

加力逆周期调节，聚焦高质量投放

——《2023年四季度货币政策执行报告》四大要点

2月8日，央行发布《2023年四季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们重点关注以下四个方面：

一、形势判断：直面问题，坚定信心

《报告》认为我国经济持续回升向好“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或已结束，但高利率的滞后影响还将持续显现；2024年作为全球选举大年，世界政治经济形势的不确定性可能增大。从国内看，经济大循环存在堵点，消费和民间投资需求不足，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，《报告》表示“既要正视困难，又要增强信心和底气”，指出“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”。

通胀方面，《报告》认为“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“未来随着基数效应逐步减弱，商品和服务需求的持续恢复，物价总体将呈温和回升态势”，再度重申“不存在长期通缩或通胀的基础”。

二、政策立场：“逆周期”调节重要性上升

《报告》要求“强化宏观政策逆周期和跨周期调节，坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，始终保持货币政策的稳健性，增强宏观政策取向一致性”。本次《报告》延续了中央经济工作会议的表述，将“逆周期”置于“跨周期”之前，次序相较三季度《报告》及中央金融工作会议发生了调换，表明政策加力“稳增长”的意愿上升。

从广义流动性来看，《报告》要求“保持社融规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”。直接融资方面，要充分发挥债券市场的融资功能，避免单一依赖信贷市场，要“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”。去年新增人民币贷款 22.7 万亿，同比多增 1.4 万亿；而企业债仅新增 1.6 万亿，同比少增 6,400 亿。这既源于企业融资需求疲弱，也由于企业债利率阶段性高于贷款利率。未来随着经济进一步修复，企业债融资规模有望回升。

信贷方面，要“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”。专栏 1 详细阐述了信贷供需规律和新特点的内涵，包括三个方面。一是**要求信贷高质量投放**。一方面，引导金融做好“五篇大文章”，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，相关贷款占比上升；另一方面，房地产和地方融资平台等传统动能贷款增速放缓，占比逐渐下降。一增一降之下，未来信贷总量增速或有所回落，质效有望上升。二是**注重盘活低效存量资源**。一方面，金融机构盘活存量进行债务重组，虽然不体现为贷款增量，但可通过转投更优质的市场主体，提升资金能效；另一方面，商业银行加大不良贷款核销，可加快市场出清支持实体经济，也纳入社会融资规模统计。三是**减少对货币信贷月度波动的过度关注**。去年 1 季度信贷“开门红”创历史天量，但二季度增速快速回落，引发市场波动。《报告》要求“信贷支持要把握好‘度’，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”。

从狭义流动性来看，《报告》要求“保持流动性合理充裕”。

2023年央行降准2次共50bp，释放长期流动性超1万亿，MLF超额续作2.5万亿，2023年末公开市场逆回购操作余额为2.8万亿，同比增1.1万亿。各项政策工具共同作用下，年末DR007利率为1.91%，较上年同期回落45bp，金融机构超额准备金率为2.1%，比上年末高0.1pct。前瞻地看，一方面，央行将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，保持货币市场利率平稳运行；另一方面，运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行。考虑到2024年财政政策整体积极程度或高于2023年，政府债发行规模有望扩张，货币政策要协调配合，创造良好的流动性环境。

三、利率政策：畅通传导渠道

《报告》要求“深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道”。存款方面，要求“落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本”。2023年商业银行三次下调存款利率，同时央行两次降准共50bp，降低商业银行负债成本约88亿元。贷款方面，要求“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，...，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”。专栏2回顾总结了利率自律机制过往十年的发展历程及工作成效，指出未来工作重点在于“督促银行持续健全存贷款利率定价机制，坚持风险定价原则，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”，指向市场机制将在金融资源配置中起到更为重要的作用。

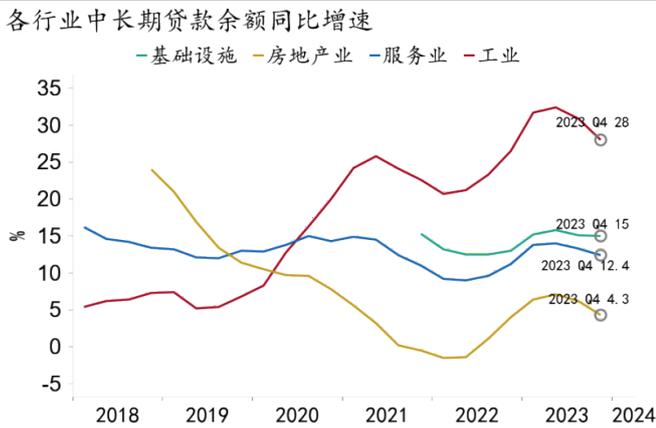
利率政策的最终目标在于“推动社会综合融资成本稳中有降”。去年12月，贷款加权平均利率为3.83%，同比下降31bp。其中，一般贷款和企业贷款加权平均利率分别为4.35%和3.75%，同比均下降22bp。

四、金融开放：推进双边本币互换，建设香港国际金融中心

《报告》要求“有序推进人民币国际化，进一步扩大人民币在跨境贸易和投资中的使用……稳步推进人民币资本项目可兑换”。专栏3提出稳步推进央行间双边本币互换，便利双边贸易和投资。专栏4要求进一步深化内地与香港金融合作，支持香港国际金融中心建设，推动香港加快融入国家发展大局，支持香港打造亚太地区金融科技枢纽。

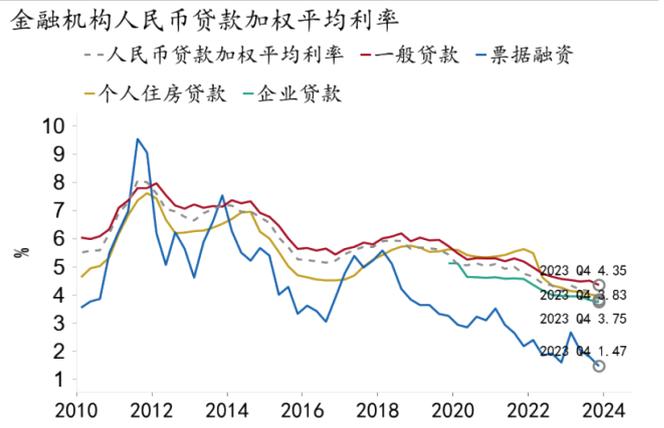
(评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 占祺)

图 1：各行业中长期贷款余额同比增速有增有降



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：12 月贷款加权平均利率同比下降 31bp



资料来源：Macrobond、招商银行研究院