

货币政策将在稳增长方向保持连续性，2024 年一季度降息降准有望落地

——2023 年四季度货币政策委员会例会公报要点解读

王青 李晓峰 冯琳

事件：中国人民银行货币政策委员会 2023 年第四季度例会于 12 月 27 日在北京召开。对本次例会公报要点解读如下：

一、本次例会对经济形势的判断与三季度例会基本相同，均是在指出“经济回升向好、动力增强”的同时，强调“仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战”。背后是四季度以来，以两年平均增速衡量，经济增长动能整体上保持了三季度开始的回升向上势头。不过，当前宏观经济运行仍面临一些困难和挑战，主要是房地产行业持续低迷、居民消费和投资信心偏弱等。尤其值得注意的是，在 9 月官方制造业 PMI 指数升至荣枯平衡线之上后，进入四季度以来，前两个月该数据再度回落至收缩区间，预计 12 月也难以回升至 50% 以上。这显示四季度制造业景气水平稳中放缓，主要原因就是“有效需求不足、社会预期偏弱”。

二、在货币政策取向方面，本次例会也基本沿续三季度例会的主要提法，核心是继续“加大宏观政策调控力度”、“做好逆周期和跨周期调节”，“着力扩大内需、提振信心”。这意味着接下来着眼于巩固经济回升向好态势，货币政策将继续用力，在稳增长方向保持较强的连续性。

三、展望未来，我们认为 2024 年一季度货币政策将主要从以下几个方面发力：

1、**社融及 M2 增速会继续保持较高水平。**本次会议延续中央经济工作会议首次提出的“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”。这意味着尽管当前价格水平明显偏低（预计今年全年 CPI 同比为 0.3%，PPI 同比为 -3.1%，GDP 平减指数为负值），名义 GDP 增速也会相应放缓，估计将会在 4.5% 左右，但当前不再强调社融和 M2 增速要与名义 GDP 增速基本匹配，而是转向与“实际 GDP 增速+价格水平预期目标（CPI 预目标为 3.0% 左右）”相匹配。这意味着 2024 年一季度以信贷和债券融资为主的社融增速仍将保持在 9.0% 至 10% 的较高水平，M2 增速则将保持在 10% 左右。我们预计，尽管当前监管层强调信贷“均衡投放”，会导致部分 2024 年一季度的信贷资金会前移至今年 11 月和 12 月投放，但明年一季度新投放信贷仍将同比多增。这是发挥货币政策总量功能，着力扩大内需的一个重要发力点。

2、结构性货币政策工具将持续发力，加大对小微企业、房地产行业等国民经济薄弱环节，以及科技创新、绿色发展、基础设施建设等重点领域的支持力度。本次例会沿续10月底中央金融工作会议首次提出的“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融‘五篇大文章’”，要求“继续加大对普惠金融、绿色转型、科技创新、数字经济、基础设施建设等支持力度，综合施策支持区域协调发展”。我们判断，接下来除了制造业中长期贷款、普惠小微企业贷款、绿色贷款等会持续高增外，未来结构性货币政策工具对房地产行业的支持力度也将进一步加码。其中，在加力实施保交楼贷款支持计划和房企纾困专项再贷款的同时，不排除明年一季度增加额度、乃至推出新的定向支持工具的可能。可以看到，本次会议继续强调要“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。

3、2024年一季度降息降准有可能落地。当前市场普遍关下一步是否会继续降息，即下调MLF操作利率。我们认为这主要取决于今年底明年初宏观经济走向，不能完全排除这种可能。本次会议强调，要继续“发挥央行政策利率引导作用，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”。考虑到2024年国内物价还会持续处于偏低水平，加之美欧央行也将转入降息过程，汇率因素对国内货币政策灵活调整的掣肘进一步减弱，都为进一步下调政策利率提供了较为有利的条件。另外，从支持商业银行全面参与城投平台债务重组、保持信贷投放合理增长等角度出发，2024年一季度也存在降准可能。我们判断，着眼于增强经济回升动能，2024年一季度降息降准有可能落地。另外，预计2023年12月官方制造业PMI指数将继续处于50%以下，这就意味着该指标会连续3个月运行在收缩区间。回顾历史可以看到，一旦官方制造业PMI指数连续3个月低于荣枯平衡线，货币政策做出反应的概率就会显著增加。

4、下一步政策面将引导新发放居民房贷利率较快下调，推动房地产行业尽快实现软着陆。这是当前宏观经济牵一发动全身的关键点。综合考虑当前楼市运行态势、房企资金面状况，以及新发放居民房贷利率的实际水平，我们预计接下来将在因城施策原则下，通过新发放首套房贷利率政策动态调整机制，以及适当降低二套房贷利率下限等方式，加快下调居民房贷利率，切实降低购房成本。这是扭转市场预期、推动2024年楼市企稳回暖的关键一招。考虑到2023年9月新发放居民房贷利率仍达4.02%，这方面的政策空间也比较大。

权利及免责声明:

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。