

静待政策发酵

——2024年3月21日国新办新闻发布会解读

核心观点：

2024年3月21日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，央行在新闻发布会上释放就业、投资、财政和货币政策信号，发布会上政策层的态度延续2023年的政策脉络，再次强调经济的结构性变化，突出经济运行亮点。对于货币和财政政策给与更详细的阐述。

会议的关注内容：

- 1、就业关注两大主体人群，降低社保、税收返还、贴息贷款是主要方式。**就业重点在大学生和农民工，但要注意失业率上行主要是城市中高端就业问题。
- 2、制造业投资可能超预期，未来战略性产业投资是重点。**2023年发行的特别国债已经见效，在基础投资的托底作用下，高科技行业投资和战略性产业投资加持，整体投资稳步增长。
- 3、财政方面，有两点重要变化：（1）专项债及特别国债或在二季度开始加快发行进度。**去年万亿国债支持下年初可用财力处于历史高位。我们预计在今年3月份之前政府在资金收入端均能保持相对充裕水平。（2）明确特别国债投资方向，城中村和数字经济是新增方向。投资方向主要是科技创新、城乡融合发展等新兴战略领域。本年新增城中村改造和5G投资。政府投融资转向引领下，有望迎来投资端新旧动能的转换。
- 4、货币方面，关注两点增量信息：（1）2024年货币金融环境定调为“松紧适度”。**2024年大概率货币市场利率围绕政策利率波动。（2）明确2024年社融和M2的增速目标为略高于8%的水平，略高于8%的水平已经可以体现逆周期调节。截至2024年2月末，社融和M2增速分别是9%、8.7%。央行认为目前的增速“总体看是不低的，与前面讲的预期增长目标是相匹配的，依然体现了货币政策的逆周期调节”。

会议隐含的政策逻辑：

- 1、稳就业放在重要的位置，对于经济增长的支持现阶段已经足够。**财政政策已经见效，政策效果没有发挥完毕。货币政策短期操作没有变化，宽松政策继续等待。
- 2、投资中稳就业投资和基础设施投资均是承托经济。**年内经济政策主要在于稳定就业，年内基础设施投资快速拉升的概率不高。
- 3、战略转型已经在管理层形成共识。**我国经济转型时期，增量资金主要用于高科技制造业、战略新兴产业，也就是发展新质生产力。
- 4、财政政策方面，统筹好“硬投资”和“软建设”，稳就业、促科技。**2024年新一轮积极财政内涵：一方面在于“适度加力”以稳定经济增速，防范化解金融风险，另一方面，将持续加大结构性调整力度，政府投融资转向“软建设”和“硬科技”。
- 5、货币政策方面，短期内降准优先，扩表放缓。**央行强调“降准多一点，央行资产负债表就会扩张小一些；降准少一点，央行资产负债表就会扩张大一些。”现阶段通过MLF扩表的途径受阻，降准将被优先考虑。同时，结构性货币政策工具将发挥更重要的作用，精准投放流动性。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

聂天奇

研究助理

风险提示

- 1.对政策理解不到位的风险
2. 中国货币政策超预期的风险
3. 金融市场的风险

一、 稳就业关注两大主体人群

2024年3月21日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，央行在新闻发布会上释放重要货币政策信号，央行在新闻发布会上释放就业、投资、财政和货币政策信号，发布会上政策层的态度一脉相承，延续2023年的政策脉络。

对于就业问题，财政部把就业优先摆在了更加突出的位置。但是政策层认为目前我国就业重点在于两类人口：一是大学生就业，二是农民工就业。同时包括了一直强调的就业困难人员和贫困人口就业。在财政预算安排上，主要的帮扶政策给了这两类人口。对于高校毕业生的帮助更多体现在政策层面，对于农民工的帮助更多体现在资金层面。

财政部对于高校学生的就业帮扶集中在三点：一是对于高校学生创业给与创业补贴；二是企业吸纳毕业生就业给与就业见习补贴；三是鼓励高校毕业生到基层和西部工作。

对于农民工和就业困难人员的帮扶集中结构性减税降费政策。在实施阶段性降低失业、工伤保险费率政策外，继续实施失业保险稳岗返还政策。同时，财政部给与吸纳就业的小微企业担保贷款，财政部给与贴息。

