

2024年02月09日

信贷新特点更重“质”——Q4央行货币政策报告点

宏观研究团队

评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：2024年2月8日央行发布《2023年第四季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

● **经济&物价：经济将延续回升向好；保持物价在合理水平**

(1)《报告》指出，全球经济动能减弱、海外选举和发达经济体降息进程或带来不确定性。海外选举大年，政治经济形势的不确定性可能增大；主要发达经济体高利率或也产生滞后影响。国内延续回升向好、仍面临需求不足和产能过剩等问题。国内经济大循环存在堵点，“需求不足与产能过剩的矛盾较为突出”。总体看，有利因素强于不利因素，要扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。

(2)物价：央行要求保持物价在合理水平，认为2024年物价总体温和回升。央行指出物价偏低背后是需求不足，政策将支持扩内需。《报告》认为，2023年四季度以来物价水平偏低背后原因是“经济有效需求不足、总供求恢复不同步”。2024年，基数效应减弱叠加需求将逐渐恢复，预计物价总体温和回升。我们认为，CPI同比或将继续温和上行，PPI未来或仍将延续回升态势。中长期看，物价上行通道或已开启，若有需求端政策驱动，CPI、PPI或将有超预期回升弹性。

● **货币政策：我们判断降准后降息可期，信贷新特点更重“质”而非“量”**

货币政策方面，《报告》指出“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，指向总量政策将稳中有松，降准后降息可期；且关注提高资金使用效率、盘活存量贷款，以及“准确把握货币信贷供需规律和新特点”。

(1)货币端，延续稳中有松，我们判断降准后可能还有降息，以及做好对财政发债的配合，保持货币市场利率平稳。一方面，“维持流动性合理充裕”的要求下，判断2月降准落地后，2-3月可能还有降息，包括政策利率和LPR。另一方面，《报告》指出“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”，在2024年财政适度加力的背景下，预计货币将做好配合，保持货币市场利率平稳。

(2)信用端，准确把握货币信贷供需规律和新特点，更重“质”而非“量”。第一，信贷规律新特点要求调结构、盘存量、更均衡。《报告》在专栏1指出三个要点：一是经济结构转型加快推进，要求信贷高质量投放，也即“增”在“五篇大文章”，而“减”在地产和地方融资平台。二是更多注重盘活低效存量金融资源，包括不良贷款核销、提升直接融资占比等。三是减少对月度货币信贷高频数据的过度关注，指向信贷节奏或将更加均衡，减少“冲时点”等不合理的信贷投放。第二，预计2024年可能适度提升物价。《报告》指出“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”（此前为与名义GDP匹配），指向注重物价目标的实现。第三，聚焦重点、合理适度提供支持，主要指科技、绿色、普惠、养老、数字金融等五篇大文章，民营经济，保障性住房、“平急两用”基础设施和城中村改造三大工程。

● **汇率：人民币贬值压力或相对缓解，但央行稳汇率态度仍较为积极**

人民币贬值压力有望缓解，政策端稳汇率仍积极。《报告》删除“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”表述。2023年央行的汇率政策整体相对积极，2024年，我们认为央行的汇率政策或仍将以稳定市场预期、防止大幅波动为主要基调。随着美联储政策转向和国内基本面回升，人民币的贬值压力或相对缓解，但央行对汇率政策的态度仍然较为积极。

● **防风险：坚决守住不发生系统性风险的底线，重点是金融、化债、地产**

《报告》要求“持续有效防范化解中小金融机构、地方债务、房地产等重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线”。化债方面，合理运用债务重组、置换等手段，支持地方融资平台债务风险化解。地产方面，支持刚性和改善性住房需求、满足房企合理融资需求、支持“三大工程”建设，结合近期各地房地产项目“白名单”落地，广州上海等需求端放开，城改专项借款授信落地，有助于缓解地产风险，向新模式过渡。金融方面，推动化解中小金融机构风险，推动金融稳定法尽快出台。

● **风险提示：经济超预期下行；政策力度不及预期。**

相关研究报告

《核心 CPI 延续超季节性修复，物价上行通道或开启 ——宏观经济点评》

-2024.2.8

《2024 全球大选“跟踪”指南（第一期）——宏观经济专题》-2024.2.7

《企业出海的动因分析及行业筛选——宏观经济专题》-2024.2.5

目 录

1、 经济：扎实推动高质量发展，经济将延续回升向好.....	3
2、 物价：保持物价在合理水平，2024 年物价总体温温和回升.....	3
3、 货币政策：降准后降息可期，把握信贷新特点.....	4
4、 汇率：人民币贬值压力或有缓解，央行稳汇率态度仍较积极.....	6
5、 防风险：坚决守住不发生系统性风险的底线.....	7
6、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美国制造业 PMI 趋势向下.....	3
图 2： 欧元区、日本 GDP 增速趋于下行.....	3
图 3： CPI 和 PPI 预测.....	4
图 4： CPI-PPI 预测.....	4
图 5： 降准和存款利率下调为商业银行下调贷款利率打开空间.....	5
图 6： 近年来住户贷款余额同比增速有所下降.....	6
图 7： 近期美元兑人民币汇率稳定在 7.1 左右.....	6

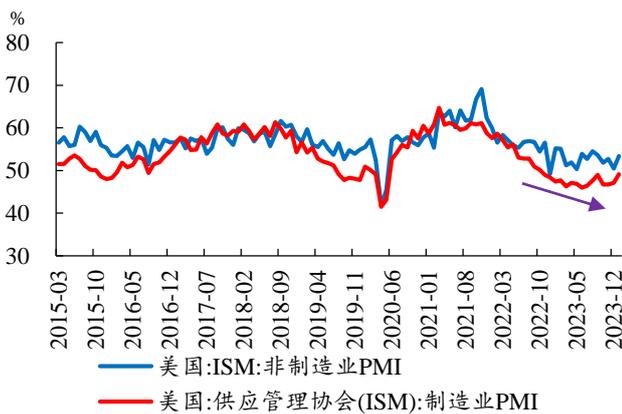
1、经济：扎实推动高质量发展，经济将延续回升向好

《报告》指出，全球经济动能减弱、海外选举和发达经济体降息进程或带来不确定性；国内延续回升向好、仍面临需求不足和产能过剩等问题。

海外看，2024 年全球经济增长动能趋缓，根据主要国际组织预测，未来经济增速或低于 2010-2019 年间水平。此外，主要发达经济体通胀下行缓慢，央行何时启动降息有一定不确定性。

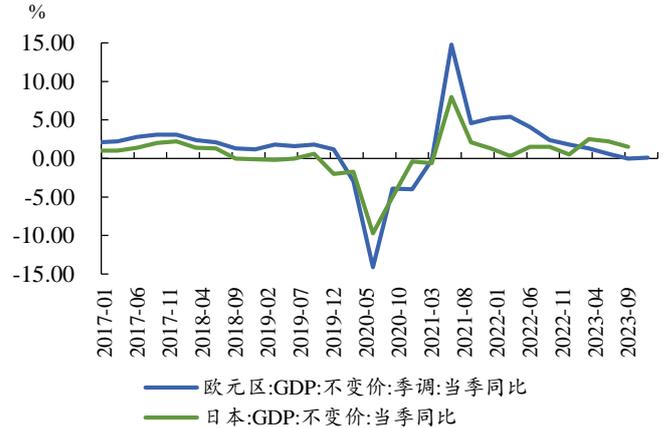
内部看，我国经济实现年初目标，2024 年有望延续回升向好，积极因素包括投资加力、消费逐步改善、外贸企稳等；但仍需克服一些挑战。首先，海外正值大选年，政治经济形势的不确定性可能增大；海外经济体高利率或也产生滞后影响。其次，国内经济大循环也存在堵点，“需求不足与产能过剩的矛盾较为突出”，制造业 PMI “处于收缩区间，社会预期依然偏弱”。总体看，有利因素强于不利因素，要扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。

图1：美国制造业 PMI 趋势向下



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：欧元区、日本 GDP 增速趋于下行

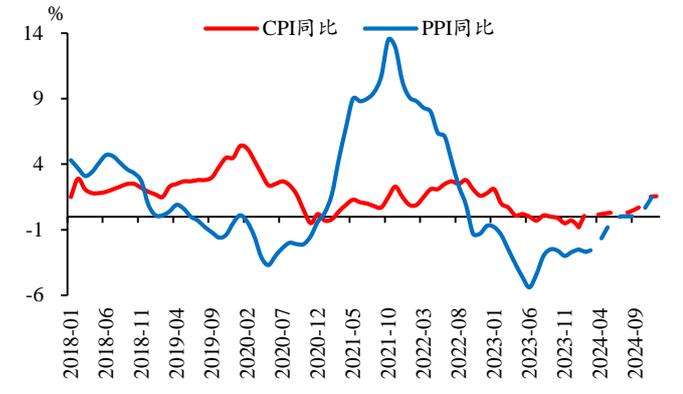


数据来源：Wind、开源证券研究所

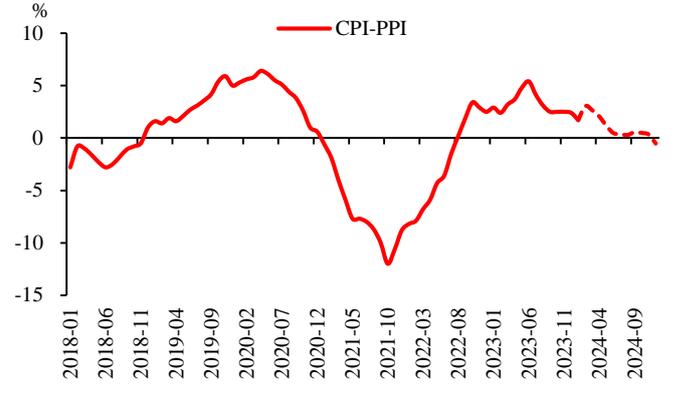
2、物价：保持物价在合理水平，2024 年物价总体温和回升

央行指出物价偏低背后是需求不足，政策将支持扩内需。《报告》认为，2023 年四季度以来物价水平偏低背后原因是“经济有效需求不足、总供求恢复不同步”。2024 年，基数效应减弱叠加需求将逐渐恢复，预计物价总体温和回升。《报告》指出，中长期看，我国处于产业转型关键阶段，供需有望持续改善。同时在下阶段货币政策主要思路表示“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”。或指向政策有可能在需求端发力，促进物价回归合理水平。

我们认为，CPI 同比未来或将继续温和上行，PPI 未来大概率仍将延续回升态势。中长期看，随着需求内生修复叠加三大工程推进，实物工作量增加，提振商品及相关原材料消费需求，物价上行通道或已开启，若有需求端政策驱动，CPI、PPI 或将有超预期回升弹性。

图3: CPI 和 PPI 预测


数据来源: Wind、开源证券研究所

图4: CPI-PPI 预测


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、货币政策：降准后降息可期，把握信贷新特点

货币政策方面，《报告》延续 2023 年底中央经济工作会议的提法，即“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，2023Q3《报告》为“稳健的货币政策要精准有力”。我们理解，一方面，总量政策将稳中偏松，降准后降息可期；另一方面，从“有力”到“有效”的转变，指向提高资金使用效率、盘活存量贷款，以及“准确把握货币信贷供需规律和新特点”。具体看，未来货币政策可能有以下特征：

(1) 货币端，延续稳中有松，我们判断降准后可能还有降息，以及货币要做好对财政发债的配合，保持货币市场利率平稳。一方面，《报告》延续指出“保持流动性合理充裕”，“促进社会综合融资成本稳中有降”，“着力稳定银行负债成本”，再结合化债、稳地产等要求，我们判断 2 月降准落地后，2-3 月可能还有降息，包括政策利率和 LPR。另一方面，《报告》指出“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”，在 2024 年财政适度加力的背景下，货币政策将做好配合，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳。

(2) 信用端，准确把握货币信贷供需规律和新特点，更重“质”而非“量”。具体包括几个方面：

第一，信贷规律新特点要求调结构、盘存量、更均衡。《报告》在专栏 1《准确把握货币信贷供需规律和新特点》中指出高质量发展阶段，关注几个问题：一是经济结构转型加快推进，要求信贷高质量投放，也即“增”在“五篇大文章”，而“减”在地产和地方融资平台。因此“总的增速可能较过去有所回落，但金融服务实体经济的质效是显著提升的”。二是更多注重盘活低效存量金融资源，包括盘活低效存量、不良贷款核销、持续提升直接融资占比等。对于此，《报告》在其他章节也指出“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，优化新增贷款投向、推动必要的市场出清”，“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，大力发展直接融资，推动公司信用类债券和金融债券发展”。三是减少对月度货币信贷高频数据的过度关注，指向信贷节奏或将更加均衡，提升稳定性和可持续性，减少“冲时点”等不合理的信贷投放。

第二，保持物价在合理水平（与 2023 年物价偏低相比，2024 或指向要适度提

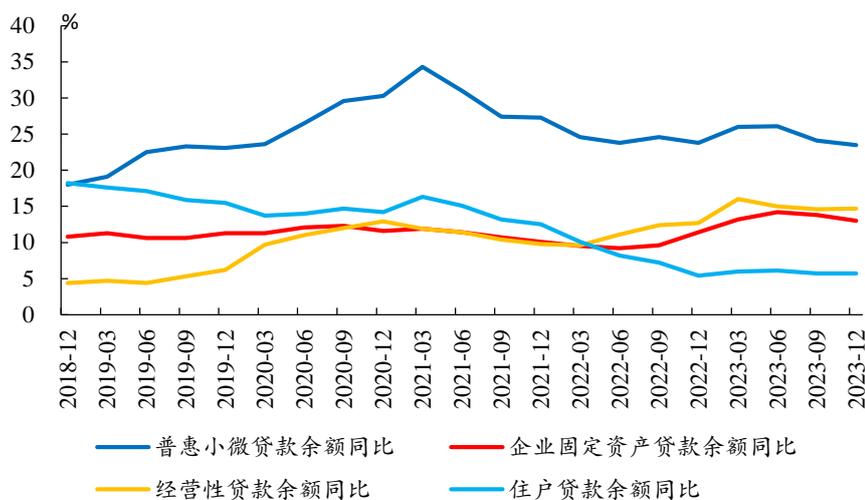
升物价)。《报告》延续 2023 年底中央经济工作会议提法，即“保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”（此前为与名义经济增速基本匹配），指向注重物价预期目标的实现。

第三，聚焦重点、合理适度提供支持，主要指科技、绿色、普惠、养老、数字金融等五篇大文章，民营经济，保障性住房、“平急两用”基础设施和城中村改造三大工程。

图5：降准和存款利率下调为商业银行下调贷款利率打开空间

	存款利率下调10-25BP	降准50BP	若存款利率下调提高3bp净息差	若存款利率下调提高4bp净息差
上市银行	对净息差影响		贷款利率下调空间	
平安银行	0.029%	0.010%	0.06%	0.08%
宁波银行	0.028%	0.008%	0.09%	0.11%
江阴银行		0.010%	0.06%	0.08%
张家港行		0.010%	0.06%	0.08%
郑州银行	0.041%	0.012%	0.05%	0.06%
青岛银行	0.041%	0.013%	0.05%	0.07%
苏州银行	0.029%	0.008%	0.08%	0.10%
浦发银行	0.025%	0.007%	0.07%	0.08%
华夏银行	0.021%	0.007%	0.07%	0.09%
民生银行	0.026%	0.009%	0.05%	0.06%
招商银行	0.026%	0.010%	0.05%	0.07%
江苏银行	0.029%	0.009%	0.07%	0.09%
杭州银行	0.021%	0.007%	0.09%	0.11%
西安银行	0.054%	0.013%	0.05%	0.07%
南京银行	0.034%	0.008%	0.08%	0.10%
渝农商行		0.007%	0.08%	0.11%
常熟银行		0.014%	0.06%	0.07%
兴业银行	0.021%	0.007%	0.07%	0.09%
北京银行	0.026%	0.006%	0.07%	0.09%
上海银行	0.023%	0.006%	0.09%	0.11%
农业银行	0.030%	0.009%	0.05%	0.06%
交通银行	0.038%	0.009%	0.05%	0.06%
工商银行	0.050%	0.010%	0.05%	0.06%
长沙银行	0.023%	0.010%	0.08%	0.11%
邮储银行	0.055%	0.009%	0.08%	0.10%
光大银行	0.036%	0.011%	0.05%	0.06%
成都银行	0.031%	0.009%	0.07%	0.09%
浙商银行	0.022%	0.009%	0.07%	0.09%
建设银行	0.035%	0.010%	0.05%	0.06%
中国银行	0.040%	0.009%	0.05%	0.06%
贵阳银行	0.025%	0.009%	0.08%	0.10%
中信银行	0.024%	0.008%	0.06%	0.08%
上市银行合计	0.032%	0.011%	0.06%	0.07%

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：测算 2023 年 12 月存款利率下调对银行 2024 年净息差的影响约为 3-4bp

图6：近年来住户贷款余额同比增速有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

4、汇率：人民币贬值压力或有缓解，央行稳汇率态度仍较积极

人民币贬值压力有望缓解，政策端稳汇率仍积极。《报告》删除“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”表述。2023年央行的汇率政策整体相对积极。2023年9月11日，监管部门表示“该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置”，随后采取下调外汇存款准备金率、提升离岸央票发行规模等措施，释放稳汇率信号。

展望2024年，我们认为央行的汇率政策或仍将以稳定市场预期、防止大幅波动为主要基调。本次《报告》延续强调“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”“防范汇率超调风险”，随着美联储政策转向和国内基本面回升，人民币的贬值压力或相对缓解，但央行对汇率政策的态度仍然较为积极，这一点与2023年保持一致。

图7：近期美元兑人民币汇率稳定在7.1左右


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、防风险：坚决守住不发生系统性风险的底线

总体来讲，《报告》要求“持续有效防范化解中小金融机构、地方债务、房地产等重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线”。

化债方面，《报告》指出“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，支持地方融资平台债务风险化解”。

地产方面，《报告》突出支持刚性和改善性住房需求、满足房企合理融资需求、以及支持“三大工程”建设，有助于缓解地产风险，向新发展模式过渡。

一方面，《报告》指出要“因城施策精准实施差异化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展”，再结合1月26日，金融监管总局要求加快推进城市房地产融资协调机制落地见效，筛选确定可以给予融资支持的房地产项目名单，以及广州、苏州、上海等地需求端政策进一步放开，稳地产政策有所加码，有助于缓解地产风险。

另一方面，《报告》指出“用好新增的抵押补充再贷款工具，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，推动加快构建房地产发展新模式”，再结合近期纳入城中村改造、保障房建设的城市有所扩围，多地获得城中村改造专项借款授信额度等进展，三大工程有助于对冲地产投资下滑，向新发展模式过渡。

金融方面，《报告》要求“推动化解中小金融机构风险，推动金融稳定法尽快出台。牢牢守住不发生系统性风险的底线”。

6、风险提示

经济超预期下行；政策力度不及预期。

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