

结构、利率和节奏的再平衡

——2023年4季度央行货币政策执行报告解读

核心观点:

央行发布 2023 年四季度货币政策执行报告，货币政策基调延续中央经济工作会议的部署“灵活适度、精准有效”，重点工作则是对央行 2024 年工作会议部署的落实和推动。

我们的分析:

结构:首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，扩大直接融资，社融结构实现再平衡。贷款增速可能回落，社融结构将实现直接和间接融资的结构再平衡。公司信用类债券和金融债券发行可能提速。提升直接融资的要求与当下中国经济结构转型的新方向相匹配。本次报告的专栏 1《准确把握货币信贷供需规律和新特点》提出“先进制造、科技创新、绿色低碳、数字经济等新兴产业蓬勃发展，这些新动能领域与直接融资的金融支持模式更为适配，也会对贷款形成良性替代”。

利率:存款和贷款、信贷市场和债券市场、大银行和中小银行之间的利率关系的再平衡，发挥利率自律机制作用是关键。报告的专栏 2《利率自律机制十年：市场化改革的重要保障》阐述了理顺三个利率关系的关键。当前银行净息差仍是制约贷款利率进一步下行的的重要因素，2023 年 9 月虽然进行新一轮存款利率下调，但三季度末商业银行净息差为 1.73%，环比二季度再次下行。存款利率的下调并未带来净息差的转好，发挥利率自律机制作用，维护市场竞争秩序，理顺存款和贷款利率关系有重要意义。提升直接融资的要求需要理顺信贷和债券市场的利率关系。专栏 2 提出的理顺大银行和中小银行之间的利率关系，可以和报告中提到的“加强货币市场宏观审慎管理，完善货币市场流动性监测机制”结合起来理解，未来对于流动性分层，以及金融机构期限错配可能引发的流动性风险的关注可能会进一步提升。

节奏:信贷投放节奏回到由实体融资需求主导，金融机构业绩冲量的影响将进一步弱化，传统信贷投放大小月的波动将一定程度上被平滑，信贷投放节奏再平衡。报告多处强调引导金融机构贷款投放，总量适度、节奏平稳。“平抑不正当竞争、“冲时点”等不合理的信贷投放，而不是改变金融机构信贷投放正常的季节规律，更好地促进信贷投放节奏与实体经济发展的实际需要相匹配”。

我们的判断和政策展望:信贷进入高质量投放阶段；流动性管理工具使用的前瞻性将提升；“促消费、稳投资、扩内需”“促进社会综合融资成本稳中有降”的背景下 1 季度仍有可能降息

2024 年信贷增速可能回落，但金融服务实体经济的质效将提升。一方面“房地产发展模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”；另一方面盘活低效存量、为维持商业银行稳健经营而加大不良贷款核销，“推动必要的市场化出清”会给贷款增长施加压力；同时直接融资占比提升对贷款形成良性替代。

流动性管理工具使用的前瞻性将提升。本次报告首次提出“加强货币市场宏观审慎管理，完善货币市场流动性监测机制”，强调“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”，“货币市场利率平稳运行”，公开市场操作、降准等工具使用的前瞻性将进一步提升。

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. 中国货币政策超预期的风险
3. 金融市场的风险

央行发布 2023 年四季度货币政策执行报告，货币政策基调延续中央经济工作会议的部署“灵活适度、精准有效”，重点工作则是对央行 2024 年工作会议部署的落实和推动。

图1：货币政策执行报告对比

	2023年四季度	2023年三季度
货币政策工具	数量型货币工具 稳健的货币政策要 灵活适度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系 ，准确把握货币信贷供需规律和新特点，引导信贷合理增长、均衡投放，保持流动性合理充裕，保持 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 。加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需， 保持物价在合理水平 ，发挥好货币政策工具总量和结构双重功能。	稳健的货币政策要 精准有力 ，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，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 。
	价格型货币工具 持续深化利率市场化改革，进一步完善贷款市场报价利率形成机制， 发挥存款利率市场化调整机制作用 ，促进社会综合融资成本稳中有降。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 综合施策、稳定预期 ，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用， 维护好存款市场秩序 ，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度， 立足长远、发韧当前，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置 ，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
信贷政策	结构性货币政策工具 支持采取 债务重组等方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率 。坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。	结构性货币政策工具“ 聚重点、合理适度、有进有退 ”，落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续工具，优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势。
	房地产 抓好金融支持民营经济 25 条举措落实，加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度。	落实好房地产“金融16条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

一、 结构：扩大直接融资，社融结构实现再平衡

首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，扩大直接融资，社融结构实现再平衡。贷款增速可能回落，社融结构将实现直接和间接融资的结构再平衡。公司信用类债券和金融债券发行可能提速。提升直接融资的要求与当下中国经济结构转型的新方向相匹配。本次报告的专栏 1《准确把握货币信贷供需规律和新特点》提出“先进制造、科技创新、绿色低碳、数字经济等新兴产业蓬勃发展，这些新动能领域与直接融资的金融支持模式更为适配，也会对贷款形成良性替代”。

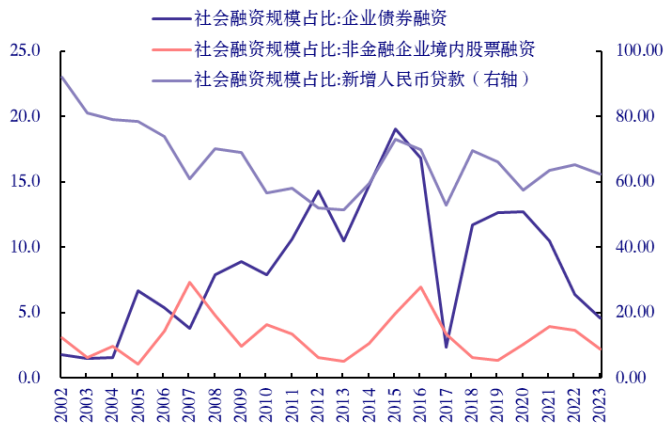
2023 年企业债券融资和股票融资在社会融资中的占比位于历史低位，均出现明显下滑。2023 年企业债券融资和股票融资的占比分别为 4.57%和 2.23%，比 2022 年分别下滑 1.84pct 和 1.44pct。当下强调提升直接融资的占比有现实意义。

2023 年科创企业贷款获贷率提升，增速高于各项贷款增速。2023 年获得贷款支持的科技型中小企业 21.2 万家，获贷率 46.8%，获贷率提升 2.1pct。科技型

中小企业本外币贷款余额 2.45 万亿元，同比增长 21.9%，比上年末低 3.8pct，比同期各项贷款增速高 11.8pct。2023 年获得贷款支持的高新技术企业 21.75 万家，获贷率为 54.2%，提升 0.8pct。高新技术企业本外币贷款余额 13.64 万亿元，同比增长 15.3%，比上年末低 0.8pct，比同期各项贷款增速高 5.2pct。

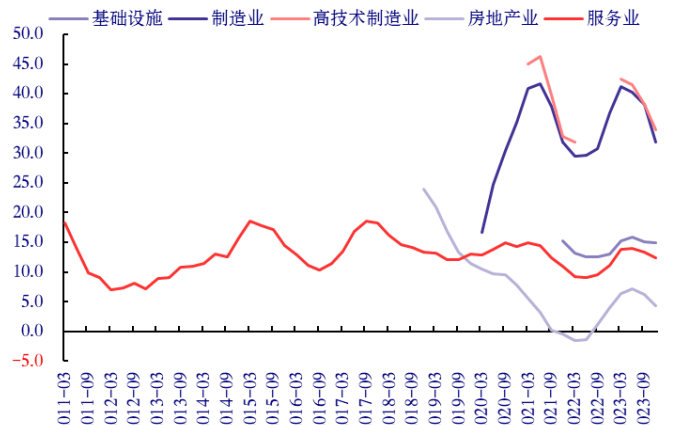
科创企业的贷款增速虽然高于各项贷款的平均增速，但是在获贷率提升的前提下，增速比 2022 年出现下滑，需要提升对其直接融资的支持。

图2：社会融资规模的占比（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：贷款余额增速（%）



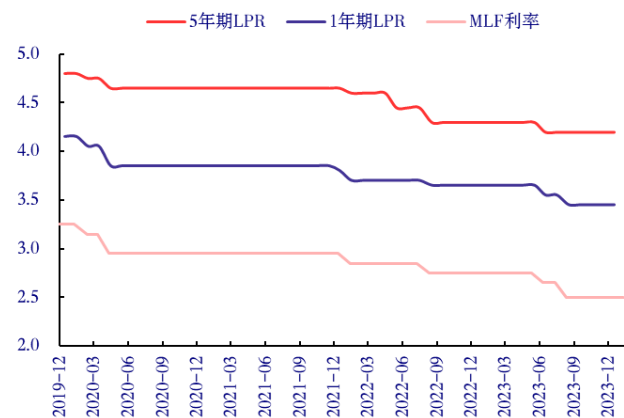
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、利率：三个利率关系的再平衡，发挥利率自律机制作用是关键

存款和贷款、信贷市场和债券市场、大银行和中小银行之间的利率关系的再平衡，发挥利率自律机制作用是关键。报告的专栏 2《利率自律机制十年：市场化改革的重要保障》阐述了理顺三个利率关系的关键。

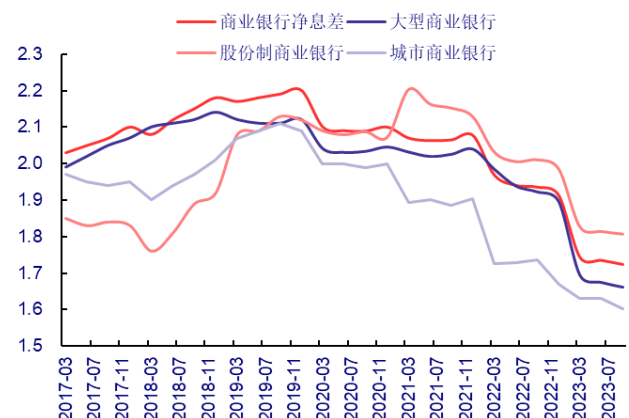
当前银行净息差仍是制约贷款利率进一步下行的的重要因素。2023 年 8 月的降息央行调降 LPR1 年期 10BP，5 年期按兵不动，意在引导存款利率先行下调，稳定银行净息差。随后 9 月进行了新一轮存款利率下调，但三季度末商业银行净息差为 1.73%，环比二季度再次下行。12 月再次启动当年的第三轮存款利率下调，但效果尚待时间观察。存款利率的下调并未带来净息差的转好，发挥利率自律机制作用，维护市场竞争秩序，理顺存款和贷款利率关系有重要意义。

图4：MLF 与 LPR 利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

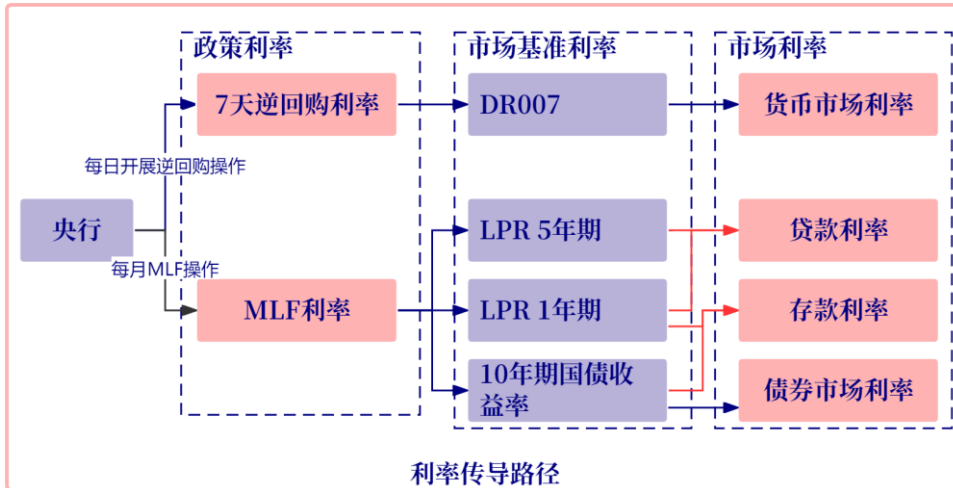
图5：商业银行净息差（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

提升直接融资的要求需要理顺信贷和债券市场的利率关系。根据我国的利率传导路径，债券市场利率的基准利率是 10 年期国债收益率，贷款利率的基准利率是 LPR，10 年期国债收益率和 LPR 均锚定 MLF 利率，因此推进利率市场化改革，发挥自律机制作用，畅通利率传导是关键。

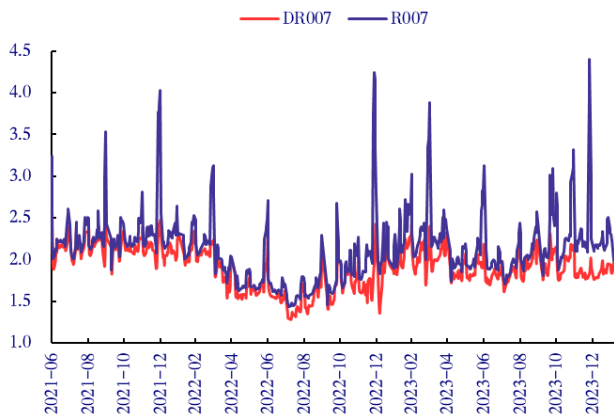
图6：利率传导机制



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

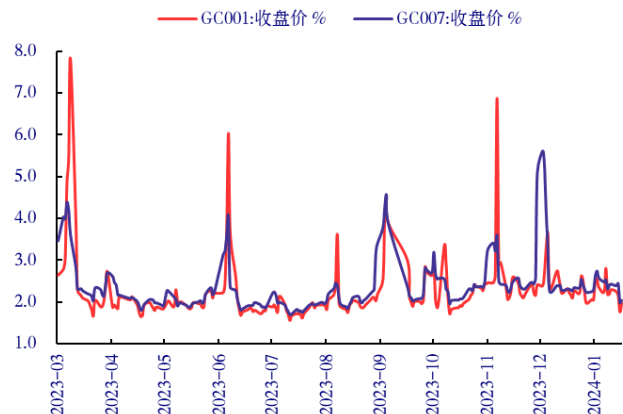
专栏 2 提出的理顺大银行和中小银行之间的利率关系，可以和报告中提到的“加强货币市场宏观审慎管理，完善货币市场流动性监测机制”结合起来理解，未来对于流动性分层，以及金融机构期限错配可能引发的流动性风险的关注可能会进一步提升。我国货币市场的流动性传导主要通过“央行-大型银行-中小银行-非银机构”实现。2023 年 11 月以来流动性分层明显，R007 与 DR007 的利差均值在 50BP 左右，远高于历史均值水平，2024 年 2 月 5 日正式实施降准后，两者利差迅速收窄。

图7：DR007 和 R007 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：GC001 和 GC007



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、 节奏：信贷投放节奏回到由实体融资需求主导

信贷投放节奏回到由实体融资需求主导，金融机构业绩冲量的影响将进一步弱化，传统信贷投放大小月的波动将一定程度上被平滑，信贷投放节奏再平衡。报告多处强调引导金融机构贷款投放，总量适度、节奏平稳。“平抑不正当竞争、“冲时点”等不合理的信贷投放，而不是改变金融机构信贷投放正常的季节规律，更好地促进信贷投放节奏与实体经济发展的实际需要相匹配”。

四、 我们的判断和政策展望

2024 年信贷增速可能回落，但金服务实体经济的质效将提升。一方面“房地产发展 模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”；另一方面盘活低效存量、为维持商业银行稳健经营而加大不良贷款核销，“推动必要的市场化出清”会给贷款增长施加压力；同时直接融资占比提升对贷款形成良性替代。

流动性管理工具使用的前瞻性将提升。本次报告首次提出“加强货币市场宏观审慎管理，完善货币市场流动性监测机制”，强调“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”，“货币市场利率平稳运行”，未来加强与财政政策的协同，配合政府债券发行节奏，强大对于流动性分层，以及金融机构期限错配可能引发的流动性风险的关注，要求公开市场操作、降准等工具使用的前瞻性进一步提升。

1 季度仍有可能降息。“促消费、稳投资、扩内需”“促进社会综合融资成本稳中有降”的背景下，1 季度仍有可能降息 10BP。

图表目录

图 1: 货币政策执行报告对比	2
图 2: 社会融资规模的占比 (%)	3
图 3: 贷款余额增速 (%)	3
图 4: MLF 与 LPR 利率 (%)	3
图 5: 商业银行净息差 (%)	3
图 6: 利率传导机制	4
图 7: DR007 和 R007 (%)	4
图 8: GC001 和 GC007	4

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

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

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
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn