

2024年2月15日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

相对宽松或将延续，大力发展债市

——国内观察：2023年四季度货币政策执行报告

投资要点

- **事件：**2月8日，央行发布2023年四季度中国货币政策执行报告。
- **核心观点：**四季度执行报告整体延续中央经济工作会议精神，报告指出了经济回升向好，但也存在堵点，消费者信心、民间投资增速都处于低位，需求不足与产能过剩也存在矛盾，预计货币政策仍将维持相对宽松，量上或配合财政节奏，价上一季度LPR仍有概率下调。
- **经济回升向好，但大循环也存在堵点。**四季度报告指出“经济持续回升向好”，相较于第三季度的“经济平稳运行”，更偏乐观，但同时“也需要克服一些困难和挑战”。国际上主要面临的挑战仍是高利率的滞后影响以及大选年世界政治经济形势的不确定性，国内新增措辞“经济大循环也存在堵点，消费者信心指数和民间投资增速仍处低位，需求不足与产能过剩的矛盾较为突出”。
- **宽松或将延续。**货币政策基调上延续中央经济工作会议精神“灵活适度、精准有效”，与三季度相比变化不大。继续强化宏观政策逆周期和跨周期调节，搭配运用多种货币政策工具，我们认为整体相对宽松或将延续。
- **大力发展直接融资，债券市场或是重要发展方向。**相较于三季度大篇幅强调信贷平滑以及盘活存量，四季度信贷部分新增表述较多。一是指出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，甚至把这一点放在了保持流动性合理充裕之前，直接融资市场尤其是债券市场或成为重要发展方向。二是专栏1介绍了准确把握货币信贷供需规律和新特点，不能“唯信贷增量”，而更需关注信贷的结构、存量的盘活以及增量的平滑。具体层面多看利率下降的成效、重点领域的金融支持力度以及涵盖直接融资的社融规模。
- **通胀相较三季度偏积极。**总体判断“物价有望温和回升”，好于三季度“短期还将维持低位”。不过同时指出“四季度以来，耐用品和服务价格涨幅也偏弱”，“目前物价水平较低背后反映的是经济有效需求不足、总供求恢复不同步”，需求端政策仍有望发力。PPI降幅预计也将“持续”收敛。
- **畅通货币政策传导渠道。**利率层面对货币政策传导着墨较多，或引导前期50BP降准以及近一轮存款利率下调，在稳定银行负债成本的同时，推动实体融资利率的下行，我们认为一季度LPR仍有下调可能。另外专栏2中回顾了利率自律机制的十年，结合“督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系”来看，自律机制仍将在健全市场化利率形成的过程中发挥重要作用，提高利率传导的效率。
- **用好PSL，加大地产三大工程支持力度。**截至1月，本轮PSL已新投放5000亿元，首批城中村改造专项借款已落地，PSL助力三大工程，能在一定程度上对冲地产投资整体的下行。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外金融市场风险。

表1 货币政策执行报告对比

| | 2023 年三季度报告 | 2023 年四季度报告 |
|-----------|--|---|
| 经济形势判断 | <p>中国经济保持平稳发展的有利因素较多。下半年以来，随着宏观政策“组合拳”成效不断显现，我国经济回升向好态势持续巩固，各方面积极因素逐渐增多，三季度 GDP 增速也好于市场预期。</p> <p>经济平稳运行也面临一些内外部挑战。从国际看，地缘政治冲突加剧，世界经济的不确定性上升，发达经济体利率持续高位，外溢风险仍可能通过汇率、资本流动、外债等渠道冲击新兴市场经济体。从国内看，以债务拉动经济增长的效能降低，房地产供求关系发生重大变化，推动经济加快转型的紧迫性上升。也要看到，从经济发展大趋势看，我国发展的基本面没有变。从发展阶段、发展条件、发展优势等方面综合考量，我国发展前景仍长期看好，要保持定力、稳中求进，坚定不移深化改革、扩大开放，更加注重有力有效实施宏观政策调控，扎实推动经济高质量发展，同时保持合理的经济增速。</p> | <p>2023 年，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进。全年国内生产总值（GDP）同比增长 5.2%，顺利完成年初制定目标，对世界经济增长的贡献率有望超过 30%；居民人均可支配收入实际同比增长 6.1%，城乡收入差异继续收窄，人民生活水平不断提高。</p> <p>经济持续回升向好也需要克服一些困难和挑战。从国际看，发达经济体本轮加息周期已结束，但高利率的滞后影响还将持续显现。2024 年还是全球选举大年，世界政治经济形势的不确定性可能增大。从国内看，经济大循环也存在堵点，消费者信心指数和民间投资增速仍处低位，需求不足与产能过剩的矛盾较为突出；制造业 PMI 连续 4 个月位于收缩区间，社会预期依然偏弱。对此，既要正视困难，又要增强信心和底气，我国经济长期向好的基本趋势没有改变，有利条件强于不利因素，要坚持稳中求进、以进促稳、先立后破，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。</p> |
| 下一步货币政策基调 | <p>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。</p> | <p>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。</p> |
| 通胀 | <p>物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平。近期我国 CPI 同比在 0 附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心 CPI 同比保持基本稳定，服务 CPI 较上半年还有所加快，与经济恢复向好的走势基本一致，PPI 降幅也总体趋于收敛。随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。</p> | <p>物价有望温和回升。2023 年四季度以来，CPI 同比持续在负值区间运行，除了受猪肉等食品价格高基数影响，耐用品和服务价格涨幅也偏弱，核心 CPI 同比由此前的 0.8% 降至 0.6%。通胀根本上取决于实体经济供需的平衡情况，目前物价水平较低背后反映的是经济有效需求不足、总供求恢复不同步。未来随着基数效应逐步减弱，商品和服务需求的持续恢复，预计物价总体呈温和回升态势。PPI 降幅预计也将持续收敛。中长期看，我国处于经济恢复和产业转型升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。</p> |
| 信贷 | <p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。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。</p> <p>着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率，更多关注存量贷款的持续效用，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，盘活存量贷款、提升存量贷款使</p> | <p>保持融资和货币总量合理增长。按照大力发展直接融资的要求，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系。继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，密切关注主要央行货币政策变化，灵活有效开展公开市场操作，搭配运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行，引导金融机构加强流动性风险管理，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。</p> <p>支持金融机构积极挖掘信贷需求和项目储备，促进贷款合理增长，加强信贷均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价</p> |

用效率、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要。持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，密切关注主要央行货币政策变化，灵活有力开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行。

格水平预期目标相匹配。着力提升贷款使用效率，通过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，为经济可持续发展提供更好支撑。

利率

深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，提升市场基准利率的公信力。持续发挥好贷款市场报价利率（LPR）改革效能，增强 LPR 对实际贷款利率的指导性，推动实体经济融资成本稳中有降，规范贷款利率定价秩序，统筹好增量、存量及其他金融产品价格关系。发挥好存款利率市场化调整机制的重要作用，稳定银行负债成本，增强金融支持实体经济的可持续性。

深入推进利率市场化改革，**畅通货币政策传导渠道**。健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。落实存款利率市场化调整机制，**着力稳定银行负债成本**。发挥贷款市场报价利率改革效能，**加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，维护市场竞争秩序**，推动社会综合融资成本稳中有降。

房地产

完善房地产金融宏观审慎管理，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。

因城施策精准实施差别化住房信贷政策，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。**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。**

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。

专栏

专栏 1 提高利率政策协同性 支持经济回升向好
 专栏 2 盘活存量资金 提高资金使用效率
 专栏 3 积极主动加强货币政策与财政政策协同
 专栏 4 持续强化金融赋能 助力民营经济恢复发展

专栏 1 **准确把握货币信贷供需规律和新特点**
 专栏 2 **利率自律机制十年：市场化改革的重要保障**
 专栏 3 **稳步推进央行间双边本币互换**
 专栏 4 **进一步深化内地与香港金融合作**

资料来源：央行，东海证券研究所

一、评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--------|----|------------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多 | 未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20% |
| | 看平 | 未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空 | 未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20% |
| 行业指数评级 | 超配 | 未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| | 标配 | 未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间 |
| | 低配 | 未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10% |
| 公司股票评级 | 买入 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15% |
| | 增持 | 未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15% |

二、分析师声明:

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,具备专业胜任能力,保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑,采用合法合规的数据信息,审慎提出研究结论,独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论,不受任何第三方的授意或影响,其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来,均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明:

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料,但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断,并不代表东海证券股份有限公司,或任何其附属或联营公司的立场,本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致,敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下,本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下,本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议,任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效,本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有,未经本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明:

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构,已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者,参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构,注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址:上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8621) 20333275
 手机: 18221959689
 传真: (8621) 50585608
 邮编: 200125

北京 东海证券研究所

地址:北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址: [Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)
 座机: (8610) 59707105
 手机: 18221959689
 传真: (8610) 59707100
 邮编: 100089