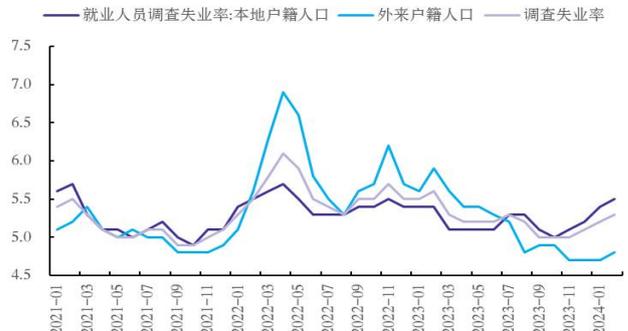
从调查失业率来看，目前失业更集中在城市户籍人口，也就是城市“中产”面临更大的就业压力。一方面是因为政策对于城市高端服务业的调整带来了结构性失业，另一方面，经济面临压力下以及疫情压力下，企业的经营环境依然艰难。

图 1：政府预期新增就业人口和实际新增就业人口



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 2：城镇调查失业率 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、 制造业投资是年内投资发力方向

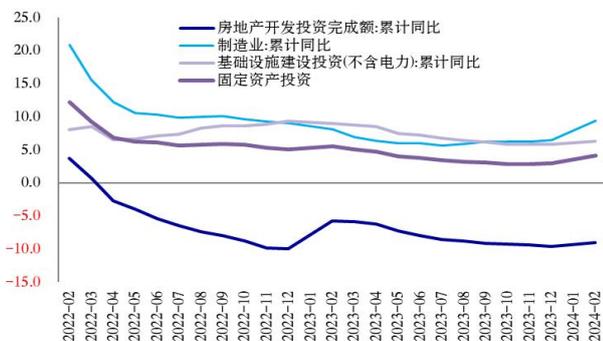
根据1月~2月的经济运行情况，投资的重点结构明确。第一，基础设施投资起到托底支撑作用；第二，民间投资在政策支撑下逐步好转；第三，新动能投资展示了经济转型的方向；第四，制造业投资快速增长。

从投资结构可以看到，年内制造业投资可能会持续超预期，新动能投资受到政策支持。从政策看，国家发展改革委印发实施《产业结构调整指导目录（2024年本）》，组织开展重大技术装备攻关工程和制造业核心竞争力提升行动，聚焦产业发展短板加大技术创新支持力度，推进战略性新兴产业集群做优做强。从资金上看，制造业得到资金青睐。2月末，制造业中长期贷款余额同比增长28.3%，其中高技术制造业中长期贷款余额同比增长26.5%。高新技术、“专精特新”、科

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

技中小企业贷款余额分别同比增长 14.2%、18.5%、21.4%，均明显高于同期各项贷款增速。从财政上来看，万亿超长期特别国债投向用于专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，均与制造业相关。从结果上来看，服务机器人、3D 打印设备产量分别增长 22.2%和 49.5%，规模以上装备制造业增加值增长 8.6%，高技术制造业增加值增长 7.5%。

图 3：制造业投资增速上行（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：贷款投资方向（%）



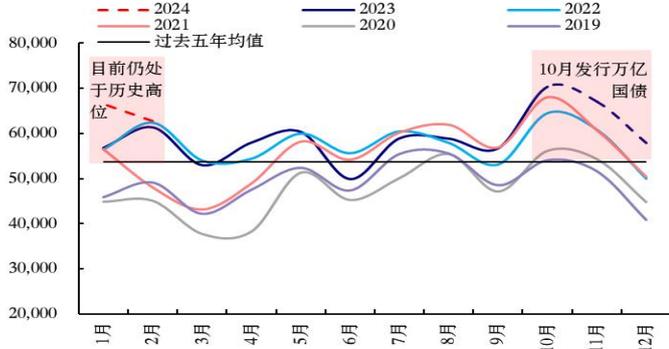
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、 财政政策：财力相对充裕，重在结构调整

本次会议财政政策主要关注两点重要信息。一是政府债投资的节奏与往年有所不同，二是今年开始政府投融资方向将有所调整。

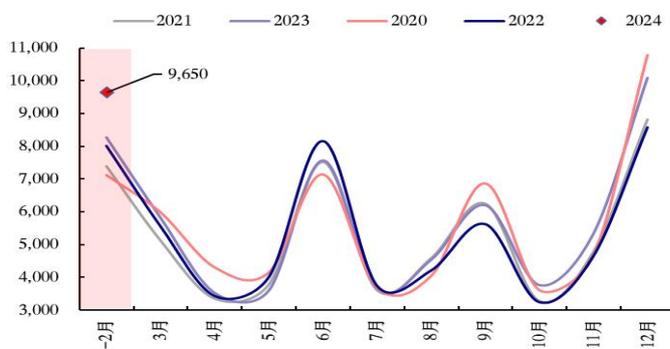
1. 年初财政重在支出，政府债发行压力较小，3月底前财力仍有支撑。财政支出和政府债发行节奏方面，由于去年年底新增的万亿国债大部分在今年使用，且其计入一般公共预算收支科目，所以我们看到今年年初财政一本账可用财力处于历史高位，资金端压力较小。金融机构中的财政存款余额始终处于历史高位，1月份存款余额 6.65 万亿，同期均值为 5.2 万亿。而如本次会议提到“到今年 2 月，万亿国债项目清单已下达，资金已经全部落实到 1.5 万个具体项目”，伴随国债项目的落地，2 月份财政存款加速使用，目前余额 6.27 万亿，基本接近 2022 年和 2023 年同期水平。我们预计在今年 3 月份之前政府在资金收入端均能保持相对充裕水平，专项债及特别国债或在二季度开始加快发行进度。

图 5：金融机构：财政存款余额（亿元），目前仍处于历史高位



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 6：公共财政基建相关四项支出绝对值水平处于历史高位（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

2. 政府投融资转向，统筹好“硬投资”和“软建设”。本次会议提及今年的请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

超长期特别国债时，提出要统筹好“硬投资”和“软建设”，集中力量解决强国建设和民族复兴进程中的一些重大问题。根据之前发改委主任郑栅洁的介绍，特别国债将重点支持科技创新、城乡融合发展、区域协调发展、粮食能源安全、人口高质量发展等领域建设。与此同时，专项债也在去年年底新增了资金用途——“城中村”和 5G 建设。以上用途基本均是之前政府投融资尚未涉及的领域，我们认为在项目申报和投资方面需要一段时间适应调整。而从今年开始，政府投融资转向引领下，有望迎来投资端新旧动能的转换。

图 7：2019 年至今历次专项债用途扩容

2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2024 年
		交通基础设施		交通基础设施
		能源	交通基础设施	能源
		农林水利	能源	农林水利
交通基础设施	交通基础设施	生态环保	农林水利	生态环保
能源	能源	民生服务	生态环保	民生服务
农林水利	农林水利	城乡冷链物流	民生服务	城乡冷链物流
生态环保	生态环保	市政产业园区	城乡冷链物流	市政产业园区国
民生服务	民生服务		市政产业园区	家重大战略项目
城乡冷链物流	城乡冷链物流		国家重大战略项目	保障性安居工程
市政产业园区	市政产业园区	新增：	保障性安居工程	新型基础设施
		国家重大战略项目		新能源项目
		保障性安居工程	新增：	预计新增：
			新型基础设施	数字经济
			新能源项目	城中村改造

资料来源：财政部，中国银河证券研究院

四、 货币政策：松紧适度，量随价变

2024 年 3 月 21 日，国务院新闻办公室举行新闻发布会，央行在新闻发布会上释放重要货币政策信号，我们认为可以重点关注以下两个增量信息。

2024 年货币金融环境定调为“松紧适度”。

可以理解一旦出现货币市场利率持续大幅偏离政策利率的情况，可能会触发数量工具做出调节。保持“松紧适度”的政策逻辑是：

1、“过松”不利于经济结构转型期，将金融资源投向更高效的行业，不利于过剩产能的淘汰，缩小供需缺口。央行在 2023 年四季度货币政策执行报告中明确提出一方面“房地产发展模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”；另一方面盘活低效存量、为维持商业银行稳健经营而加大不良贷款核销，“推动必要的市场化出清”。

2、“过松”不利于防空转，资金在金融体系循环，无法支持实体经济，且可能引发流动性风险。

3、“过紧”则无法实现逆周期调节，对冲新旧动能切换时的经济下行风险，托底经济实现合理增长。2024 年大概率货币市场利率围绕政策利率波动，不会出

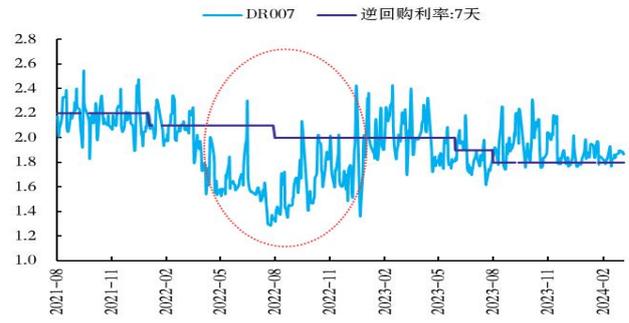
现类似 2022 年 DR007 持续低于 7 天逆回购的情况。

图 8: 贷款增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 9: DR007 与逆回购利率 (%)



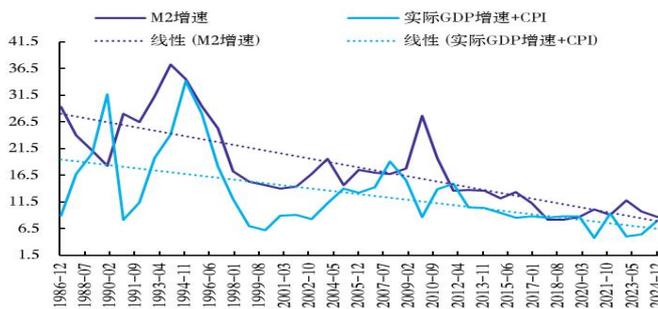
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

明确 2024 年社融和 M2 的增速目标为略高于 8% 的水平, 略高于 8% 的水平已经可以体现逆周期调节。

中央经济工作会议和《政府工作报告》已经指出当下社融和 M2 的政策框架是“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”。2024 年《政府工作报告》, 已明确今年的预期目标是国内生产总值增长 5% 左右, 居民消费价格涨幅是 3% 左右。对应的名义经济增速预期目标是 8%, 与其相匹配的社融和 M2 增速可能是略高于 8% 的水平。截至 2024 年 2 月末, 社融和 M2 增速分别是 9%、8.7%。央行认为目前的增速“总体看是不低的, 与前面讲的预期增长目标是相匹配的, 依然体现了货币政策的逆周期调节”。

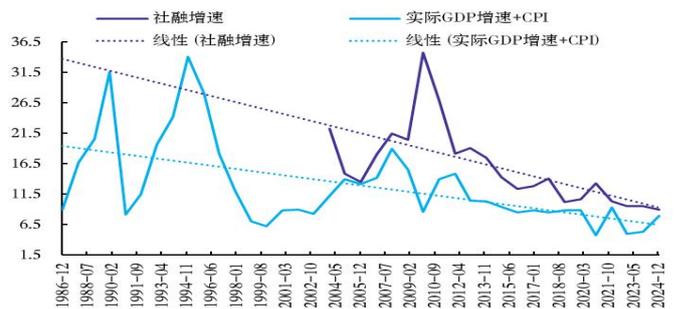
可以看到, 不论是 M2 和名义 GDP 增速的差值, 还是社融增速和名义 GDP 增速的差值都在逐年缩小, 名义 GDP 增速下行以及进入高质量发展阶段逆周期调节不再是实时对冲的强刺激的双重因素共振。市场需要进一步修正对于 M2 和社融增速的预期。

图 10: M2 增速和实际 GDP+CPI 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 社融增速和实际 GDP+CPI 增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

现阶段数量工具操作方式发生转折, 降准优先, 扩表放缓, 即量随价变。

央行强调“降准多一点, 央行资产负债表就会扩张小一些; 降准少一点, 央行资产负债表就会扩张大一些。”“具体使用哪种工具, 需要结合不同形势需要”“我国存款准备金率平均水平还有 7%, 仍然是投放流动性的重要手段”。

2023 年央行总资产增加 4 万亿，其中资产端的“对其他存款性公司债权”项目增加 4.2 万亿，也就是说央行的扩表主要来自“对其他存款性公司债权”这一项。其中 MLF 余额增加 2.5 万亿、PSL 余额增加 994 亿元、结构性货币政策工具（不含 PSL）余额增加 9647 亿元。MLF 余额达到 7 万亿，比 2022 年末增长 55.5%，增速为历史最高值。结构性货币政策工具（不含 PSL）余额达到 4.3 万亿，增长约 29%。

我们在前期报告《量随价变》解释了现阶段数量工具操作方式发生转折的背后的逻辑。防空转和引导实体融资成本下行的双重目标带来政策利率曲线的平坦化操作。防空转使得短期（7 天逆回购）和中期（MLF）政策利率的调降偏稳健，引导实体融资成本下行的目标则通过 5 年期 LPR 下行来实现。MLF 的稳健调降带来 MLF 利率维持在 2.5% 水平，高于 1 年期同业存单的发行利率 25BP 左右，高于 1 年期 Shibor 20BP 左右。MLF 相对较高的价格使得商业银行通过其补充流动性的意愿下降。

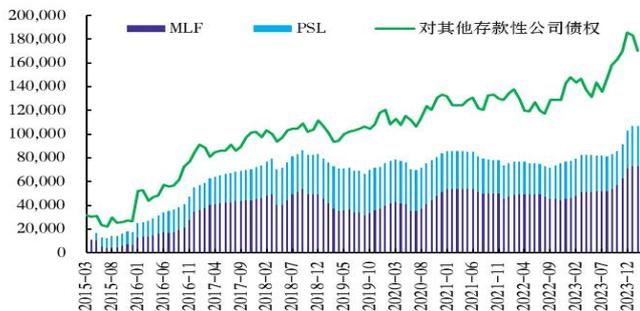
内外兼顾、相机抉择意味着 MLF 利率的调降可能需要等待，这会带来短期无法高效通过 MLF 大额续作补充商业银行流动性，数量工具操作组合可能会变更为降准+MLF 缩量+逆回购数量减少+结构性货币政策工具。

降准的力度将加大。降准和 MLF 超量投放都可以起到补充商业银行中长期流动性的效果，两者的不同之处：1. 降准在不改变基础货币的前提下推动 M2 增长，MLF 增加基础货币供应；2. 降准可以节约商业银行成本。2 月超预期降准已释放信号。央行行长在两会期间的经济主题记者会上，强调“目前，整个中国银行业的存款准备金率平均是 7%，后续仍然有降准空间。”释放更加明确的信号。2024 年降准的幅度和频次都可能加大。

结构性货币政策工具将发挥更重要的作用，精准投放流动性。预计未来结构性货币政策工具将在货币投放中扮演更加重要的角色，既可以为商业银行提供流动性，又可以引导信贷加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，直达实体经济。

如果国内经济回升再遇阻力或者美联储进入降息周期，可能再次调降 MLF 利率，数量工具则可能相应调整改变。

图 12：对其他存款性公司债权（亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：央行总资产和商业银行总资产占 GDP 比重



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 政府预期新增就业人口和实际新增就业人口	2
图 2: 城镇调查失业率 (%)	2
图 3: 制造业投资增速上行 (%)	3
图 4: 贷款投资方向 (%)	3
图 5: 金融机构: 财政存款余额 (亿元), 目前仍处于历史高位	3
图 6: 公共财政基建相关四项支出绝对值水平处于历史高位 (亿元)	3
图 7: 2019 年至今历次专项债用途扩容	4
图 8: 贷款增速 (%)	5
图 9: DR007 与逆回购利率 (%)	5
图 10: M2 增速和实际 GDP+CPI 增速 (%)	5
图 11: 社融增速和实际 GDP+CPI 增速 (%)	5
图 12: 对其他存款性公司债权 (亿元)	6
图 13: 央行总资产和商业银行总资产占 GDP 比重	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上	
	谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间	
	中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间	
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn