

2024年01月12日

2024新特点新变化——对我国货币政策目标的再思考

宏观研究团队

考

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 货币政策目标的变与不变：疏通货币政策传导越发重要

(1) **最终目标**：我们认为，货币政策的最终目标仍是保持币值稳定并以此促进经济增长，在新发展阶段，央行维护币值和金融稳定有利于服务中国式现代化。

(2) **中介目标**：分为数量型和价格型，着力扩大内需、提升资金效率、适度提升通胀或加强货币政策调控效果。首先，从货币金融指标和经济增速的“基本匹配”来看，近5年社融、信贷、M2增速与名义GDP增速之差缺乏显著规律。我们认为央行关注的并非眼下单一指标，经济潜在增速也可能作为锚，要从中长期视角观察。

其次，潘行长近期提到“利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”，这应是价格型中介目标。此前央行货币政策司曾指出真实利率（实际利率）应略低于潜在实际经济增速。具体看，多机构测算2021-2025年潜在经济增速在5%左右，而当前实际利率为4.6%。中长期看，2026年开始，我国潜在增速或降至5%以下，若延续这一利率目标，则实际利率理应继续下行。然而，通胀水平偏低或阻碍实际利率下行。央行通过政策利率引导实体经济融资成本下行，趋势明确，但效率下降，这或是当前货币政策价格型调控的主要阻滞。

(3) **操作目标**：央行对经济的判断可能影响其货币政策短期操作思路，而政策利率或更能体现央行货币政策态度。2020年5-8月、2022年Q2-Q4两个阶段，前期经济和货币政策环境较为相似，但区别或在于央行对再次宽松的必要性判断不同。2020年下半年货币政策并未明显发力，而2022年下半年央行进行了降准降息。我们由此推断，央行对经济的判断或影响短期货币政策思路。

央行或趋于将狭义流动性和广义流动性的政策目标进行分离。降息降准标志着央行向实体释放流动性，是宽货币信号；而市场利率或是央行综合短期流动性、去杠杆、防空转等多因素调节之后的结果。我们认为当前的货币政策框架下，央行会均衡多个目标，仍以最终目标为锚。常规宽松空间仍有，但或较为有限。2023年以来，国内需求回升偏弱，资金使用效率偏低，存款定期化严重，导致货币政策向实体需求的传导并不通畅，因此疏通货币政策传导变得越发重要。

● 2024年货币政策的新因素：化解存量债务与财政货币协同

(1) **2023年，新一轮地方政府存量债务化解工作开始**。我们预计2024年化债进程可能继续推进。一方面，特殊再融资债可能延续发行；另一方面，金融机构或将通过贷款置换、展期等方式进行债务化解。部分重债省市举债行为（例如为基建项目融资）可能受到限制。为维护流动性合理充裕，央行或将在公开市场精准投放货币，为债务置换降低成本也可能推动央行再次降息。

(2) **加强货币与财政政策协同**。Q3货币政策执行报告曾提出，要积极主动加强货币政策与财政政策协同。因此我们预计2024年准财政有望发力，货币将通过降准降息、公开市场操作等方式配合财政投放流动性。

● 2024年货币政策判断：不改稳健基调，信贷适度扩张

(1) **维持币值稳定和金融稳定是央行的两项中心任务**。2024年美国进入降息周期，人民币汇率有望企稳，对宽货币的限制或将减弱；而金融空转或在央行的有意控制下逐渐缓解。

(2) **“三大工程”和基建或成为推动信贷增长的主要抓手**。我们判断可能有近万亿的PSL规模，并假设新增1万亿特别国债，叠加2023年发行的国债可能大部分在2024年使用完成，我们测算撬动的信贷增量预计为4-5万亿元。抗灾国债、PSL有望在1-2季度形成实物工作量；也可重点关注两会之后特别国债的发行情况。我们预计2024年人民币信贷增加26万亿，全年信贷增速或在10.7%左右；预计社会融资规模增加38万亿，社融全年增速约为9.6%。测算2024一季度人民币信贷增速约为9.7%，社融增速约为9.4%。

(3) **2024年货币政策或将延续近五年以来的基调：稳健为主，愈发灵活适度**。预计2024年货币总体稳中偏宽，因为稳增长或仍是经济工作重心，降息降准皆有可能，降息包括调降政策利率、银行存款利率等。

● **风险提示**：货币财政政策执行力度不及预期；经济超预期下行。

相关研究报告

《发挥好政府投资的带动放大效应—宏观周报》-2024.1.7

《就业市场或尚不支持美联储快速降息—美国12月非农就业数据点评》-2024.1.6

《人民币汇率：2024年可能的“变与不变”—宏观经济专题》-2024.1.5

目 录

| | |
|--|----|
| 1、 货币政策目标的变与不变 | 4 |
| 1.1、 最终目标锚定保持币值稳定 | 4 |
| 1.2、 强化货币政策中介目标调控效果的根本是扩大内需 | 4 |
| 1.2.1、 货币数量型目标要从更长的跨周期视角观察 | 5 |
| 1.2.2、 重视资金使用效率，考虑短期与长期问题 | 5 |
| 1.2.3、 价格型中介目标：实际利率将随潜在增速向下，低通胀不利于利率下行 | 8 |
| 1.2.4、 提高通胀更为有效的或是财政手段 | 8 |
| 1.3、 操作目标或更加直接体现央行政策思路 | 10 |
| 1.3.1、 短期市场利率变动或更多反映央行调控的结果 | 10 |
| 1.3.2、 央行对经济的判断或影响货币政策短期操作思路 | 10 |
| 1.4、 双支柱框架：宏观审慎将金融稳定目标适当分离 | 13 |
| 2、 2024 年影响货币政策的因素：化解存量债务与财政货币协同 | 14 |
| 3、 2024 年货币政策判断：不改稳健基调，信贷适度扩张 | 15 |
| 3.1、 维持汇率稳定与金融稳定的平衡 | 15 |
| 3.2、 “三大工程”和基建或将带来信贷增量 | 16 |
| 3.3、 货币政策或仍以经济增长为主要目标 | 18 |
| 4、 风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1： 企业中长贷与固定资产投资贷款资金来源相关性减弱 | 6 |
| 图 2： 2023 年 M1 对 PPI 的领先效果减弱 | 6 |
| 图 3： 反映经济顺周期的贷款类型占比下降 | 6 |
| 图 4： 中央提及“资金空转”时期的资金利率大多保持高位 | 7 |
| 图 5： 2020 年以来实际利率波动向上 | 8 |
| 图 6： 近十年货币政策目标主要围绕经济增长的必要性展开 | 9 |
| 图 7： 2020 年货币政策刺激对 CPI 作用较弱 | 9 |
| 图 8： CPI 与货币供应量的相关关系有所减弱 | 9 |
| 图 9： 2020 和 2022 年资金利率与政策利率出现长时间偏离 | 10 |
| 图 10： 2020 年资金利率开始回升后央行加大逆回购数量 | 11 |
| 图 11： 2020 年 6 月后央行增加 MLF 净投放 | 11 |
| 图 12： 2020 年 6 月社融增速受国债发行提振 | 11 |
| 图 13： 2022 年央行控制公开市场短期流动性投放力度 | 12 |
| 图 14： 2022 年全年公开市场投放规模较低 | 12 |
| 图 15： 2022 年债市加杠杆情况较为严重 | 12 |
| 图 16： 2022 年信用环境先松后紧，社融增速走低 | 13 |
| 图 17： 政府债券发行高峰期央行增大货币投放 | 15 |
| 图 18： 2022 年财政发力拉高 M2 增速，社融低增长 | 15 |
| 图 19： 2023 年银行-非银利差有所扩大 | 16 |
| 图 20： 2023 年银行间质押式回购成交量再创新高 | 16 |
| 图 21： 美国加息周期人民币汇率存在一定贬值压力 | 16 |
| 图 22： 美联储降息周期下我国宽货币空间更充足 | 16 |
| 图 23： 制造业等新兴领域贷款余额增加 | 17 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 24： 2023 年房地产相关贷款余额增速持续下滑..... | 17 |
| 图 25： 2024 年社融增速波动可能下降 | 18 |
| 表 1： 2024 年货币信贷增速锚定经济增长和价格水平预期目标..... | 5 |
| 表 2： 中央始终保持对资金空转问题的关注..... | 7 |

2023 年中央金融工作会议召开，为中长期货币金融政策定调，具体包括“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节”、“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”等。当前，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，货币金融要为经济社会提供高质量服务。本文结合 2023 年四季度政策的新基调，从货币政策框架和目标体系出发，探究货币政策框架下内容和方式的新变化，从而对 2024 年货币政策作出判断。

1、货币政策目标的变与不变

根据孙国峰《健全现代货币政策框架》一文，央行货币政策目标体系由上至下可分为最终目标，中介目标和操作目标。我们认为可以根据此框架，对当前和未来的货币政策操作提供指引。

最终目标是保持币值稳定，促进经济增长。

中介目标是保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

操作目标是以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系。我国央行通过构建市场化的利率形成和传导机制，从而调节资金供求和资源配置。

1.1、最终目标锚定保持币值稳定

1995 年颁布的《中国人民银行法》规定，我国货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。2016 年，时任人民银行行长周小川表述我国央行的政策目标为“中国政府赋予央行的年度目标是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡”“转轨经济体的特点决定了中国央行还必须推动改革开放和金融市场发展”。因此货币政策目标逐步演变为六个需平衡的目标，可归纳为对内和对外币值稳定、经济增长与就业、国际收支平衡、金融市场发展四个方面。

《中国人民银行法》还概况央行职责为“制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定”。央行前行长易纲在 2023 年 4 月的讲话称，维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务。

我们认为，货币政策的最终目标仍是保持币值稳定并以此促进经济增长。在新发展阶段，央行维护币值和金融稳定有利于服务中国式现代化。其中币值稳定包括国内物价稳定和外汇稳定；经济增长包括促进充分就业；维护金融稳定是央行的另一项重要任务。

1.2、强化货币政策中介目标调控效果的根本是扩大内需

2023 年 12 月，央行行长潘功胜最新发言表示，**要保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配；保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长**。这或许意味着在新发展阶段，价格和数量型两类中介目标都将经历一定调整。

1.2.1、货币数量型目标要从更长的跨周期视角观察

2023 年中央经济工作会议提出“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”，提法与此前不同。回顾过去“基本匹配”的提法和实际情况，2019-2022 年社融、信贷、M2 增速与名义 GDP 增速之差波动较大，可能缺乏固定规律。央行提示，“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识”。孙国峰在《健全现代货币政策框架》中曾表明，“基本匹配是中长期概念，不是短期概念。体现在操作上，是按年度做到基本匹配”，以及“要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标”，我们认为，**央行关注的并非眼下单一的指标，经济潜在增速也可能作为货币指标的锚，且要从中长期观察。**

表1：2024 年货币信贷增速锚定经济增长和价格水平预期目标

| 年份 | 社融增速 (%) | 人民币信贷增速 (%) | 名义 GDP (%) | 社融-名义 GDP (%) | 信贷-名义 GDP (%) | M2 (%) | 政策表述 (来自前一年中央经济工作会议) |
|-------|----------|-------------|------------|---------------|---------------|--------|-------------------------------|
| 2024E | 9.6 | 10.7 | *8 | 1.6 | 2.7 | 11 | 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 |
| 2023E | 9.3 | 10.7 | 5.2 | 4.1 | 5.5 | 10 | 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 |
| 2022 | 9.6 | 10.9 | 5.8 | 3.8 | 5.1 | 11.8 | |
| 2021 | 10.3 | 11.6 | 12.6 | -2.3 | -1.0 | 9 | 保持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 |
| 2020 | 13.3 | 13.2 | 2.5 | 10.8 | 10.7 | 10.1 | 货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应 |
| 2019 | 10.7 | 12.5 | 10.1 | 0.6 | 2.5 | 8.7 | |

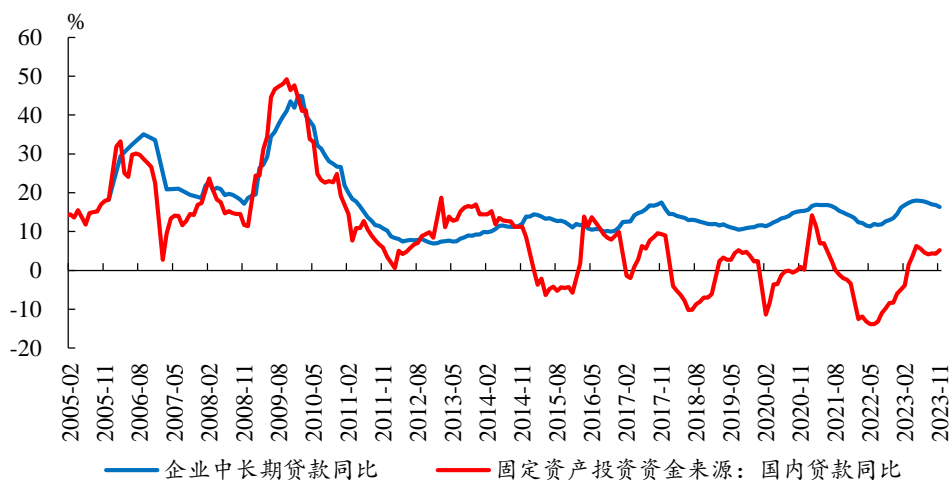
数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所；注：*代表预测的 2024 年实际 GDP+通胀预期，2023、2024 年为预测值

1.2.2、重视资金使用效率，考虑短期与长期问题

第十四届全国人大常委会审议金融工作报告中提出，“近期，我国 M2 增幅高，M1 增幅低，两者不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大型企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅”。

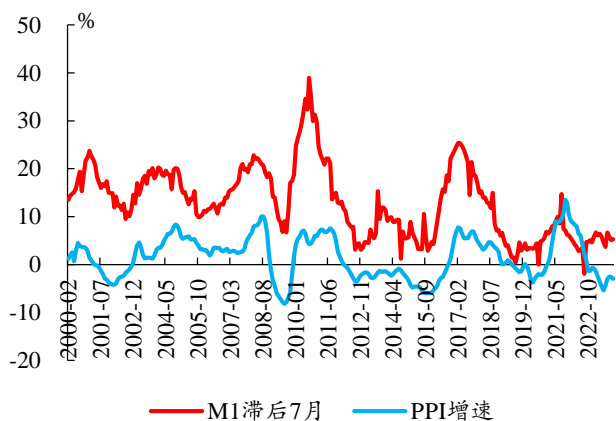
M2 与 M1 增速差扩大，或指向当前我国资金的使用效率有较大提升空间。我们认为产业结构调整、经济主体预期较弱为主要原因。首先，M1 与 PPI 的相关性自 2022 年 3 季度后走弱。一般来说，M1 增速领先工业品价格增速 7 个月，是因为 M1 大部分由地产企业的活期现金流构成，而地产销售的波动影响地产链上游工业企业价格。但 2022 年三季度以来 PPI 对活期存款的滞后增加，M1 经历拐点后 1 年左右 PPI 才见到回升拐点，反映资金供给实体企业后，企业投入扩大生产经营的效率下降。其次，经济结构的调整或导致信贷需求下滑。过去十年，地产和基建投资与信用扩张的相关性较高，对信贷的需求高，信用宽松大约领先地产和基建投资半年左右。近年来，地产和基建投资高增长模式退坡，信贷转而更多投向制造业企业。而制造业投资对信贷的需求更低，宽松货币政策拉动投资增长的周期也相对变长。2022 年在财政大力支持制造业、基建的背景下，企业信贷依然派生有限。

图1：企业中长贷与固定资产投资贷款资金来源相关性减弱



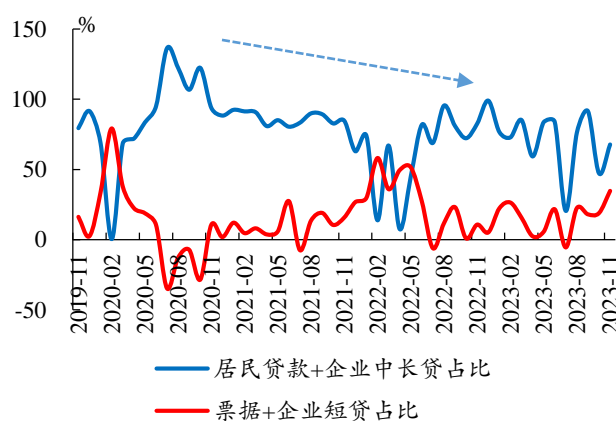
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年M1对PPI的领先效果减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：反映经济顺周期的贷款类型占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

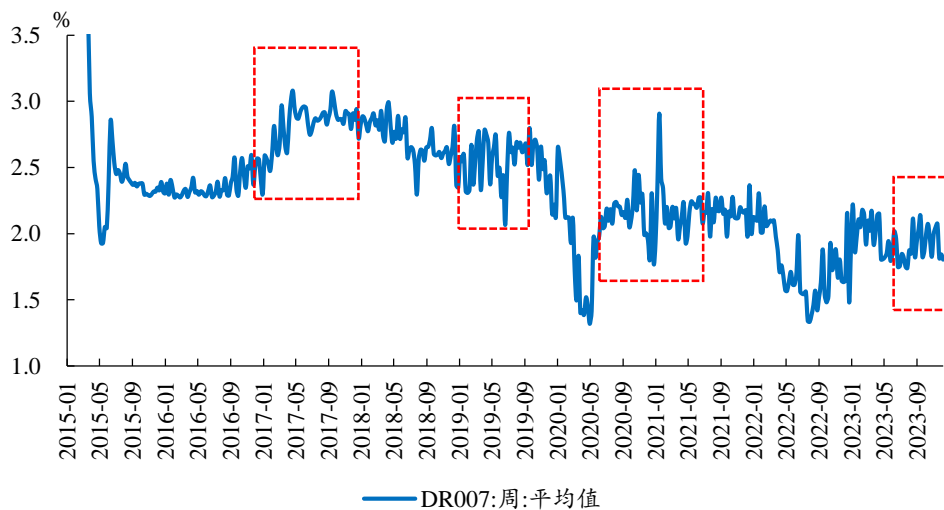
当前的资金使用效率偏低由经济结构调整、内需不足等导致。结构转型是经济中长期问题，而内需不足与疫情疤痕效应、地产低迷等中短期因素有关，同时还存在实体资金在金融体系空转等问题。三季度以来中央对资金空转的担忧加大，盘点历史上中央层面提及资金空转套利，主要是2017、2019-2020年，在相应时期货币政策也偏中性，意在维持金融环境稳定。

表2：中央始终保持对资金空转问题的关注

| 时间 | 机构 | 表述 |
|------------|----------------------------|---|
| 2017/2/13 | 人民日报 | 杠杆收购、债市违约、票据风波等等，一段时间以来，不少热点金融事件背后都有银行资金的影子。相比传统的信贷资金，这些钱通过在不同金融市场、不同机构之间穿梭，在金融体系内部“虚投空转”，一些风险已经显现。这种新的金融风险隐患，引起市场高度关注。 |
| 2019/3/20 | 人民日报 | 一段时间以来，我国金融体系出现“脱实向虚”倾向，资金在金融体系内部空转、自我循环或者过多流向房地产市场等问题造成实体经济融资成本上升，企业融资难、融资贵等问题凸显。 |
| 2020/5/22 | 政府工作报告 | 加强监管，防止资金“空转”套利。 |
| 2020/6/3 | 人民银行举行金融支持稳企业保就业新闻发布会 | “金融机构要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金的套利等。”人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜表示。 |
| 2020/6/24 | 银保监会 | 加强相关资金流向监测，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。 |
| 2023/8/4 | 发改委、财政部、人民银行、税务总局联合召开新闻发布会 | 要科学合理把握利率水平。既根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策效率，增强银行经营稳健性。 |
| 2023/11/23 | 全国人大审议金融工作报告 | 近期，我国M2增幅高，M1增幅低，两者不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。建议出台措施，强化银行与实体企业特别是中小企业的实际联通，推动金融业特别是国有商业银行更加有效地服务实体经济。 |

资料来源：中国政府网、人民日报等、开源证券研究所

图4：中央提及“资金空转”时期的资金利率大多保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

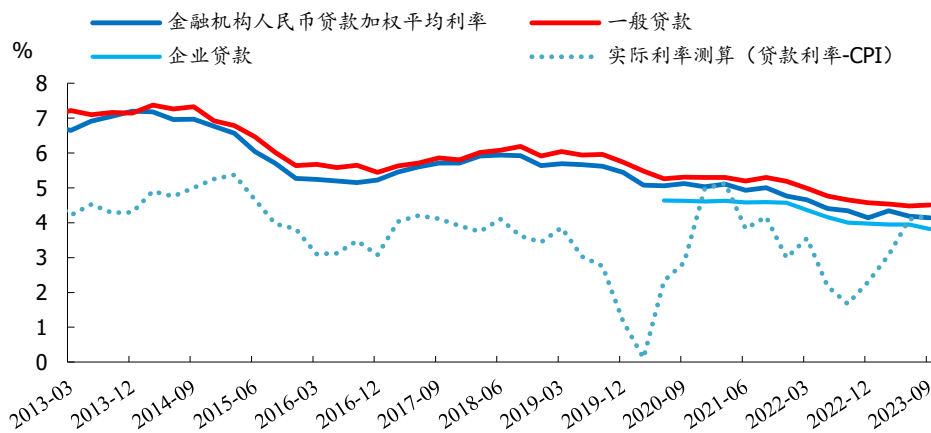
1.2.3、价格型中介目标：实际利率将随潜在增速向下，低通胀不利于利率下行

潘行长提到的“利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”便指向价格型中介目标。

央行操作目标框架中，实际利率应略低于潜在增速。2022年9月，央行货币政策司的文章《深入推进利率市场化改革》指出，“真实利率略低于潜在实际经济增速，处于较为合理水平，是留有空间的最优策略”（此处真实利率应对应实际利率）。前任央行行长易纲2023年在PIIE的讲话上表示，利率策略为“将实际利率设定为略低于潜在增长率”，并提出以银行贷款加权利率减去CPI作为实际利率。潜在增速方面，央行调查统计司、社科院等最新研究认为，十四五期间中国经济的潜在增速总体在5%-5.5%之间，十五五回落到5%以下，若考虑疫情冲击，2021-2025的潜在增速可能处于测算区间的低位，在5%左右。则2021-2025年间，我国实际利率应略低于5%。当前我国实际利率约为4.6%。以2023年平均估值算，实际利率水平在4%左右。中长期看，2026年开始，我国潜在增速将降至5%以下，若延续这一利率目标，则实际利率应继续下行。

若通胀水平持续偏低将阻碍实际利率下行。2023年下半年内需不足导致CPI增速降至负区间，因此尽管贷款利率全年下行，2023年实际利率水平仍有所提高。我们认为，央行通过政策利率引导实体经济融资成本下行，趋势明确，但效率下降，这或是当前货币政策价格型调控的主要阻碍。

图5：2020年以来实际利率波动向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、提高通胀更为有效的或是财政手段

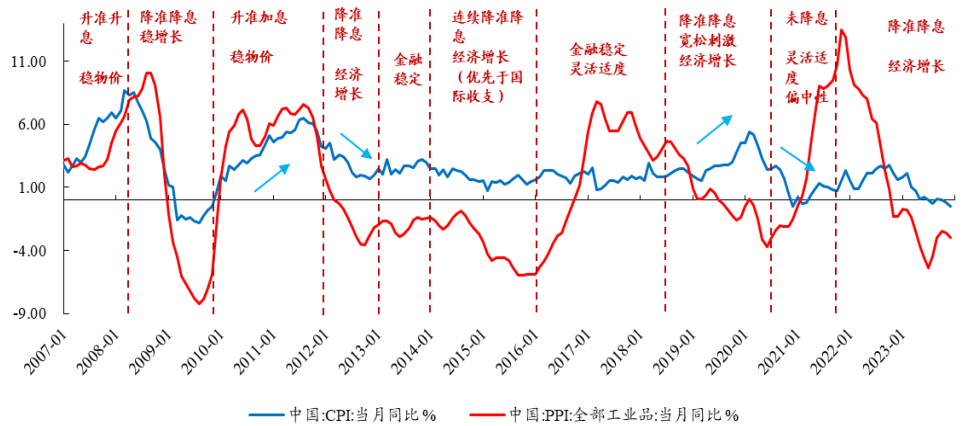
回顾过去十五年，2013年后宽货币对物价的提升作用有所下降。

基于我们对过去货币政策的复盘，在2013年以前，央行曾将物价稳定作为主要货币政策目标（2007-2008、2010-2012年）。2013年后，CPI的波动幅度明显降低，货币政策鲜将稳物价目标作为首要因素。货币政策不改稳健基调，保持合理的政策

空间，不大水漫灌也在根本上稳定了通胀水平。

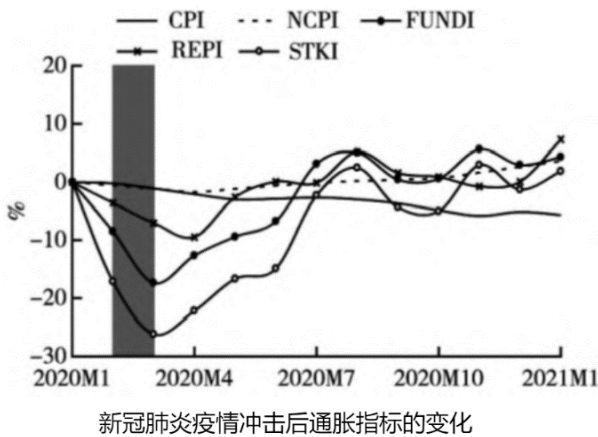
2013 年至今，传统的通货膨胀指标对经济周期和逆周期调控的敏感性下降，CPI 长期维持较低水平。一个典型的例子是 2020 年疫情初期，央行连续两次降息、三次降准，为稳经济采取宽货币刺激，但 CPI 对货币政策的反应较弱，弱于其他非消费品价格指数。物价水平降至负增长，造成当下货币政策对实体融资成本调控效果受限。

图6：近十年货币政策目标主要围绕经济增长的必要性展开



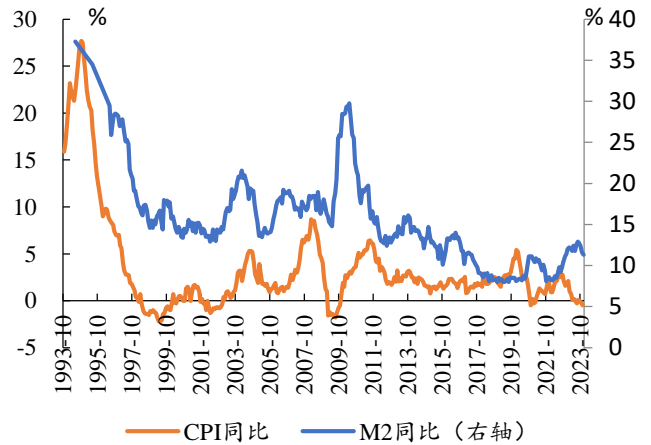
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年货币政策刺激对 CPI 作用较弱



数据来源：《货币政策重新寻锚 通货膨胀的概念与度量再研究》、开源证券研究所；注：NCPI 为非消费类通胀率、REPI 为房地产价格增长率、STKI 为股票价格增长率，FUNDI 为基金价格增长率，阴影区域为中国人民银行为应对新冠肺炎疫情冲击实施宽松货币政策的时期

图8：CPI 与货币供应量的相关关系有所减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

提升通胀目标下，通胀对 2024 年货币政策的掣肘或不高。我国 CPI 同比已 3 个季度处在 0% 或负区间，背后反映的是消费需求扩张不足。中央经济工作会议指出“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”，我们推断 2024

年将引导通胀上行，进而推动企业真实融资利率下行。仅靠货币政策或难以推升通胀上行。由于上文分析的资金使用效率降低、传导机制不畅通等原因，货币政策的大幅宽松对于内需的提振效果可能有限。因此，2024年推升通胀或是经济工作的重点之一，但我们认为货币政策大概率仍将稳增长作为主要目标。推升通胀可能需要财政与货币协同配合，采取财税收入等政策提升居民和企业实际收入，从而拉动消费需求改善。

1.3、操作目标或更加直接体现央行政策思路

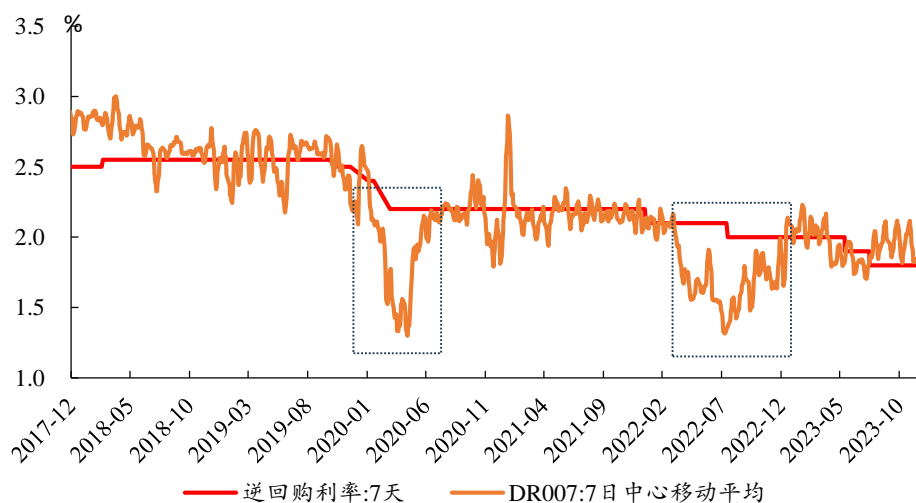
1.3.1、短期市场利率变动或更多反映央行调控的结果

央行每日在银行间市场进行价格和货币数量的调节，从而实现操作目标。央行对于银行间流动性的调节主要基于结构性流动性短缺框架，通过每日短期流动性的注入起到对资金市场利率的调控。我们认为央行掌握接近完全的信息后做出公开市场操作决定，而资金利率中枢能够反映央行调控的结果。

1.3.2、央行对经济的判断或影响货币政策短期操作思路

2023年四季度，短端市场利率始终高于政策利率，引起市场对于央行收紧货币政策的担忧。2018年开始，央行通过公开市场操作使资金利率围绕政策利率附近波动，而2020年货币政策执行报告也正式提出“市场利率围绕政策利率附近波动”，这是货币政策价格型操作目标的重要原则。这一说法提出后，有两个时期出现例外，市场利率较长时间偏离政策利率。简要复盘2020年5-8月、2022年Q2-Q4这两个阶段，经济都受较大冲击，货币宽松后市场利率大幅低于政策利率。但区别在于，市场利率回升期间，央行对再次宽松的必要性判断不同。2020年下半年货币政策并未明显发力，而2022年下半年央行选择降准降息。我们认为，这或许意味着央行对短期经济的判断左右其货币宽松的力度。

图9：2020和2022年资金利率与政策利率出现长时间偏离

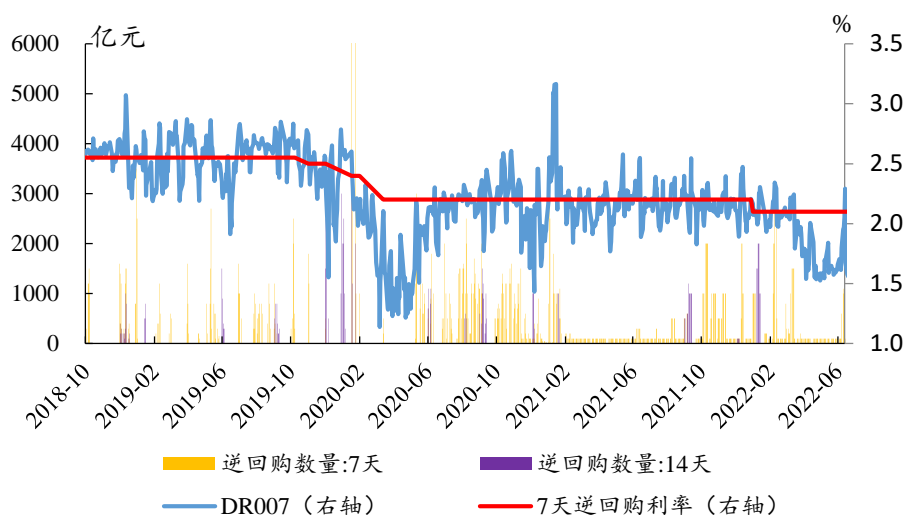


数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) 2020年5-6月：2020年初，疫情冲击下央行采取宽松政策，但逆回购并未发力。资金利率从5月起大幅回升，直到7月升至政策利率附近。央行在5月重启100亿逆回购，进行逆回购的常态化操作。与市场预期相背的是，尽管流动性偏紧，2020年6月央行并没有降准释放流动性。但出于经济内生修复，2020年下半年货币信贷增速开始加速回升。一方面，特别国债的发行从财政端对社融增速有明显拉动；另一方面，经济基本面的恢复和前期宽松货币政策降低融资成本，推动企业融资需求回暖，中长期信贷出现好转。

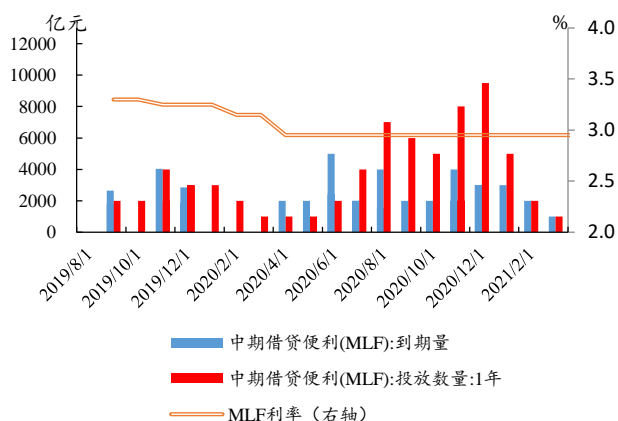
央行在2020年5-6月的操作虽不及市场预期，但一则监管仍在强调“影子银行”、“去杠杆”的政策思路，资金面需回归中性，进行数量型操作的必要性减弱；二则央行或许对于经济修复的弹性有一定预期。此时货币政策保留了一定空间，广义流动性仍（社融增速）保持宽松。

图10：2020年资金利率开始回升后央行加大逆回购数量



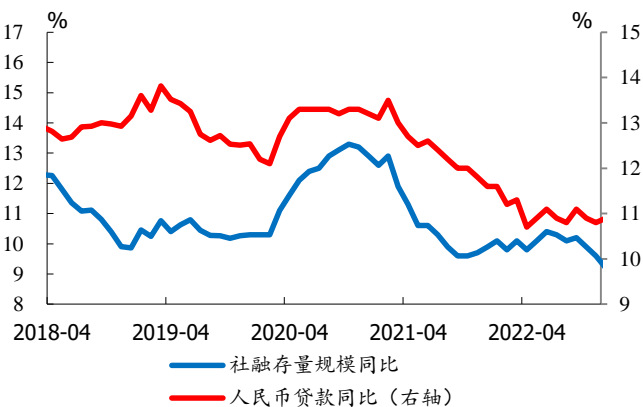
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020年6月后央行增加MLF净投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

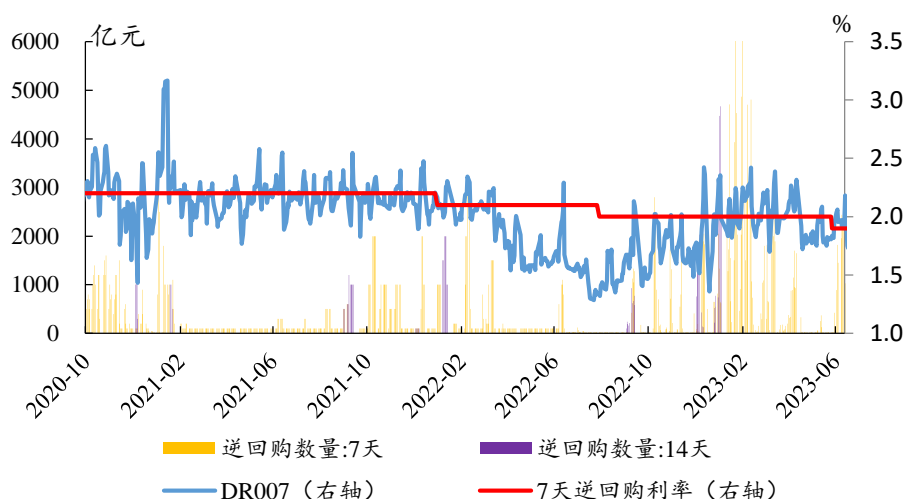
图12：2020年6月社融增速受国债发行提振



数据来源：Wind、开源证券研究所

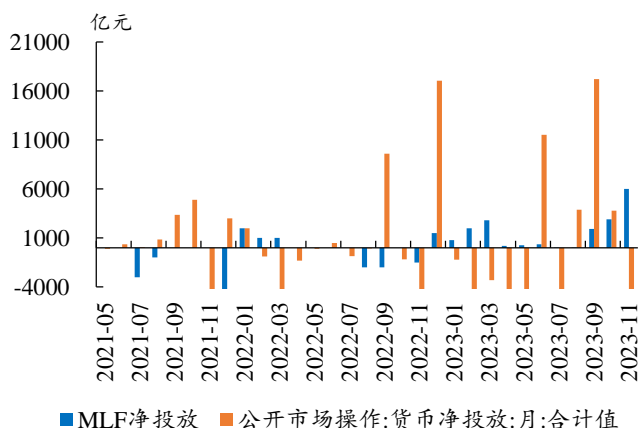
(2)2022年二季度-四季度:2022年初疫情的扰动导致实体部门融资需求转弱，央行第一次下调政策利率。随后流动性在金融市场淤积，银行间质押式回购成交量逐渐走高，资金利率大幅下行带来债市加杠杆空间。8月，央行再次进行MLF缩量降息续作，随后资金利率逐步回升接近政策利率。随后的月份央行多次通过MLF净回笼回收流动性。我们判断，央行对于狭义流动性和实体融资利率的调控出现分离。央行降息与缩量或许分别对应着刺激实体需求和回收银行间流动性的两个政策目标。广义流动性方面，二季度社融增速显著回升，但下半年的总量宽松并未对实体融资需求产生实质性提振，主因疫情扰动下基本面较弱，内需恢复不足。当年12月的降准，或也是出于应对基本面波动的稳增长措施。

图13: 2022年央行控制公开市场短期流动性投放力度



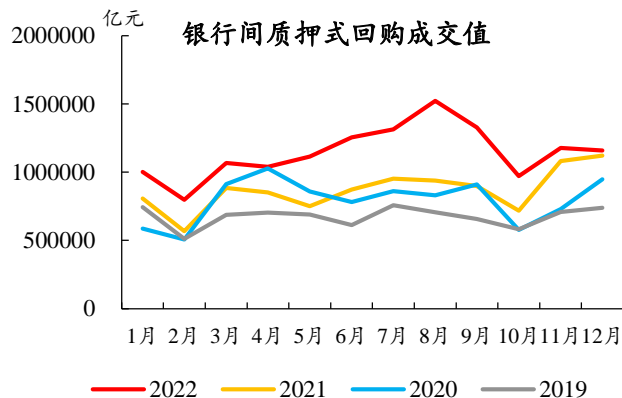
数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2022年全年公开市场投放规模较低

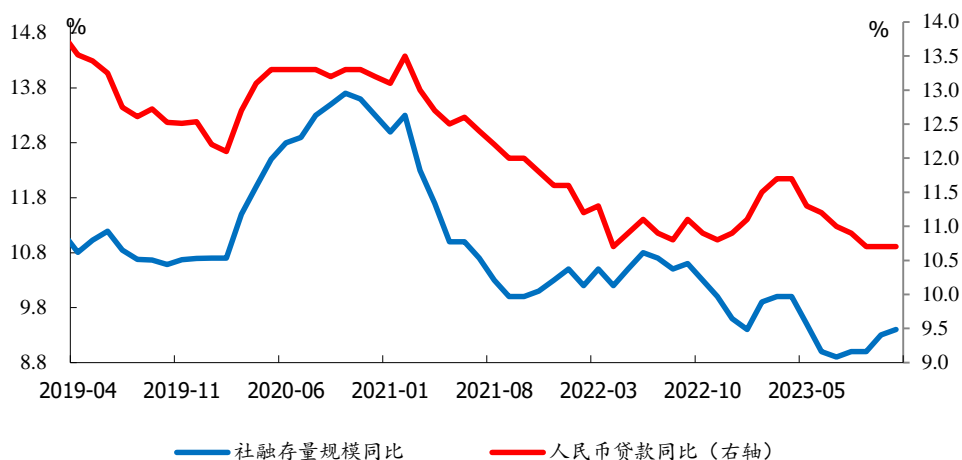


数据来源: Wind、开源证券研究所

图15: 2022年债市加杠杆情况较为严重



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16：2022年信用环境先松后紧，社融增速走低


数据来源：Wind、开源证券研究所

综上，我们认为央行在执行中会将调节狭义流动性和广义流动性的目标进行分离。央行曾在《2021年第一季度中国货币政策执行报告》的专栏中指出，“市场和公众观察货币政策取向时，只需看政策利率是否发生变化即可”，我们推测政策利率更能体现货币政策对实体流动性的调控思路。因此，降息降准标志着央行向实体释放流动性，是宽货币信号；而市场利率或是央行综合短期流动性、去杠杆、防空转等多因素的调节结果。

1.4、双支柱框架：宏观审慎将金融稳定目标适当分离

我们判断，防风险政策基调下，金融稳定的重要性将日益提高。人民银行从2016年引入宏观审慎评估（MPA）。根据央行发布的《宏观审慎政策指引（试行）》，**宏观审慎的目标是“防范系统性金融风险，尤其是防止系统性金融风险顺周期累积以及跨机构、跨行业、跨市场和跨境传染，提高金融体系韧性和稳健性”**。近年来，作为货币政策第二支柱的宏观审慎政策重要性不断提升。但目前在我国，两个支柱之间的协调机制仍需完善，监管部门应根据政策组合效果研究制定最优的政策框架。

总结来看，我们理解的央行政策调控是在多个目标中寻找平衡。（1）经济存在下行压力时，稳增长是首要目标。在稳增长压力较大的时期，央行宽货币降准降息的概率较高；（2）汇率和海外主要经济体的货币周期也是实际操作中对货币政策的制约因素，但我国货币政策基本能够保持以我为主，外汇因素在多数时刻并不是主要制约；（3）币值稳定始终是货币政策的最终目标，维持物价稳定或是许多政策操作的前提。近年来物价波动较小，且当前物价水平偏低，因此2024年维稳物价预计不是货币政策重点；（4）在防风险和去杠杆背景下，资金利率中枢或起到稳定金融市场杠杆的作用。

我们认为，常规的货币政策宽松空间仍有，但已较为有限。2023年以来，国内需求回升偏弱，经济内生改善力度不足，进而货币政策的传导效果和信用货币派生渠道有所削弱。常态化货币政策宽松的空间或已有限，且资金使用效率需要提高。当前资金进入实体后大量转化为存款，实体融资需求不足导致银行资产端压力较大，净息差持续收窄。降息空间实际上取决于降存款利率的空间，但由于存款占我国居民财富分配较大比重，实际操作中存款利率调降幅度或将受到制约。因此，进一步疏通货币政策对实体需求的传导显得越来越重要。

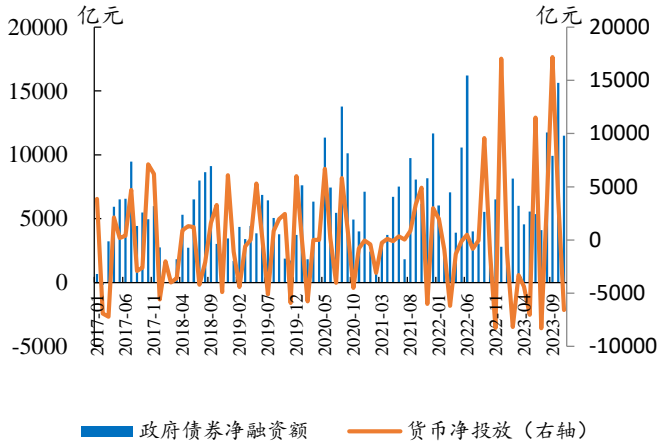
2、2024年影响货币政策的因素：化解存量债务与财政货币协同

(1) 2023年，新一轮地方政府存量债务化解工作开始，2024年化债进程可能会继续推进。2023年特殊再融资债发行规模达1.5万亿。中央经济工作会议要求，2024年要“统筹好地方债务风险化解和稳定发展”。一方面，特殊再融资债可能延续发行；另一方面，金融机构或将通过贷款置换、展期等方式进行债务化解。若特殊再融资债发行，政府债券净融资额将提高，从而拉动社融增长；但由于金融机构是政府债券的主要购买方，从超储率模型看，银行购买利率债会抽出银行间流动性。此外，存量信贷被置换，社融结构也将有一定变化。预计被置换的债务包括地方融资平台的存量贷款、部分债券、非标贷款等。银行体系新的流动性被注入融资平台等相对效益较低的企业，而由于严控新增债务，部分重债省市去盘活这部分流动性的行为（例如为基建项目融资）或也受到限制。总体来看，为维护流动性合理充裕，央行或将在公开市场精准投放货币，为债务置换降成本可能推动央行再次降息。

(2) 准财政有望发力，货币配合财政投放流动性。Q3货币政策执行报告曾提出，“要积极主动加强货币政策与财政政策协同”。一方面，协同方式或可参考2022年。2022年初央行向财政上缴1万亿利润，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付。央行上缴利润相当于投放基础货币6000亿元。年内调增政策性开发性银行信贷额度8000亿元、投放政策性开发性金融工具资金7399亿元、PSL重启规模达6000亿元，均是“准财政”储备工具。此外，政策协同还体现在财政扩张下央行会做好流动性投放。财政积极时期，政府大规模发债用于扩大支出、地方债务置换等。而政府债券会挤出市场流动性，需要央行通过降准降息、加大公开市场操作力度等方式释放流动性对冲。因此，我们对2024年财政货币协同的理解是，准财政有望继续发力；财政可能扩大发债规模，央行则会用多种方式投放流动性进行配合。

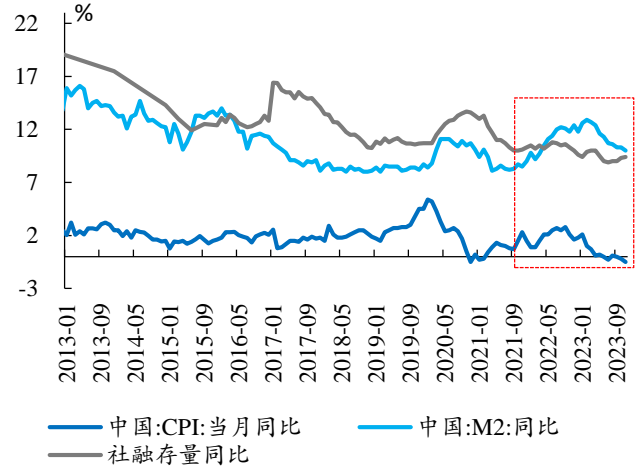
另一方面，需注意财政发力对货币信用的影响。财政发力最直接的体现是M2增速大幅上行，2022年M2增速提高至2015年后的最高点。但由于货币主要由财政直达企业，信贷增速并没有显著提升，社融增速趋于平稳向下，这也是在实体需求不足的时期财政发力的一大特点。

图17：政府债券发行高峰期央行增大货币投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：2022年财政发力拉高M2增速，社融低增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

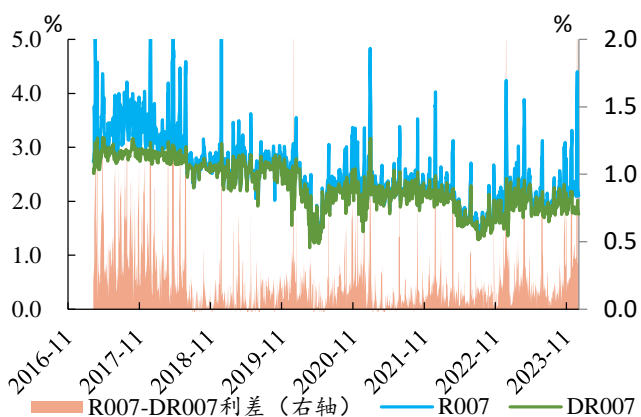
3、2024年货币政策判断：不改稳健基调，信贷适度扩张

3.1、维持汇率稳定与金融稳定的平衡

2024年，美国进入降息周期，人民币汇率有望企稳，对宽货币的约束或有所减弱；而金融空转或在央行的有意控制下逐渐缓解。

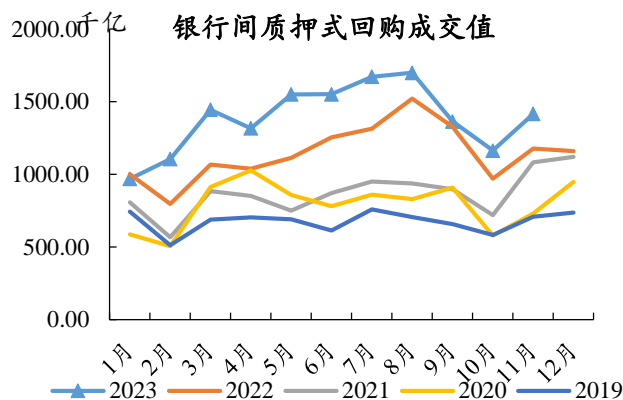
2023年四季度机构间利差扩大，央行加力控制债市加杠杆行为。2022-2023年，银行质押式回购成交量显著高于往年。8月以后，回购成交量下滑，与资金利率波动攀高、央行有意打击有关。2024年，这一现象有望缓解，但资金利率下行与否取决于资金面和央行操作。上文分析，央行对狭义流动性的控制可能与货币政策相背离，狭义流动性的操作目标一是满足金融机构短期流动性需求，二是防止机构套利加杠杆。我们判断，若政府债券供给增加，央行或加大银行间流动性投放，但资金利率向下的空间或有限。

图19：2023年银行-非银利差有所扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

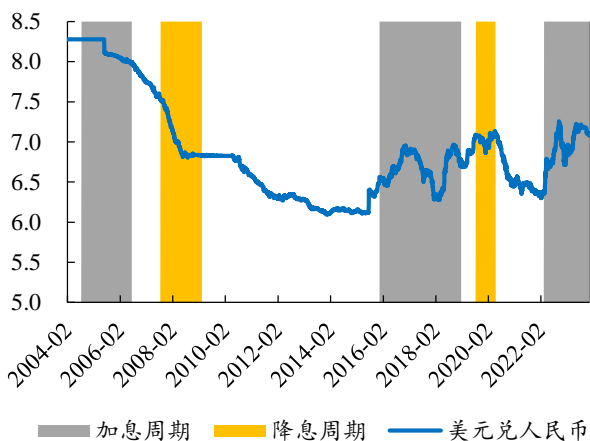
图20：2023年银行间质押式回购成交量再创新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

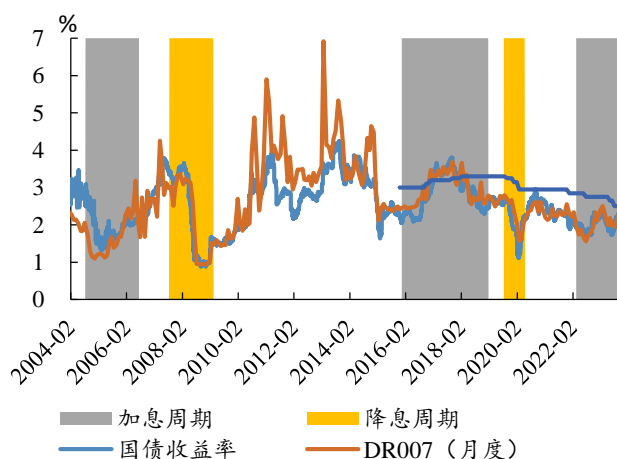
美国2024年将开始降息，我国货币自主性有望提升。回顾历史，我国货币政策在美国加息周期基本保持了独立的节奏（以资金利率和短端债市利率衡量货币政策宽松情况）。但相对来说，加息周期下汇率面临更多的贬值压力。2024年人民币汇率的积极因素有望增加，一则中美利差或缩窄，二则我国经济复苏将推动预期企稳。外汇局在2024年全国外汇管理工作会议上提出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，我们认为2024年人民币汇率或温和升值，央行货币政策自主性可能有所提升。

图21：美国加息周期人民币汇率存在一定贬值压力



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：背景色标注美国加息、降息周期

图22：美联储降息周期下我国宽货币空间更充足



数据来源：Wind、开源证券研究所；注：背景色标注美国加息、降息周期

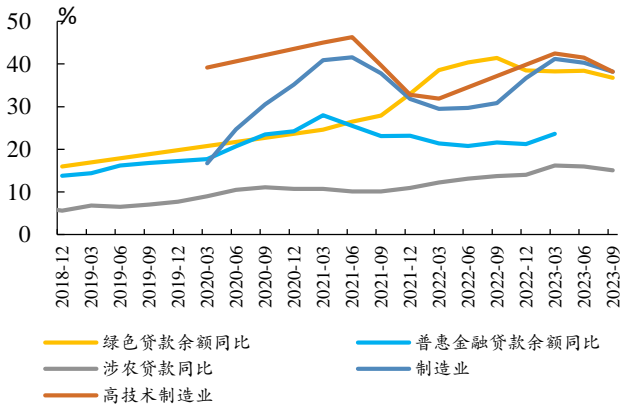
3.2、“三大工程”和基建或将带来信贷增量

2024年“三大工程”和基建或是推动信贷增长的主要抓手。四季度货币政策委员会例会提出“增强政府投资和政策激励的引导作用，提高乘数效应，有效带动激

发更多民间投资”。中央经济工作会议指出“强化国家重大战略任务财力保障，加快推进保障性住房建设、‘平急两用’公共基础设施建设、城中村改造等‘三大工程’，或指向重大基建项目和“三大工程”有望成为 2024 年稳增长的抓手。我们预计财政和金融将采取协同的方式为项目提供资金支持，例如专项债、特别国债、PSL 资金等。我们推断 2024 年可能有近万亿的 PSL 规模，并假设新增 1 万亿特别国债，叠加 2023 年增发国债大部分可能在 2024 年使用完成，考虑杠杆撬动效应，测算信贷增量预计为 4-5 万亿元。

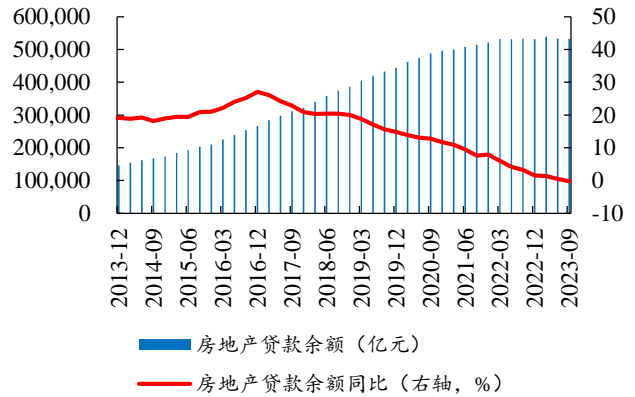
2024 年中长期信贷投向的主要方向或是基建和制造业。四季度例会央行进一步强调“要引导金融机构增加制造业中长期贷款”。资金落地的节奏方面，国债第二批项目已下达，我们预计 2024 一-二季度将形成实物工作量；央行显示 2023 年 12 月 PSL 发行 3500 亿元，预计将从一季度开始逐渐形成实物工作量；也可重点关注两会之后特别国债的发行情况。

图23：制造业等新兴领域贷款余额增加



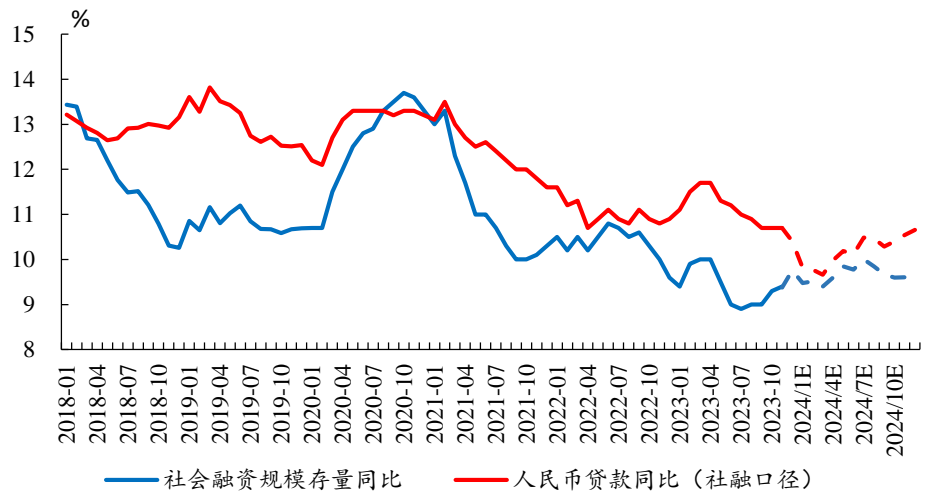
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2023 年房地产相关贷款余额增速持续下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，央行强调“适度平滑信贷波动”，且监管严控“开门红”、票据冲量行为，因此我们预计 2024 年社融增速波动性可能弱于 2023、2022 年，信贷一季度增长幅度或有限。根据上文推算，2024 年全年人民币信贷增量或较前四年均值增加 5 万亿，则共增加 26 万亿，一季度增量在 10.5 万亿左右 (2023 年一季度新增 10.7 万亿)，全年信贷增速约为 10.7%；预计社会融资规模存量或增加 38 万亿，其中政府债券增量约为 8.6 万亿。社融 2024 全年增速约为 9.6%。我们测算，2024 年一季度人民币信贷增速约为 9.7%，社融增速约为 9.4%。

图25：2024 年社融增速波动可能下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、货币政策或仍以经济增长为主要目标

基于上文分析，我们预计 2024 年货币政策或延续近五年以来的基调：稳健为主，愈发灵活适度。中央经济工作会议强调“以进促稳”，或指向高质量发展要以经济增长为前提，仍要保持一定的经济增速。货币调控的主要目标大概率是经济增长，但我们认为货币政策的传导效率也是当下急需解决的课题，因此大水漫灌并不符合逻辑。2024 年货币或总体稳中偏宽，引导融资成本下行，可能调降政策利率、银行存款利率等。若经济稳步复苏，则货币政策可能保持稳健偏中性，在调结构方面多下功夫。

降息降准都有空间。我们认为，降准是低成本投放基础货币的手段，预计 2024 年保持实体流动性充裕的必要性较高，因此大概率会有 1-2 次降准。近期银行存款利率下调以及 2021 年后几次下调存款利率为降息提供了空间，当前真实利率水平或仍有下行空间。但需要注意，根据 $MV=PT$ ，我国货币流通速度已降至历史低点，数量型政策的效果有所削弱。当前数量型货币政策和价格型货币政策或都存阻滞，我们认为提升通胀或是强化政策有效性的方式之一。

4、风险提示

经济超预期下行；货币政策执行力度不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|------|------------------|-----------------------|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%~20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn