

货币政策的两条主线

证券研究报告

2024年02月09日

——四季度货政报告解读

整体来看，本次货政报告既有新导向下的中期工作部署（盘活存量、风险化解），也有根据内外部环境变化做出的短期政策调整（降低汇率要求、保障政府债券顺利发行），下一阶段的货币政策大概率将在这两条主线勾勒的框架下展开。

风险提示：海外经济、主要央行货币政策存在不确定性，可能对国内货币政策产生影响。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 《宏观报告：不同时间尺度的矛盾-不同时间尺度的矛盾》2024-02-08
- 《宏观报告：宏观-如果特朗普重返白宫对市场有什么影响》2024-02-06
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年2月第2周》2024-02-06

2月8日，央行发布了《2023年第四季度中国货币政策执行报告》¹（以下简称“货政报告”）。

从Q4货政报告来看，货币政策有四个“一点”的变化——“汇率要求低一点，资金利率松一点，公开市场多一点，风险化解快一点”。

第一，汇率要求低一点。

在Q4货政报告中，央行对汇率的要求是“坚持底线思维，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”。

与Q4货币政策委员会例会和Q3货政报告相比，少了“坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”，也删掉了“防范汇率超调风险”之前的“坚决”，说明稳汇率在央行多重目标中的优先级有所降低。

尽管人民币自年初以来小幅贬值，但美联储本轮加息周期已经可以基本确认结束，人民币贬值压力客观存在，但高峰已过且相对有限。

当前稳增长压力仍然较大，预计货币政策会利用贬值压力减弱的窗口，将重心向内部的稳增长适度倾斜。

图1：年初以来，人民币小幅贬值



资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，资金利率松一点。

相比于Q3货政报告，Q4货政报告将“保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行”放到了更加靠前的位置，体现了央行对于货币市场流动性稳定的重视。

央行在Q4货政报告中着重强调了“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，此前货币政策司邹澜司长接受新华社采访时也提到“保障政府债券顺利发行”²。除了促进信贷增长以外，货币政策还需要加强与财政政策的协调配合。

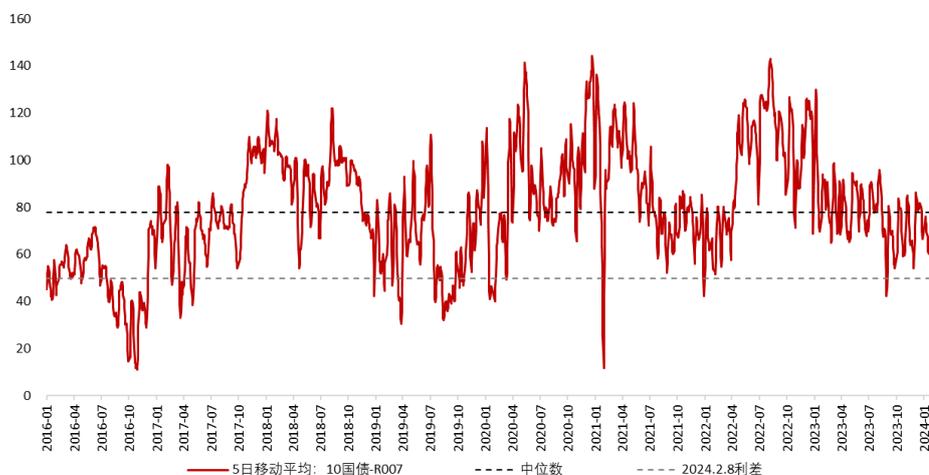
而今年政府债的发行量可能要大于往年，除了正常的国债、一般债、专项债以外，根据地方两会的内容，今年还有可能会发行超长期特别国债（详见报告《地方两会提前透露哪些政策信息？》，2024.2.2）。所以，在政府债发行放量的阶段，为了“保障政府债券顺利发行”，央行需要维持资金面处于较为宽松的状态、保持资金利率相对较低。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5238308/index.html>

² http://www.news.cn/2024-01/09/c_1212325547.htm

截至 2 月 8 日，10 年期国债-R007 的利差约为 65.5bp，处于 2016 年以来的 30%分位数水平，国债利率与资金利率的利差相对较窄。从有利于政府债发行的角度，接下来货币政策有望进一步降低资金利率的波动中枢。

图 2：目前，国债利率与资金利率的利差相对较窄（单位：bp）



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三，公开市场多一点。

尽管我们认为央行将进一步降低资金利率的波动中枢，同时适度放松稳汇率的约束，但美联储尚未启动降息，且鲍威尔在最近一次记者会上态度偏鹰（称“FOMC 在三月份的会议上很可能不会有足够的信心来确定启动降息”）。

同时，央行可能仍然需要兼顾“防空转”的目标，因此在目前的环境下推动以 MLF 和 OMO 为代表的政策利率降息仍然面临内外因素的掣肘。

配合财政发力的货币宽松，可能会加大公开市场投放的规模，即央行在 Q4 货政报告中提到的“搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行”。

第四，风险化解快一点。

在 Q4 货政报告中，央行强调“积极推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作”，而在年初央行年底工作会议和 Q3 货政报告中的提法分别是“推动稳妥处置重点区域和重点机构风险”、“平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险”。

从“稳妥处置”、“平稳有序推动”到“积极推动”，代表央行接下来可能将实质性地加快中央金融工作会议提出的中小金融机构、地方债务、房地产三大领域的风险化解工作。

盘活存量信贷资源是央行在 Q3 货政报告提出来的货币政策新导向之一（详见报告《货币政策新导向——三季度货政报告解读》，2023.11.28），Q4 货政报告给出了一些具体的方法，如“采取债务重组等方式盘活信贷存量”、“部分贷款到期回收后转投更高效的经营主体、优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清”等。

整体来看，Q4 货政报告既有货币政策新导向下的中期工作部署（盘活存量、风险化解），也有根据内外部环境变化做出的短期政策调整（降低汇率要求、保障政府债券顺利发行），下一阶段的货币政策大概率将在这两条主线勾勒的框架下展开。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com