

# 一季度货政例会点评

## 宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

## 结构加力、支持“高质量发展”

### 事件：

4月3日，央行公告召开2024年一季度货币政策委员会例会。

### 政策聚焦高质量发展，强调“稳中求进、以进促稳、先立后破”，做好逆周期调节

央行对高质量发展关注度依然较高，但仍面临“有效需求不足”等短期挑战。国内经济表态，与四季度例会一致的是，延续“回升向好”态势，删除“动力增强”等表述，指出短期仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战，但高质量发展等中长期转型进程仍在加速推进。外部环境方面，新增“世界经济增长动能不足”、通胀仍具“粘性”等。政策要“稳中求进、以进促稳、先立后破”，做好逆周期调节。政策基调中，新增“先立后破”、或与政府工作报告中“谨慎出台收缩性抑制性举措，清理和废止有悖于高质量发展的政策规定”相互印证。相较四季度，本次例会更加侧重于“逆周期调节”，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环等（详情参见《货币政策更聚焦中长期》）。

### 充实货币政策工具箱、提高资金使用效率，侧重科技、制造业等领域的结构性支持

在加大已出台政策实施力度基础上，结构性货币工具或进一步加码。一季度例会强调，“充实货币政策工具箱”、畅通货币政策传导机制，或指向稳增长加力以结构性支持为主，例如，“适当增加支农支小再贷款额度”、“设立科技创新和技术改造再贷款”等。同时，用足用好碳减排支持工具，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持等。信贷政策强调“合理增长、均衡投放”，提高资金使用效率，加大科技、制造业等结构性支持，“加快发展新质生产力”。与四季度例会一致的是，信贷政策对“节奏”和“质量”关注度依然较高。强调做好科技金融、绿色金融等五篇大文章；加大支持科技型企业融资方案、引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，与加快建设现代化产业体系、提高资金使用效率等相互印证（详情参见《结构支持“高质量发展”》）。

### 其他：稳汇率关注度依然较高，稳地产侧重房企融资、加大新型住房供应体系金融支持力度等

新增“关注长期收益率变化”等。岁末年初，以30年国债收益率为代表的中长期收益率累计下行超40BP至历史低位，或与配置资金“抢跑”等有关，也一定程度上反映出“社会预期偏弱”。短期来看，伴随经济回升，中长期收益率或有潜在调整压力，也是基本面修复的映射。中长期来看，动能切换、经济转型中，中长期收益率下行趋势或相对明确（详情参见《从机构行为，看债市“隐忧”》、《债市，调整的风险有多大？》）。

防风险关注度依然较高、稳汇率或仍是货币政策重心之一。相较于四季度货政报告，一季度例会重拾“坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”等相关表述，或与3月中下旬以来人民币汇率再度承压等有关，后续还待进一步跟踪（详情参见《人民币汇率，“变盘”的开始？》）。

稳地产相关着墨依然较多、强调满足房企合理融资需求，加大对“市场+保障”住房供应体系的金融支持力度等。与四季度例会一致的是，货币政策对房企融资关注度依然较高，强调“满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建房地产发展新模式。

### 风险提示

政策落地效果不及预期。

**图表1：2024年一季度与2023年四季度货币政策委员会例会主要内容比较**

	2024Q1	2023Q4
经济金融形势	今年以来宏观政策坚持稳增长、稳中求进、稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本继续下降，外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。	今年以来宏观政策坚持稳增长、稳中求进、稳健的货币政策精准有力，强化逆周期和跨周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本明显下降，外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。
政策基调	当前外部环境更趋复杂严峻，世界经济复苏动能不足，通胀出现高位回落趋势但仍具粘性，发达经济体利率保持高位，我国经济回升向好态势持续巩固，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓，通胀出现高位回落趋势，发达国家利率保持高位，我国经济回升向好，动力增强，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。
货币政策	要稳中求进、以进促稳、先立后破，不断巩固稳中向好的基础，精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。	要稳中求进、以进促稳，加大宏观政策调控力度，不断巩固稳中向好的基础，精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。
汇率	要加大力度出台货币政策的实施力度，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，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，促进物价温和回升，保持物价在合理水平。	要加大力度出台货币政策的实施力度，保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，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，增强政府投资和政策的激励的引导作用，提高乘数效应，有效带动激发更多民间投资，促进物价低位回升，保持物价在合理水平。
地产/平台经济政策	完善市场化利率形成和传导机制，充实货币政策工具箱，发挥央行行政利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。同时，在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率...引导大银行发挥金融服务实体经济主力军作用，推动中小银行聚焦主责主业...做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，推动加快发展新质生产力。适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款。加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。综合施策支持区域协调发展，落实好加大力度支持科技型中小企业融资行动方案，引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。	完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行行政利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。积极盘活低效占用的金融资源，提高资金使用效率...落实好加大力度支持科技型中小企业融资行动方案，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系，优化大宗商品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。
其他	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，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。	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，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。
	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。加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，着力构建房地产发展新模式，落实促进平台经济健康发展的金融政策举措，切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	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。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，落实促进平台经济健康发展的金融政策举措，切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
	...坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调配合，强化政策统筹，充分发挥货币政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	...坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步加强部门间政策协调配合，强化政策统筹，充分发挥货币政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期，巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

来源：中国人民银行、国金证券研究所

## 风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402