

2024年01月12日

2024新特点新变化——对我国货币政策目标的再思考

宏观研究团队

考

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 货币政策目标的变与不变：疏通货币政策传导越发重要

(1) **最终目标**：我们认为，货币政策的最终目标仍是保持币值稳定并以此促进经济增长，在新发展阶段，央行维护币值和金融稳定有利于服务中国式现代化。

(2) **中介目标**：分为数量型和价格型，着力扩大内需、提升资金效率、适度提升通胀或加强货币政策调控效果。首先，从货币金融指标和经济增速的“基本匹配”来看，近5年社融、信贷、M2增速与名义GDP增速之差缺乏显著规律。我们认为央行关注的并非眼下单一指标，经济潜在增速也可能作为锚，要从中长期视角观察。

其次，潘行长近期提到“利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”，这应是价格型中介目标。此前央行货币政策司曾指出真实利率（实际利率）应略低于潜在实际经济增速。具体看，多机构测算2021-2025年潜在经济增速在5%左右，而当前实际利率为4.6%。中长期看，2026年开始，我国潜在增速或降至5%以下，若延续这一利率目标，则实际利率理应继续下行。然而，通胀水平偏低或阻碍实际利率下行。央行通过政策利率引导实体经济融资成本下行，趋势明确，但效率下降，这或是当前货币政策价格型调控的主要阻滞。

(3) **操作目标**：央行对经济的判断可能影响其货币政策短期操作思路，而政策利率或更能体现央行货币政策态度。2020年5-8月、2022年Q2-Q4两个阶段，前期经济和货币政策环境较为相似，但区别或在于央行对再次宽松的必要性判断不同。2020年下半年货币政策并未明显发力，而2022年下半年央行进行了降准降息。我们由此推断，央行对经济的判断或影响短期货币政策思路。

央行或趋于将狭义流动性和广义流动性的政策目标进行分离。降息降准标志着央行向实体释放流动性，是宽货币信号；而市场利率或是央行综合短期流动性、去杠杆、防空转等多因素调节之后的结果。我们认为当前的货币政策框架下，央行会均衡多个目标，仍以最终目标为锚。常规宽松空间仍有，但或较为有限。2023年以来，国内需求回升偏弱，资金使用效率偏低，存款定期化严重，导致货币政策向实体需求的传导并不通畅，因此疏通货币政策传导变得越发重要。

● 2024年货币政策的新因素：化解存量债务与财政货币协同

(1) **2023年，新一轮地方政府存量债务化解工作开始**。我们预计2024年化债进程可能继续推进。一方面，特殊再融资债可能延续发行；另一方面，金融机构或将通过贷款置换、展期等方式进行债务化解。部分重债省市举债行为（例如为基建项目融资）可能受到限制。为维护流动性合理充裕，央行或将在公开市场精准投放货币，为债务置换降低成本也可能推动央行再次降息。

(2) **加强货币与财政政策协同**。Q3货币政策执行报告曾提出，要积极主动加强货币政策与财政政策协同。因此我们预计2024年准财政有望发力，货币将通过降准降息、公开市场操作等方式配合财政投放流动性。

● 2024年货币政策判断：不改稳健基调，信贷适度扩张

(1) **维持币值稳定和金融稳定是央行的两项中心任务**。2024年美国进入降息周期，人民币汇率有望企稳，对宽货币的限制或将减弱；而金融空转或在央行的有意控制下逐渐缓解。

(2) **“三大工程”和基建或成为推动信贷增长的主要抓手**。我们判断可能有近万亿的PSL规模，并假设新增1万亿特别国债，叠加2023年发行的国债可能大部分在2024年使用完成，我们测算撬动的信贷增量预计为4-5万亿元。抗灾国债、PSL有望在1-2季度形成实物工作量；也可重点关注两会之后特别国债的发行情况。我们预计2024年人民币信贷增加26万亿，全年信贷增速或在10.7%左右；预计社会融资规模增加38万亿，社融全年增速约为9.6%。测算2024一季度人民币信贷增速约为9.7%，社融增速约为9.4%。

(3) **2024年货币政策或将延续近五年以来的基调：稳健为主，愈发灵活适度**。预计2024年货币总体稳中偏宽，因为稳增长或仍是经济工作重心，降息降准皆有可能，降息包括调降政策利率、银行存款利率等。

● **风险提示**：货币财政政策执行力度不及预期；经济超预期下行。

相关研究报告

《发挥好政府投资的带动放大效应—宏观周报》-2024.1.7

《就业市场或尚不支持美联储快速降息—美国12月非农就业数据点评》-2024.1.6

《人民币汇率：2024年可能的“变与不变”—宏观经济专题》-2024.1.5

目 录

1、 货币政策目标的变与不变	4
1.1、 最终目标锚定保持币值稳定	4
1.2、 强化货币政策中介目标调控效果的根本是扩大内需	4
1.2.1、 货币数量型目标要从更长的跨周期视角观察	5
1.2.2、 重视资金使用效率，考虑短期与长期问题	5
1.2.3、 价格型中介目标：实际利率将随潜在增速向下，低通胀不利于利率下行	8
1.2.4、 提高通胀更为有效的或是财政手段	8
1.3、 操作目标或更加直接体现央行政策思路	10
1.3.1、 短期市场利率变动或更多反映央行调控的结果	10
1.3.2、 央行对经济的判断或影响货币政策短期操作思路	10
1.4、 双支柱框架：宏观审慎将金融稳定目标适当分离	13
2、 2024 年影响货币政策的因素：化解存量债务与财政货币协同	14
3、 2024 年货币政策判断：不改稳健基调，信贷适度扩张	15
3.1、 维持汇率稳定与金融稳定的平衡	15
3.2、 “三大工程”和基建或将带来信贷增量	16
3.3、 货币政策或仍以经济增长为主要目标	18
4、 风险提示	18

图表目录

图 1： 企业中长贷与固定资产投资贷款资金来源相关性减弱	6
图 2： 2023 年 M1 对 PPI 的领先效果减弱	6
图 3： 反映经济顺周期的贷款类型占比下降	6
图 4： 中央提及“资金空转”时期的资金利率大多保持高位	7
图 5： 2020 年以来实际利率波动向上	8
图 6： 近十年货币政策目标主要围绕经济增长的必要性展开	9
图 7： 2020 年货币政策刺激对 CPI 作用较弱	9
图 8： CPI 与货币供应量的相关关系有所减弱	9
图 9： 2020 和 2022 年资金利率与政策利率出现长时间偏离	10
图 10： 2020 年资金利率开始回升后央行加大逆回购数量	11
图 11： 2020 年 6 月后央行增加 MLF 净投放	11
图 12： 2020 年 6 月社融增速受国债发行提振	11
图 13： 2022 年央行控制公开市场短期流动性投放力度	12
图 14： 2022 年全年公开市场投放规模较低	12
图 15： 2022 年债市加杠杆情况较为严重	12
图 16： 2022 年信用环境先松后紧，社融增速走低	13
图 17： 政府债券发行高峰期央行增大货币投放	15
图 18： 2022 年财政发力拉高 M2 增速，社融低增长	15
图 19： 2023 年银行-非银利差有所扩大	16
图 20： 2023 年银行间质押式回购成交量再创新高	16
图 21： 美国加息周期人民币汇率存在一定贬值压力	16
图 22： 美联储降息周期下我国宽货币空间更充足	16
图 23： 制造业等新兴领域贷款余额增加	17

图 24： 2023 年房地产相关贷款余额增速持续下滑.....	17
图 25： 2024 年社融增速波动可能下降	18
表 1： 2024 年货币信贷增速锚定经济增长和价格水平预期目标.....	5
表 2： 中央始终保持对资金空转问题的关注.....	7

2023 年中央金融工作会议召开，为中长期货币金融政策定调，具体包括“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节”、“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”等。当前，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，货币金融要为经济社会提供高质量服务。本文结合 2023 年四季度政策的新基调，从货币政策框架和目标体系出发，探究货币政策框架下内容和方式的新变化，从而对 2024 年货币政策作出判断。

1、货币政策目标的变与不变

根据孙国峰《健全现代货币政策框架》一文，央行货币政策目标体系由上至下可分为最终目标，中介目标和操作目标。我们认为可以根据此框架，对当前和未来的货币政策操作提供指引。

最终目标是保持币值稳定，促进经济增长。

中介目标是保持广义货币供应量（M2）和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

操作目标是以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系。我国央行通过构建市场化的利率形成和传导机制，从而调节资金供求和资源配置。

1.1、最终目标锚定保持币值稳定

1995 年颁布的《中国人民银行法》规定，我国货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。2016 年，时任人民银行行长周小川表述我国央行的政策目标为“中国政府赋予央行的年度目标是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡”“转轨经济体的特点决定了中国央行还必须推动改革开放和金融市场发展”。因此货币政策目标逐步演变为六个需平衡的目标，可归纳为对内和对外币值稳定、经济增长与就业、国际收支平衡、金融市场发展四个方面。

《中国人民银行法》还概况央行职责为“制定和执行货币政策，防范和化解金融风险，维护金融稳定”。央行前行长易纲在 2023 年 4 月的讲话称，维护币值稳定和金融稳定是人民银行的两项中心任务。

我们认为，货币政策的最终目标仍是保持币值稳定并以此促进经济增长。在新发展阶段，央行维护币值和金融稳定有利于服务中国式现代化。其中币值稳定包括国内物价稳定和外汇稳定；经济增长包括促进充分就业；维护金融稳定是央行的另一项重要任务。

1.2、强化货币政策中介目标调控效果的根本是扩大内需

2023 年 12 月，央行行长潘功胜最新发言表示，**要保持利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配；保持货币信贷总量和社会融资规模合理增长**。这或许意味着在新发展阶段，价格和数量型两类中介目标都将经历一定调整。

1.2.1、货币数量型目标要从更长的跨周期视角观察

2023 年中央经济工作会议提出“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”，提法与此前不同。回顾过去“基本匹配”的提法和实际情况，2019-2022 年社融、信贷、M2 增速与名义 GDP 增速之差波动较大，可能缺乏固定规律。央行提示，“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识”。孙国峰在《健全现代货币政策框架》中曾表明，“基本匹配是中长期概念，不是短期概念。体现在操作上，是按年度做到基本匹配”，以及“要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标”，我们认为，**央行关注的并非眼下单一的指标，经济潜在增速也可能作为货币指标的锚，且要从中长期观察。**

表1：2024 年货币信贷增速锚定经济增长和价格水平预期目标

年份	社融增速 (%)	人民币信贷增速 (%)	名义 GDP (%)	社融-名义 GDP (%)	信贷-名义 GDP (%)	M2 (%)	政策表述 (来自前一年中央经济工作会议)
2024E	9.6	10.7	*8	1.6	2.7	11	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
2023E	9.3	10.7	5.2	4.1	5.5	10	保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配
2022	9.6	10.9	5.8	3.8	5.1	11.8	
2021	10.3	11.6	12.6	-2.3	-1.0	9	保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配
2020	13.3	13.2	2.5	10.8	10.7	10.1	货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应
2019	10.7	12.5	10.1	0.6	2.5	8.7	

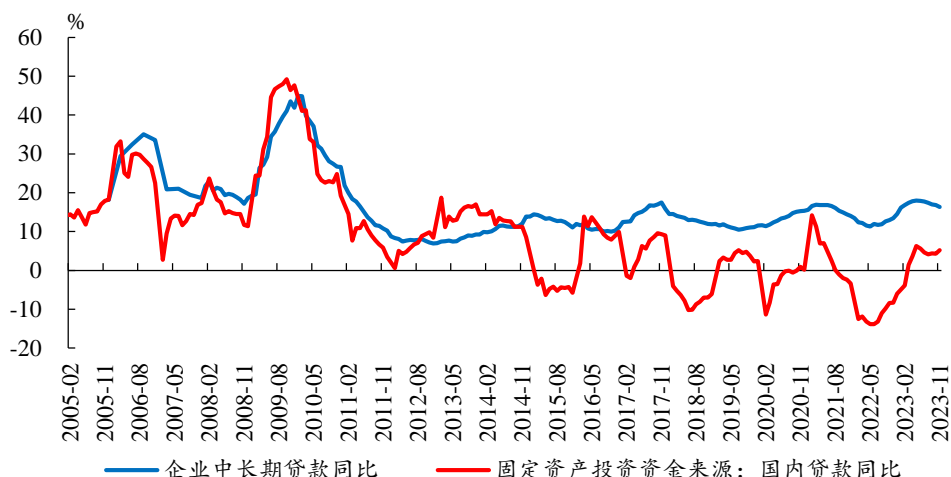
数据来源：Wind、中国政府网、开源证券研究所；注：*代表预测的 2024 年实际 GDP+通胀预期，2023、2024 年为预测值

1.2.2、重视资金使用效率，考虑短期与长期问题

第十四届全国人大常委会审议金融工作报告中提出，“近期，我国 M2 增幅高，M1 增幅低，两者不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅”。

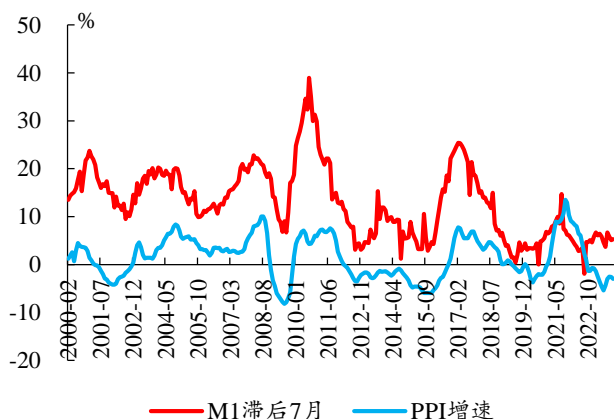
M2 与 M1 增速差扩大，或指向当前我国资金的使用效率有较大提升空间。我们认为产业结构调整、经济主体预期较弱为主要原因。首先，M1 与 PPI 的相关性自 2022 年 3 季度后走弱。一般来说，M1 增速领先工业品价格增速 7 个月，是因为 M1 大部分由地产企业的活期现金流构成，而地产销售的波动影响地产链上游工业企业价格。但 2022 年三季度以来 PPI 对活期存款的滞后增加，M1 经历拐点后 1 年左右 PPI 才见到回升拐点，反映资金供给实体企业后，企业投入扩大生产经营的效率下降。其次，经济结构的调整或导致信贷需求下滑。过去十年，地产和基建投资与信用扩张的相关性较高，对信贷的需求高，信用宽松大约领先地产和基建投资半年左右。近年来，地产和基建投资高增长模式退坡，信贷转而更多投向制造业企业。而制造业投资对信贷的需求更低，宽松货币政策拉动投资增长的周期也相对变长。2022 年在财政大力支持制造业、基建的背景下，企业信贷依然派生有限。

图1：企业中长贷与固定资产投资贷款资金来源相关性减弱



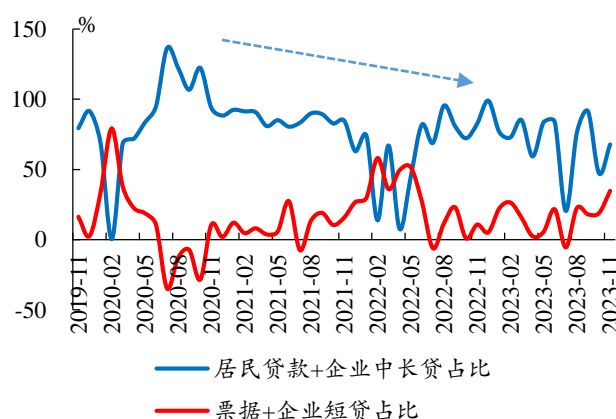
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023年M1对PPI的领先效果减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：反映经济顺周期的贷款类型占比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

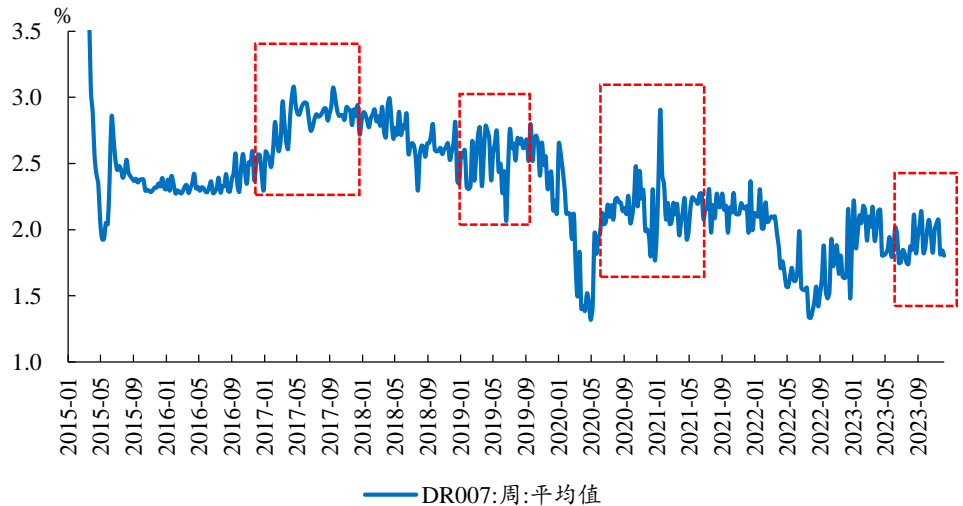
当前的资金使用效率偏低由经济结构调整、内需不足等导致。结构转型是经济中长期问题，而内需不足与疫情疤痕效应、地产低迷等中短期因素有关，同时还存在实体资金在金融体系空转等问题。三季度以来中央对资金空转的担忧加大，盘点历史上中央层面提及资金空转套利，主要是2017、2019-2020年，在相应时期货币政策也偏中性，意在维持金融环境稳定。

表2：中央始终保持对资金空转问题的关注

时间	机构	表述
2017/2/13	人民日报	杠杆收购、债市违约、票据风波等等，一段时间以来，不少热点金融事件背后都有银行资金的影子。相比传统的信贷资金，这些钱通过在不同金融市场、不同机构之间穿梭，在金融体系内部“虚投空转”，一些风险已经显现。这种新的金融风险隐患，引起市场高度关注。
2019/3/20	人民日报	一段时间以来，我国金融体系出现“脱实向虚”倾向，资金在金融体系内部空转、自我循环或者过多流向房地产市场等问题造成实体经济融资成本上升，企业融资难、融资贵等问题凸显。
2020/5/22	政府工作报告	加强监管，防止资金“空转”套利。
2020/6/3	人民银行举行金融支持稳企业保就业新闻发布会	“金融机构要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金的套利等。”人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜表示。
2020/6/24	银保监会	加强相关资金流向监测，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。
2023/8/4	发改委、财政部、人民银行、税务总局联合召开新闻发布会	要科学合理把握利率水平。既根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，防止资金套利和空转，提升政策效率，增强银行经营稳健性。
2023/11/23	全国人大审议金融工作报告	近期，我国M2增幅高，M1增幅低，两者不匹配，原因之一在于货币资金在银行间空转，或在银行与大企业之间轮流转，面向中小企业的信贷资金渠道不畅。建议出台措施，强化银行与实体企业特别是中小企业的实际联通，推动金融业特别是国有商业银行更加有效地服务实体经济。

资料来源：中国政府网、人民日报等、开源证券研究所

图4：中央提及“资金空转”时期的资金利率大多保持高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

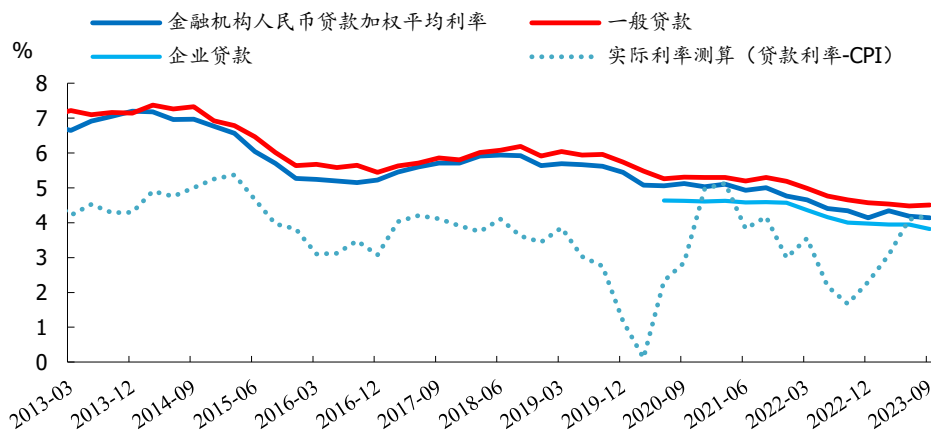
1.2.3、价格型中介目标：实际利率将随潜在增速向下，低通胀不利于利率下行

潘行长提到的“利率水平与实现潜在经济增速的要求相匹配”便指向价格型中介目标。

央行操作目标框架中，实际利率应略低于潜在增速。2022年9月，央行货币政策司的文章《深入推进利率市场化改革》指出，“真实利率略低于潜在实际经济增速，处于较为合理水平，是留有空间的最优策略”（此处真实利率应对应实际利率）。前任央行行长易纲2023年在PIIE的讲话上表示，利率策略为“将实际利率设定为略低于潜在增长率”，并提出以银行贷款加权利率减去CPI作为实际利率。潜在增速方面，央行调查统计司、社科院等最新研究认为，十四五期间中国经济的潜在增速总体在5%-5.5%之间，十五五回落到5%以下，若考虑疫情冲击，2021-2025的潜在增速可能处于测算区间的低位，在5%左右。则2021-2025年间，我国实际利率应略低于5%。当前我国实际利率约为4.6%。以2023年平均值算，实际利率水平在4%左右。中长期看，2026年开始，我国潜在增速将降至5%以下，若延续这一利率目标，则实际利率应继续下行。

若通胀水平持续偏低将阻碍实际利率下行。2023年下半年内需不足导致CPI增速降至负区间，因此尽管贷款利率全年下行，2023年实际利率水平仍有所提高。我们认为，央行通过政策利率引导实体经济融资成本下行，趋势明确，但效率下降，这或是当前货币政策价格型调控的主要阻碍。

图5：2020年以来实际利率波动向上



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.4、提高通胀更为有效的或是财政手段

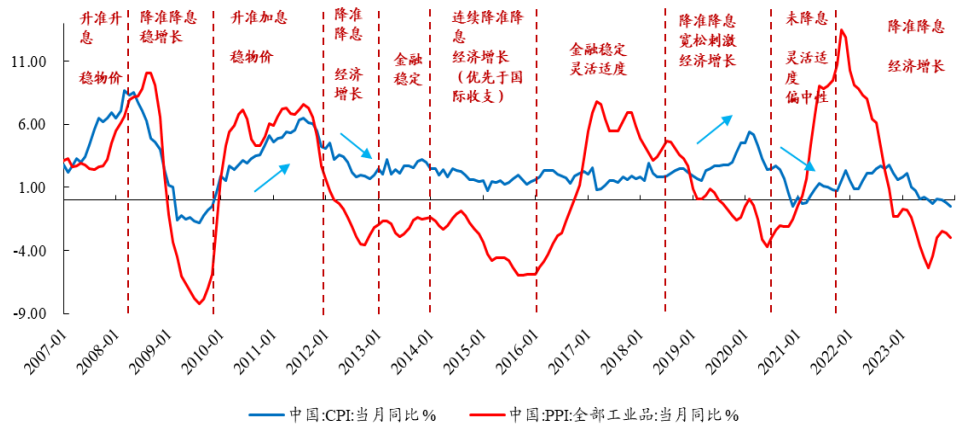
回顾过去十五年，2013年后宽货币对物价的提升作用有所下降。

基于我们对过去货币政策的复盘，在2013年以前，央行曾将物价稳定作为主要货币政策目标（2007-2008、2010-2012年）。2013年后，CPI的波动幅度明显降低，货币政策鲜将稳物价目标作为首要因素。货币政策不改稳健基调，保持合理的政策

空间，不大水漫灌也在根本上稳定了通胀水平。

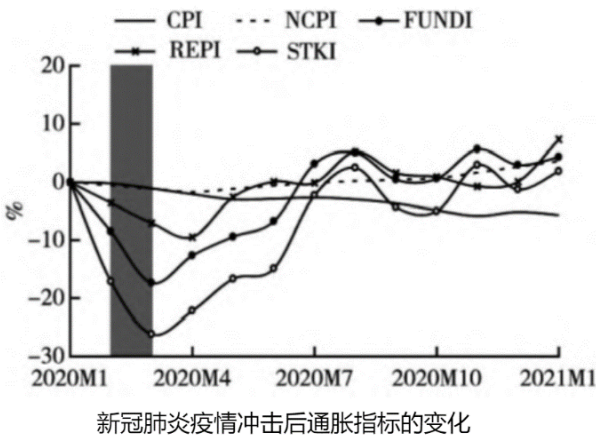
2013 年至今，传统的通货膨胀指标对经济周期和逆周期调控的敏感性下降，CPI 长期维持较低水平。一个典型的例子是 2020 年疫情初期，央行连续两次降息、三次降准，为稳经济采取宽货币刺激，但 CPI 对货币政策的反应较弱，弱于其他非消费品价格指数。物价水平降至负增长，造成当下货币政策对实体融资成本调控效果受限。

图6：近十年货币政策目标主要围绕经济增长的必要性展开



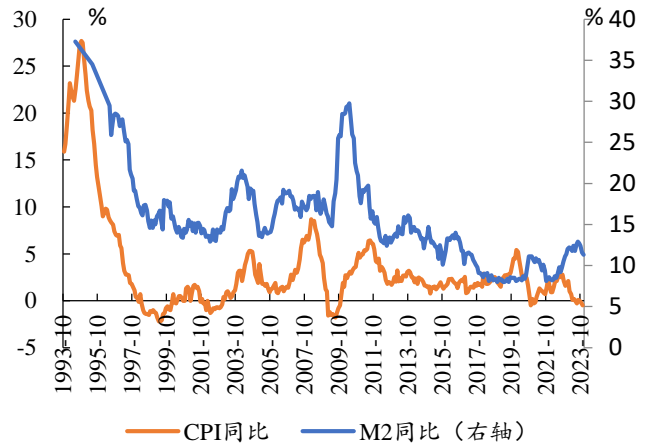
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年货币政策刺激对 CPI 作用较弱



数据来源：《货币政策重新寻锚 通货膨胀的概念与度量再研究》、开源证券研究所；注：NCPI 为非消费类通胀率、REPI 为房地产价格增长率、STKI 为股票价格增长率，FUNDI 为基金价格增长率，阴影区域为中国人民银行为应对新冠肺炎疫情冲击实施宽松货币政策的时期

图8：CPI 与货币供应量的相关关系有所减弱



数据来源：Wind、开源证券研究所

提升通胀目标下，通胀对 2024 年货币政策的掣肘或不高。我国 CPI 同比已 3 个季度处在 0% 或负区间，背后反映的是消费需求扩张不足。中央经济工作会议指出“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”，我们推断 2024

年将引导通胀上行，进而推动企业真实融资利率下行。仅靠货币政策或难以推升通胀上行。由于上文分析的资金使用效率降低、传导机制不畅通等原因，货币政策的大幅宽松对于内需的提振效果可能有限。因此，2024年推升通胀或是经济工作的重点之一，但我们认为货币政策大概率仍将稳增长作为主要目标。推升通胀可能需要财政与货币协同配合，采取财税收入等政策提升居民和企业实际收入，从而拉动消费需求改善。

1.3、操作目标或更加直接体现央行政策思路

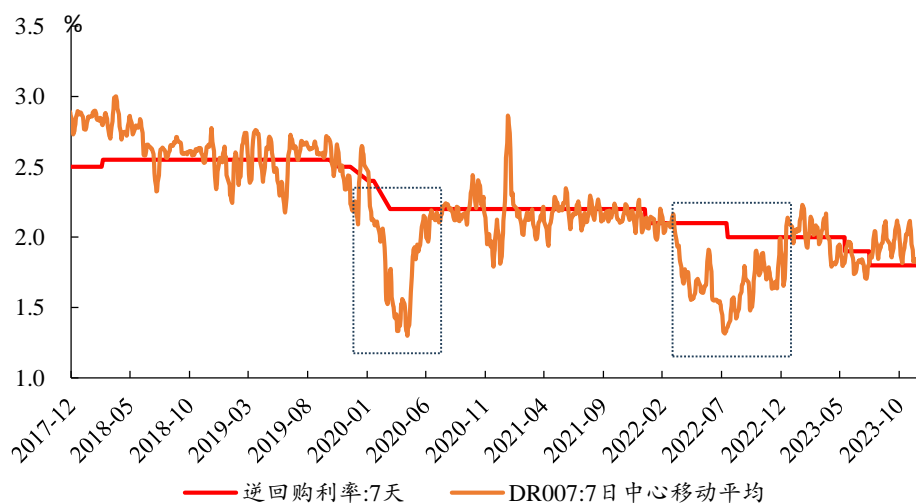
1.3.1、短期市场利率变动或更多反映央行调控的结果

央行每日在银行间市场进行价格和货币数量的调节，从而实现操作目标。央行对于银行间流动性的调节主要基于结构性流动性短缺框架，通过每日短期流动性的注入起到对资金市场利率的调控。我们认为央行掌握接近完全的信息后做出公开市场操作决定，而资金利率中枢能够反映央行调控的结果。

1.3.2、央行对经济的判断或影响货币政策短期操作思路

2023年四季度，短端市场利率始终高于政策利率，引起市场对于央行收紧货币政策的担忧。2018年开始，央行通过公开市场操作使资金利率围绕政策利率附近波动，而2020年货币政策执行报告也正式提出“市场利率围绕政策利率附近波动”，这是货币政策价格型操作目标的重要原则。这一说法提出后，有两个时期出现例外，市场利率较长时间偏离政策利率。简要复盘2020年5-8月、2022年Q2-Q4这两个阶段，经济都受较大冲击，货币宽松后市场利率大幅低于政策利率。但区别在于，市场利率回升期间，央行对再次宽松的必要性判断不同。2020年下半年货币政策并未明显发力，而2022年下半年央行选择降准降息。我们认为，这或许意味着央行对短期经济的判断左右其货币宽松的力度。

图9：2020和2022年资金利率与政策利率出现长时间偏离



数据来源：Wind、开源证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/258074065076006025>