



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

重申四匹配原则，延续宽货币与稳信用

——2023 年央行四季度例会点评

日期： 2023年12月29日

分析师： 张河生

Tel: 021-53686158

E-mail: zhanghesheng@shzq.com

SAC 编号: S0870523100004

相关报告：

《第四轮存款利率调降或启动，1月大概率降息》

——2023年12月22日

《能源跌价助力美国通胀放缓，关注服务涨价》

——2023年12月18日

《如期不加息，美联储转鸽》

——2023年12月18日

■ 主要观点

央行积极评价 2023 年的自我表现，2024 年有望继续宽货币。

回顾 2023 年的经济金融形势，央行为经济回升向好创造了较好的货币金融环境。量方面，金融支持实体经济并防范风险；价格方面，降低存、贷款利率以及维持汇率稳定。后续货币政策定调是灵活适度、精准有效，注重逆周期与跨周期调节，我们认为总量宽货币的周期仍未结束。

重申四匹配原则，价格通缩预期或淡化。

延续 12 月中央经济工作会议的四匹配提法，保持社融、货币供应、经济增长与价格预期相互匹配。即使猪肉价格、原油价格不大幅上涨，由于今年过低的基数，我们认为 CPI 与 PPI 同比增速明年大概率回到正值，通缩风险淡化，央行在价格预期方面的压力不会太大。

政府债券有望继续发力支撑社融增速。

我们认为政府债券可能是支撑社融的重要因素。如果 2024 年中央财政继续加杠杆，可能维持较高的赤字率，就会要求新增较高规模的国债与地方一般债，同时专项债也有可能维持 2023 年的体量，因此新增政府债券有可能维持较高的增速。

地产销售刺激政策或延续，房企融资或迎来改善。

针对地产的描述，我们认为差别化的房贷政策意味着 2024 年有限度的刺激政策如首付比例降低、房贷利率下调可能继续出台。针对房地产企业，三个不低于以及白名单有望逐步落实，地产贷款增速持续下滑的态势有望止住。房地产新模式的三大工程：保障房、城中村改造、平急两用公共设施也会得到货币政策的积极支持。

货币金融配合地方化债，是商业银行信贷增长的看点之一。

除了地产信贷支持政策的落地，信贷合理增长的另外一个看点在于货币金融系统配合一揽子化债。参照 2020 年疫情发生央行推出的 SPV 工具，商业银行给小微企业贷款延期的金额达到 3.7 万亿以及给小微企业的信贷投放达到 1 万亿。商业银行有望在城投企业债务的延期与投放方面发挥重要作用。

■ 投资建议

利率与城投仍有下行空间，地产债或迎来 β 机会。

由于总量宽松的货币环境延续，我们认为此轮降息、降准的周期并未结束，无风险利率仍然具有下行空间。同时一揽子化债进入货币金融配合的阶段，城投利差也有望继续收窄。

另外，自 2023 年 11 月 17 日座谈会提及“三个不低于”等要求后，中央经济工作会议以及央行四季度例会相继提及对房企的融资问题，我们认为后续大概率会落实具体的政策，非国有房企的信贷融资环境有望迎来改善，进而带来地产债利差收窄的行业性机会。

■ 风险提示

经济复苏超预期，宽货币必要性下降；

汇率贬值超预期掣肘货币宽松力度；

美联储降息进程不及预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。