

央行四季度货币政策执行报告点评

逆周期调节延续积极

北京时间2月8日，央行发布2023年四季度货币政策执行报告。本次报告具体提及了供需矛盾与预期偏弱问题，货币政策导向相对积极，对于货币信贷供需规律和新特点也做出了进一步阐述，具体来看：

1. 货币信贷供需规律和新特点形势下，信贷高质量投放也意味着低效存量金融资源的出清，首次提及通过到期转投、优化新增投向、推动市场化出清三类途径提升效率，数量方面更需关注涵盖直接融资的社会融资规模，以及拉长时间观察信贷累计增量；2. 成本“稳中有降”定调延续，后续存款利率还将继续下行，即存款利率下行是中长期方向，在市场利率变化显著的前提下，存款挂牌利率调整可能性更高，在整体利率水平下行的背景下贷款利率下行的过程也未结束。

- **聚焦供需矛盾与预期偏弱问题。**经济前景方面，四季度货政报告看法更为谨慎，相对于三季度强调“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”三大问题，四季度报告中聚焦于经济增长中具体的堵点，一是“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”，二是“制造业PMI连续4个月位于收缩区间，社会预期依然偏弱”。海外方面则是强调全球大选年的不确定性以及高利率的滞后影响。
- **物价表述积极。**物价方面，报告表述由“回归常态”调整为“温和回升”，同时提出“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”。预计随着供求格局改善，基数效应的逐步减弱，物价将进一步回升，CPI呈现持续复苏但斜率偏低趋势，但是2月之后低基数或将带动CPI同比增速触底回升，国内工业企业补库存周期影响及低基数也将有利于PPI同比增速走高。
- **政策导向延续积极。**货币政策导向方面，报告表述由“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”，调整为“稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，强化逆周期和跨周期调节”，其中“逆周期调节”次序前置，对应着下一阶段政策导向更趋积极，发力点聚焦于推进存款利率市场化带动整体利率水平下行、以及提升贷款使用效率、优化新增贷款投向等方面。
- **优化贷款投向，提升直接融资占比。**继三季度货政报告提出“准确把握货币信贷供需规律和新特点”后，四季度报告进一步提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”。这意味着数量方面，提升直接融资占比方向较为清晰，优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清或进一步平滑贷款增量水平，涵盖直接融资的社会融资规模增速相对贷款规模增速可能稳定性更强。
- **理顺信贷与债券市场利率关系。**报告在专栏2提出“切实理顺信贷市场和债券市场、大银行和中小银行之间的利率关系”，这是以往贷款市场报价利率形成机制外新增的变化，反映出央行对于低成本信贷资金空转套利行为的关注。后续央行或将引导利率自律机制成员单位根据市场利率变化合理调整存款利率水平，预计存款挂牌利率或仍有主动调降空间。
- **风险提示：**经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

相关研究报告

《1月通胀点评：预计上半年CPI和PPI同比增速都将维持上行趋势》20240208

《2023年财政数据点评：国债增量资金已形成实质性支出》20240202

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

北京时间2月8日，央行发布2023年四季度货币政策执行报告。

物价温和回升，政策维持积极

聚焦供需矛盾与预期偏弱问题。经济前景方面，四季度货政报告看法更为谨慎，相对于三季度强调“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”三大问题，四季度报告中聚焦于经济增长中具体的堵点，一是“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”，二是“制造业PMI连续4个月位于收缩区间，社会预期依然偏弱”。海外方面则是强调全球大选年的不确定性以及高利率的滞后影响。

物价表述积极。物价方面，报告表述由“回归常态”调整为“温和回升”，同时提出“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”。预计随着供求格局改善，基数效应的逐步减弱，物价将进一步回升，CPI呈现持续复苏但斜率偏低的趋势，但是2月之后低基数或将带动CPI同比增速触底回升，国内工业企业补库存周期影响及低基数也将有利于PPI同比增速走高。

政策导向延续积极。货币政策导向方面，报告表述由“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”，调整为“稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，强化逆周期和跨周期调节”，其中“逆周期调节”次序前置，对应着下一阶段政策导向更趋积极，发力点聚焦于推进存款利率市场化带动整体利率水平下行、以及提升贷款使用效率、优化新增贷款投向等方面。

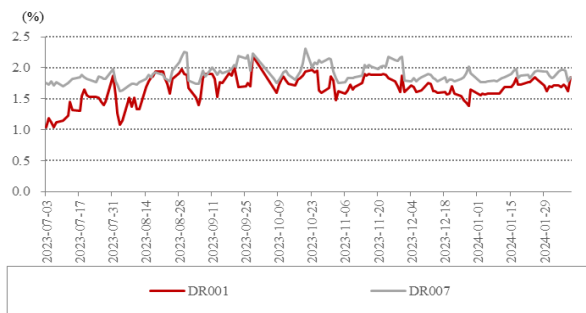
资金利率趋稳。四季度报告再次提及“引导市场利率围绕政策利率波动”，1月DR007基本围绕政策利率窄幅波动，均值为1.8598%。在降准、财政支出、节后资金回流等有利因素支撑下，资金明显收紧的风险相对有限，后续主要关注银行非银资金分层压力变化。

推动直接融资，理顺利率关系

数量方面，优化贷款投向，提升直接融资占比。继三季度货政报告提出“准确把握货币信贷供需规律和新特点”后，四季度报告进一步提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”。这意味着数量方面，提升直接融资占比方向较为清晰，优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清或进一步平滑贷款增量水平，涵盖直接融资的社会融资规模增速相对贷款规模增速可能稳定性更强。目前贷款余额已经很高，金融资源向新动能倾斜的力度会显著加大，即普惠小微贷款、制造业中长期贷款、绿色贷款等占比趋于提升；地产、融资平台等传统贷款占比趋于下降。

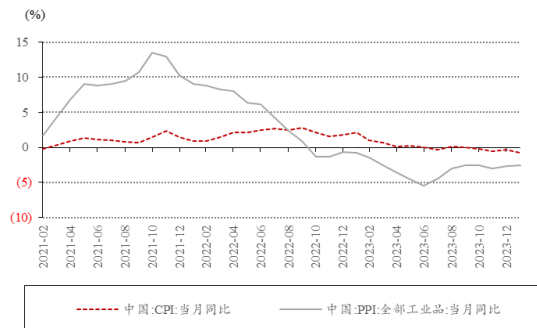
价格方面，理顺信贷与债券市场利率关系。报告在专栏2提出“切实理顺信贷市场和债券市场、大银行和中小银行之间的利率关系”，这是以往贷款市场报价利率形成机制外新增的变化，反映出央行对于低成本信贷资金空转套利行为的关注。后续央行或将引导利率自律机制成员单位根据市场利率变化合理调整存款利率水平，预计存款挂牌利率或仍有主动调降空间。

图表 1. 资金利率趋稳



资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 物价有望温和回升



资料来源: ifind, 中银证券

后续的货币政策方向

本次报告具体提及了供需矛盾与预期偏弱问题，货币政策导向相对积极，对于货币信贷供需规律和新特点也做出了进一步阐述，具体来看：

1. 货币信贷供需规律和新特点形势下，信贷高质量投放也意味着低效存量金融资源的出清，首次提及通过到期转投、优化新增投向、推动市场化出清三类途径提升效率，数量方面更需关注涵盖直接融资的社会融资规模，以及拉长时间观察信贷累计增量；
2. 成本“稳中有降”定调延续，后续存款利率还将继续下行，即存款利率下行是中长期方向，在市场利率变化显著的情况下，存款挂牌利率调整可能性更高，在整体利率水平下行的背景下贷款利率下行的过程也未结束。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371