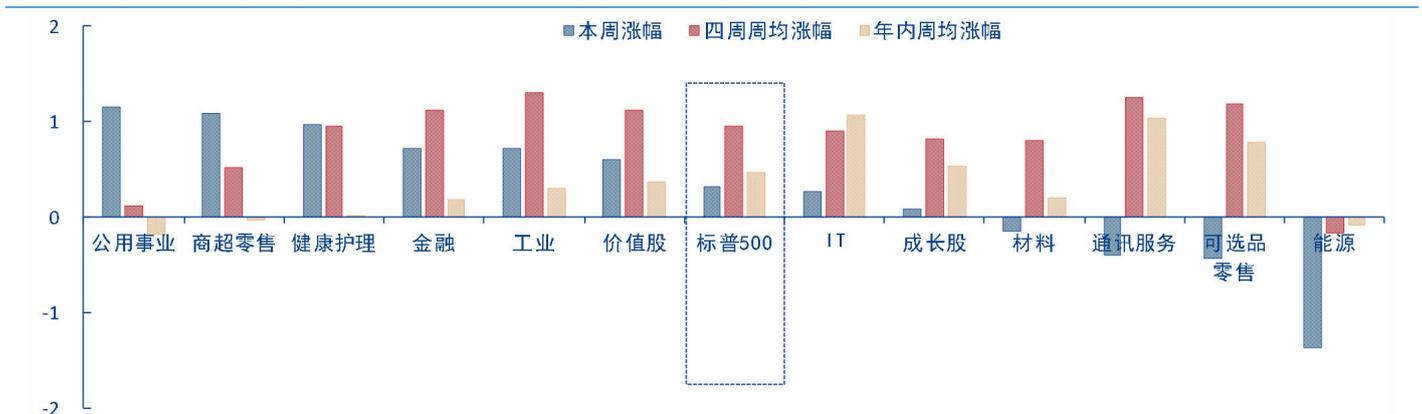
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 电力设备领涨, 传媒板块跌幅较深



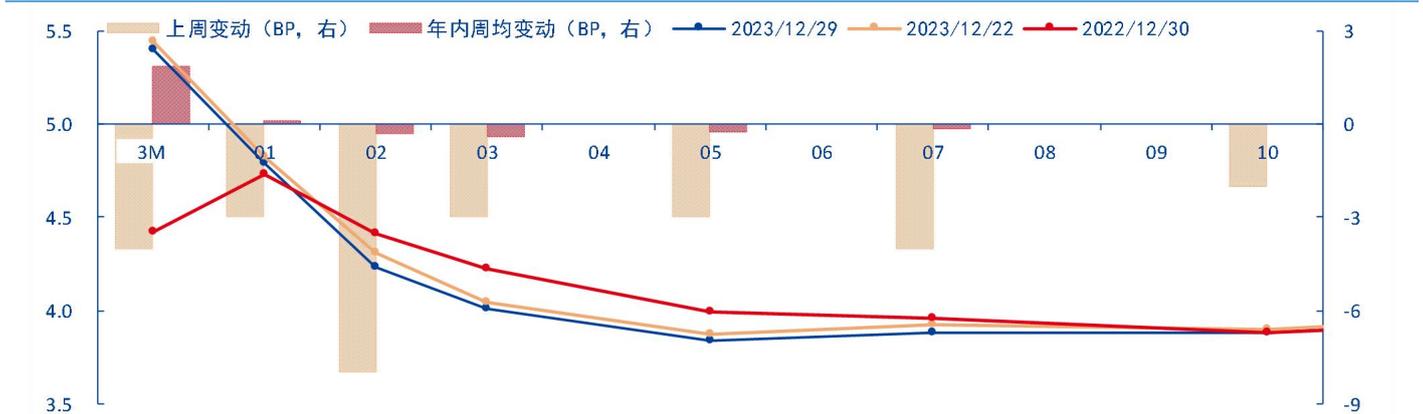
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 本周公用事业领涨, 能源板块跌幅较深



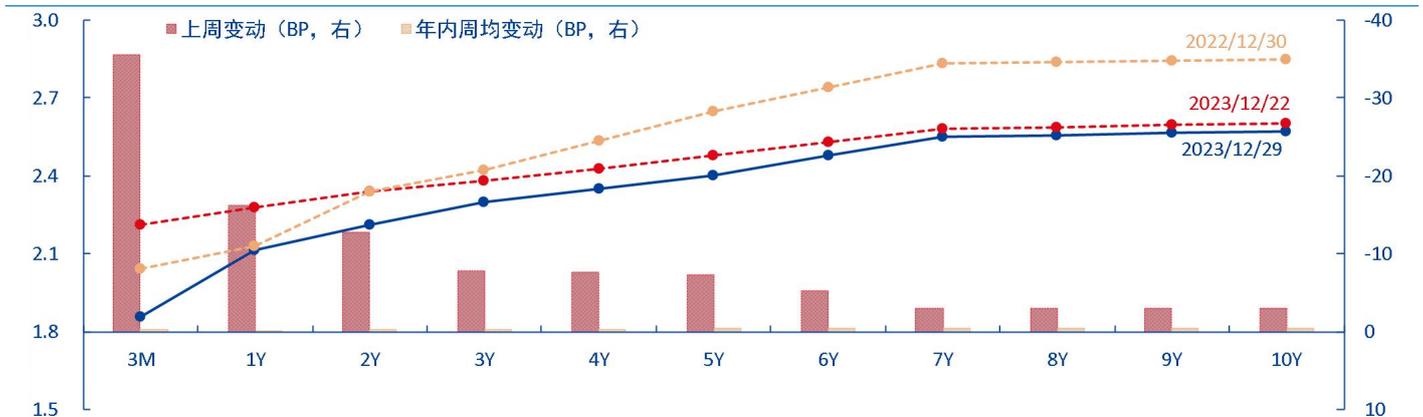
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 美国国债收益率变动幅度: 美债收益率整体下行, 中短端下行较多



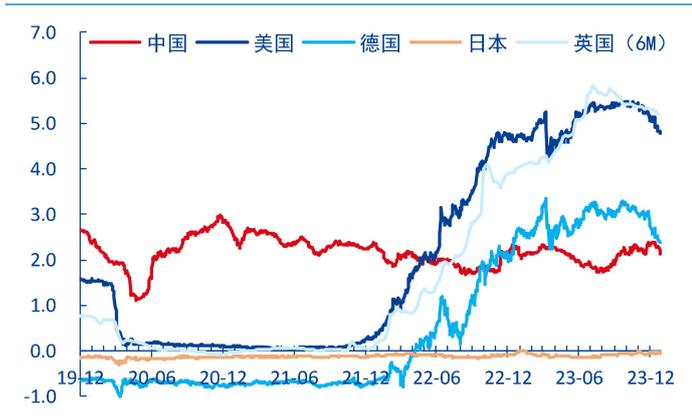
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 中国国债收益率变动幅度: 国债收益率整体下行, 向短端倾斜较多



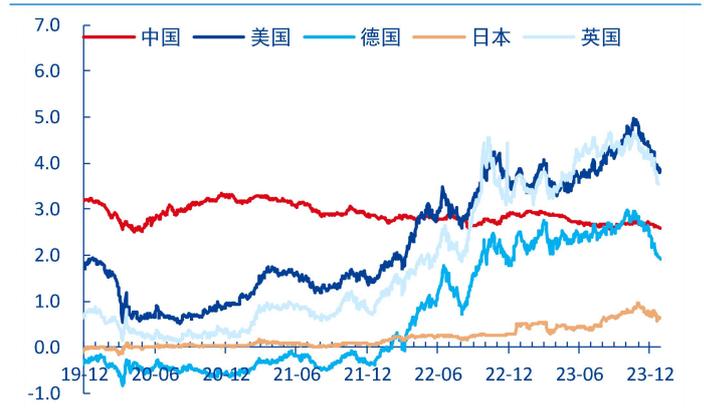
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 本周国债短端收益率大幅下行 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)



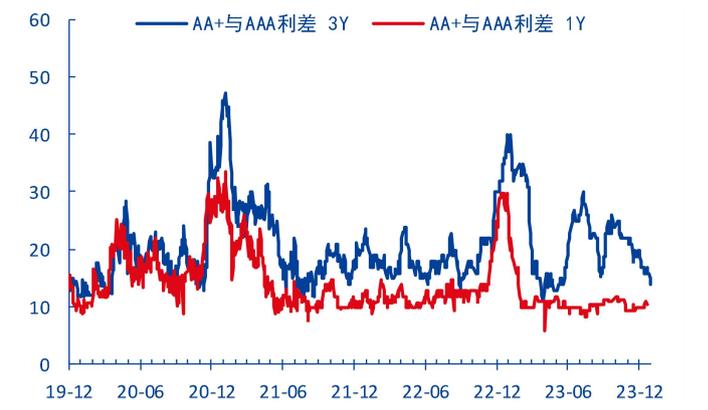
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: 10Y 国开债与国债利差收窄 (%)



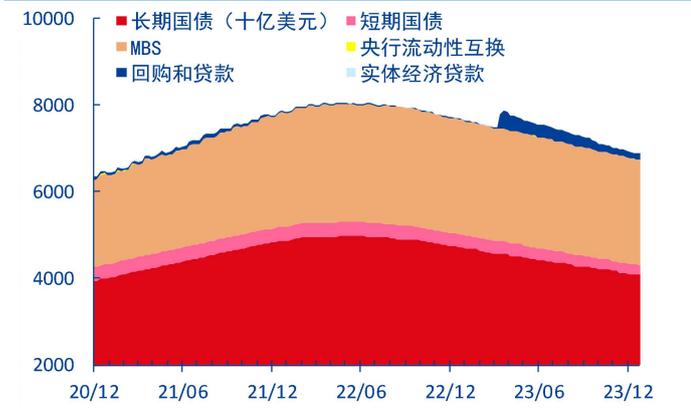
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 1Y 信用利差扩大、3Y 收窄 (BP)



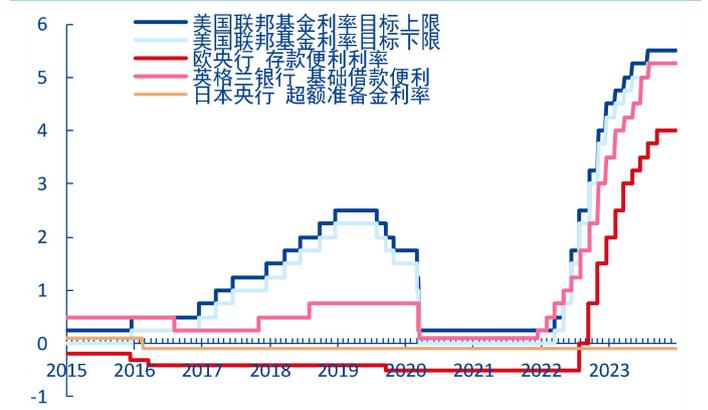
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



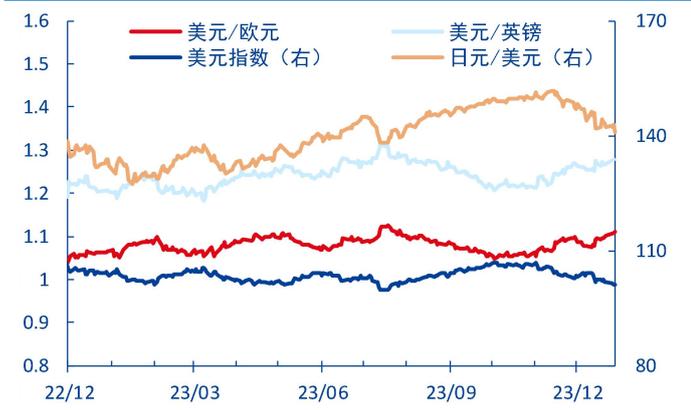
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 20: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 21: 全球汇率: 美元指数小幅下行



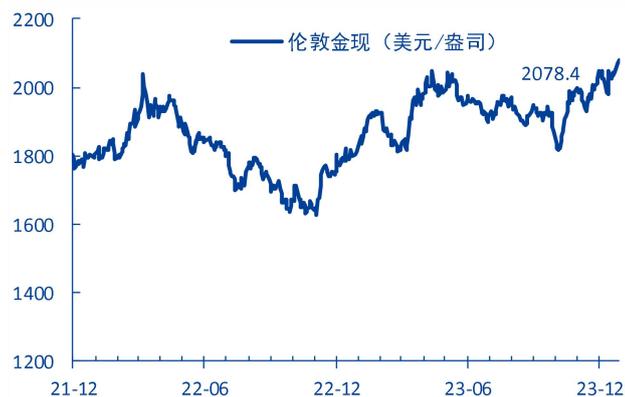
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 22: 人民币受美元影响被动升值



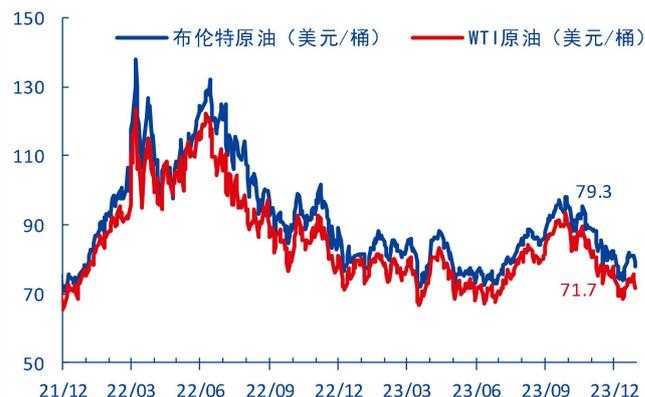
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 23: 本周金价高位上行



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 24: 本周油价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 12 月中旬焦煤价格继续小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 26: 本周铜价小幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn