

稳健保障 改革开放

--2024年中国人民银行工作会议解读

核心观点:

2024年1月4日-5日, 2024年中国人民银行工作会议召开。

我们的分析:

央行明确现阶段主要职责: 稳健的体制: 支持经济稳定增长和高质量发展; 保障的体制: 不发生系统性金融风险; 改革的体制: 高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系; 开放的体制: 有序扩大金融高水平对外开放。

中央金融工作会议之后的央行首次工作会议, 立足长远, 推进对外开放和深化金融和机构改革将是央行长期工作的重点。 本次会议在对外开放方面着墨较多, 推进人民币国际化单独成段, 提出“提升境外投资者参与中国债券市场便利度”; “推动离岸人民币市场健康发展” “推动境内外金融基础设施互联互通”等。金融改革和机构改革分别列出, 宏观审慎管理并于金融改革表明仍是“以改革去风险”的思路。机构改革的短期重点则是分支机构改革。

货币政策基调延续中央经济工作会议, 对全年社融增速可以更乐观。 新增强调“注重新增信贷均衡投放”, 代表在“先立后破”的政策框架下, 新旧动能领域贷款的切换会更加稳健。提出“确保社会融资规模全年可持续较快增长”, 结合“价格水平预期目标”加入总量工具逆周期调节中介目标, 2024年社融增速可能超出预期, 是对市场在央行近期强调“提高存量资金使用效率”理解为社融增速放缓的纠偏。

央行自身制度建设秉持内外兼修。 内部将持续健全宏观审慎政策框架和治理机制、提升金融服务和管理水平、推进机构改革和业务流程优化再造工作。构建与经济结构转型相匹配的现代金融统计监测机制, 提升境外来华人员支付服务水平; 外部则参与国际金融治理, 深化国际金融合作。

政策性开发性金融工具将发挥更重要的作用, 相关改革可能加速推进。 新一轮PSL已启动, 2024年政策性开发性金融工具可能再次重启协同发力, 作为“三大工程”资本金或为专项债项目资本金搭桥。本次会议特别部署“落实政策性开发性金融机构业务分类分账改革方案”, 该项改革将有助于政策性开发性银行在经济结构转型的背景下更好的发挥其逆周期调节的作用。

我们的判断和政策预期:

“构建科学稳健的金融调控体系, 有力有效支持经济稳定增长和高质量发展”的政策框架下, 货币政策将是总量和结构的双重发力。 服务实体经济, “促进社会综合融资成本稳中有降”的背景下, 降息是价格工具的方向。时点选择“兼顾内外均衡”, 内部来看, 逆周期托底经济增长, 协同其他宏观政策的需要, 外部来看中美货币政策周期是重要考量。1月份可能非对称降息, 1季度可能再次降准。

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.美联储货币政策超预期的风险
- 3.中国货币政策超预期的风险
- 4.金融市场的风险

1月4日-5日，2024年中国人民银行工作会议召开。

图1：央行工作会议对比分析（2024年、2023年下半年、2023年）

内容	2024年央行工作会议	2023年下半年央行工作会议	2023年央行工作会议
党建	持续推进全面从严治党		
货币政策-总量工具	稳健的货币政策 灵活适度、精准有效 。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕， 促进社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配 。注重新增信贷均衡投放，提高存量资金使用效率，进一步优化信贷结构， 确保社会融资规模全年可持续较快增长 。价格上，兼顾 内外均衡 ，持续深化利率市场化改革，促进社会综合融资成本稳中有降。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	继续 精准有力 实施稳健的货币政策，持续改善和稳定市场预期，为实体经济稳定增长营造良好的货币金融环境。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。继续深化利率市场化改革，促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降。坚持“两个毫不动摇”，切实优化民营企业融资环境。	精准有力 实施好稳健的货币政策。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。多措并举降低市场主体融资成本。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
货币政策-结构性工具	聚焦“五篇大文章” 支持重点领域和薄弱环节。落实好加大支持力度支持科技型金融融资行动方案。延续实施碳减排支持工具。继续发挥支农支小再贷款、再贴现、普惠小微贷款支持工具服务普惠金融长效机制作用。抓好金融支持民营经济25条举措落实。持续做好乡村全面振兴金融服务工作。延续实施普惠养老专项再贷款	发挥总量和结构性货币政策工具作用，大力支持科技创新、绿色发展和中小微企业发展，着力增强新增长动能	
金融市场	持续加强金融市场建设 建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的金融市场，进一步优化融资结构、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的融资服务。深化金融市场对外开放，提升境外投资者参与中国债券市场便利度。加强金融基础设施建设和管理。		
金融风险	稳妥推进重点领域金融风险防范化解 。指导金融机构按照市场化、法治化原则，合理运用债务重组、置换等手段，支持融资平台债务风险化解。加强对房地产市场运行情况的监测分析。因城施策精准实施好差别化住房信贷政策， 满足各类房地产企业合理融资需求 ，抓好“金融16条”及金融支持保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造等项政策落实。 推动化解中小金融机构风险 ，推动重点机构风险处置，健全具有硬约束的早期纠正机制， 强化存款保险专业化、常态化风险处置职能 。持续强化金融稳定保障体系	支持房地产市场平稳健康发展。落实好“金融16条”，延长保交楼贷款支持计划实施期限，保持房地产融资平稳有序，加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。因城施策精准实施差别化住房信贷政策，继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求。指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率。 切实防范化解重点领域金融风险 。统筹协调金融支持地方债务风险化解工作。进一步完善金融风险监测、评估与防控体系，继续推动重点地区和机构风险处置，强化风险早期纠正，丰富防范化解系统性风险的工具和手段，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。	持续推动金融风险防范化解 。进一步发挥国务院金融委办公室牵头抓总作用。健全金融稳定保障基金管理制度。
对外开放	积极参与国际金融治理，深化国际金融合作，推动高水平开放。依托二十国集团、国际货币基金组织、国际清算银行等平台，推进全球宏观政策协调。积极参与多边开发机构治理，深化双边务实金融合作。着力推动金融业高水平开放。 有序推动境内外金融基础设施互联互通 。积极参与涉及金融业的国际贸易规则研究制定。稳步推进外汇领域改革开放。	深化金融国际合作和金融业高水平开放。积极参与全球金融治理，推进全球宏观政策协调。主动推进绿色金融国际合作。稳步扩大金融领域规则、规划、管理、标准等制度型开放。简化境外投资者投资中国程序，丰富可投资资产种类。	持续深化国际金融合作和对外开放 。做好二十国集团可持续金融牵头工作。稳步扩大规则、规划、管理、标准等制度型开放。有序推进人民币国际化。
人民币国际化	稳健扎实推进人民币国际化 。进一步完善便利人民币跨境使用政策体系，推动重点企业、重点领域、重点地区人民币使用。优化人民币清算行布局，加强国际间货币合作，推动 离岸人民币市场 健康发展。加强跨境人民币业务监管。加大跨境支付系统建设和拓展力度。	进一步便利境外投资者增持人民币资产，有序推进人民币国际化。	
金融改革	持续深化金融改革 。进一步健全 宏观审慎政策框架 和治理机制，持续优化宏观审慎压力测试机制，完善重点领域宏观审慎管理。深化金融机构改革，推进建设中国特色现代金融体系。支持补充商业银行资本， 落实政策性开发性金融机构业务分类分账改革方案 。		持续完善宏观审慎管理体系 。优化宏观审慎压力测试机制。强化系统重要性银行监管。加强金融控股公司监管。 持续深化金融改革 。继续完善金融基础设施统筹监管框架。 加强平台企业金融业务常态化监管 。继续深化外汇领域改革开放。
金融服务和管理	持续提升金融服务和管理水平 。加快推进重点金融法治工作。继续做好金融支持区域改革发展工作。加强调查研究，完善参事制度。构建与经济结构转型相匹配的现代金融统计监测机制。着力提升境外来华人员支付服务水平，持续推动优化境外银行卡受理环境、提升手机支付便利性，引导重点银行和支付机构优化我国居民和境外来华人员账户服务。强化现金服务与管理，扎实开展整治拒收现金专项行动，加大处罚和公告力度。稳妥推进数字人民币研发应用。有序推进金融科技系统整合。加快推进国家金库工程建设。加强征信和反洗钱监管。	持续提升金融服务和管理水平。统筹推进重点立法修法项目。深化统计分析大数据应用试点工作。深入开展涉赌涉诈“资金链”治理。持续推动数字人民币研发试点。稳步建设国库信息化项目。全面加强征信监管和反洗钱工作。进一步提升金融研究和参事建言献策质效。	全面提升金融服务和管理水平 。持续推进金融立法。扎实做好金融统计和研究工作。不断提升支付监管质效。深化金融科技应用与管理。强化人民币现金管理。有序推进数字人民币试点。持续提升国库业务信息化水平。全面加强征信体系建设。扎实开展反洗钱监管。强化金融消费者权益保护。
机构改革	扎实推进机构改革和业务流程优化再造工作 。落实好分支机构改革方案，统筹推动业务流程再造、信息系统升级、制度机制调整等工作。		
汇率政策		加强和改善外汇政策供给，维护外汇市场稳健运行。密切关注跨境资金波动情况，加强宏观审慎管理和预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。推动银行健全汇率风险管理服务长效机制，加强对重点主体汇率避险支持。深入推进贸易外汇便利化等政策措施，进一步完善跨国公司本外币一体化资金池业务管理框架。完善境外机构投资者境内证券期货投资资金管理。维护外汇市场健康秩序，高压打击地下钱庄、跨境赌博等违法违规活动。完善中国特色外汇储备经营管理。	
			加大金融对国内需求和供给体系的支持力度 。支持恢复和扩大消费、重点基础设施和重大项目建设。坚持对各类所有制企业一视同仁，引导金融机构进一步解决好民营企业融资问题。落实金融16条措施，支持房地产市场平稳健康发展。

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

相较 2023 年 8 月 1 日的 2023 年下半年工作会议，下一阶段的工作部署由六大重点工作升级为十大重点工作。新增的重点工作包括：1、“持续推进全面从严治党”作为首要工作；2、“加强金融市场建设”；3、金融改革；4、机构改革；独立成段变为单独一项工作加以强调：1、结构性货币工具；2、稳审推进人民币国际化。减少的工作：1、汇率政策没有提及，其在 2023 年下半年会议排序第二；2、房地产不再单独列出，合并到金融风险。

一、 推进对外开放和深化金融和机构改革

中央金融工作会议之后的央行首次工作会议，立足长远，推进对外开放和深化金融和机构改革将是央行长期工作的重点。本次会议在对外开放方面着墨较多，推进人民币国际化单独成段，提出“提升境外投资者参与中国债券市场便利度”；“推动离岸人民币市场健康发展” “推动境内外金融基础设施互联互通”等。金融改革和机构改革分别列出，宏观审慎管理并于金融改革表明仍是“以改革去风险”的思路。机构改革的短期重点则是分支机构改革。

二、 货币政策基调延续中央经济工作会议，对全年社融增速可以更乐观

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宏观风险，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宏观风险的需要。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，支持防范化解宏观风险，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标之一。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。

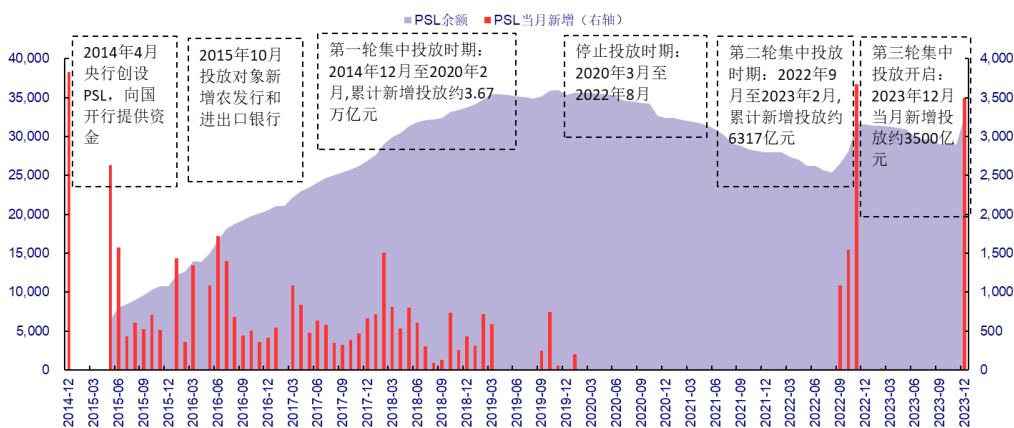
新增强调“注重新增信贷均衡投放”，代表在“先立后破”的政策框架下，新旧动能领域贷款的切换会更加稳健。提出“确保社会融资规模全年可持续较快增长”，结合“价格水平预期目标”加入总量工具逆周期调节中介目标，2024 年社融增速可能超出预期，是对市场在央行近期强调“提高存量资金使用效率”理解为社融增速放缓的纠偏。

三、 政策性开发性金融工具将发挥更重要的作用，相关改革可能加速推进

新一轮 PSL 已启动，2024 年政策性开发性金融工具可能再次重启协同发力，作为“三大工程”资本金或为专项债项目资本金搭桥。本次会议特别部署“落实政策性开发性金融机构业务分类分账改革方案”，该项改革将有助于政策性开发性银行在经济结构转型的背景下更好的发挥其逆周期调节的作用。

回顾 2022 年 9 月-11 月 PSL 连续累计投放 6300 亿元，同时 8 月到 10 月两批政策性开发性金融工具合计投放 7400 亿元。

图2: PSL 投放历史回顾 (亿元)



资料来源：中国人民银行，wind，中国银河证券研究院

四、 我们的判断和政策预期

“构建科学稳健的金融调控体系，有力有效支持经济稳定增长和高质量发展”的政策框架下，货币政策将是总量和结构的双重发力。服务实体经济，“促

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。

进社会综合融资成本稳中有降”的背景下，降息是价格工具的方向。时点选择“兼顾内外均衡”，内部来看，逆周期托底经济增长，协同其他宏观政策的需要，外部来看中美货币政策周期是重要考量。

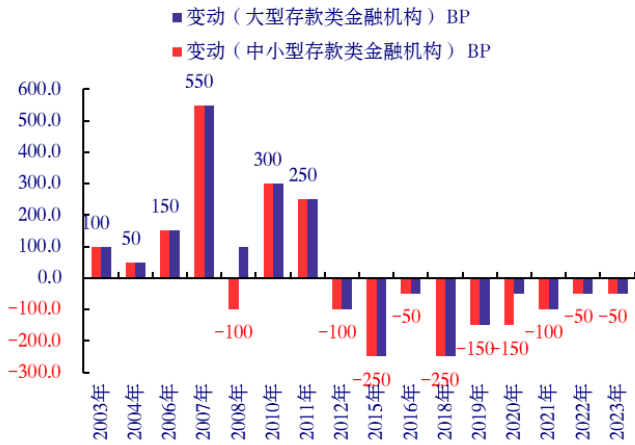
货币政策从7月政治局会议的“逆周期调节”过渡到中央经济工作会议的“逆周期和跨周期调节”，并非政策转向，而是不一样的逆周期和跨周期调节，具有新内涵。长期以来包括中国在内的各国政府在宏观层面都是实施逆周期调节，强调对经济的实时逆向对冲来降低甚至熨平经济周期的波动。2020年7月份政治局会议上首次提出“完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡”。在“跨周期调节”被提出之后，“逆周期调节”开始逐步被淡化。但是在三年之后的2023年7月政治局会议上，逆周期调节的字眼再次出现在人们的视野中。

逆周期和跨周期调节首先意味着未来利率的下行。央行利率调控遵循着黄金法则，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。白重恩在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。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。

同时，我们还可以从总资产回报率角度衡量利率的合理水平。在房地产驱动经济增长的模式下，房地产价格上涨带来的较高的投资回报率抬升了金融机构贷款的利率水平。房地产相关贷款在金融机构全部贷款中占比最高时达到29%，其中约70%为个人住房贷款，2016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。这部分贷款支撑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，金融机构贷款资源将从房地产流向高端制造业、服务业，一方面住房投资回报率自2019年三季度开始低于个人住房贷款利率，并在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。另一方面，2022年国有工业企业的总资产报酬率为4.0%，也低于企业贷款加权平均利率水平（4.12%）。实体经济的总资产报酬率决定贷款利率水平，当前利率有调降的空间。

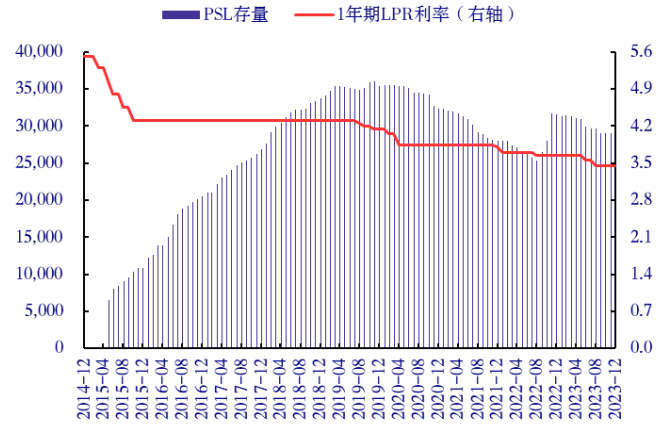
1月份可能非对称降息，1季度可能再次降准。2023年12月国有大行相继宣布下调存款利率，这是2023年第三轮存款利率下调，本轮下调幅度较大，短期存款利率（1年以内）也出现下调，利率曲线全面下移。根据过往经验，国有大行调降之后，中小银行会陆续跟进。2023年8月的降息只调降1年期LPR，5年期不变。存款利率锚定10年期国债收益率和1年期LPR，只调降1年期LPR有助于引导存款利率先行调降，呵护净息差。8月之后的两轮存款降息有利于维护商业银行合理利润，为LPR的进一步调降创造条件，现阶段降息的空间再次打开，2024年1月份很可能再次调降MLF10BP，同时LPR非对称降息，推动实体融资成本继续下行。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。

图3: 存款准备金率变动



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4: PSL 存量和 LPR 利率 (亿元, %)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 央行工作会议对比分析（2024 年、2023 年下半年、2023 年）	2
图 2: PSL 投放历史回顾	4
图 3: 存款准备金率变动	6
图 4: PSL 存量和 LPR 利率（亿元，%）	6

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