



▲人行後續的工作重點，預計聚焦於信貸投放的政策屬性與存款利率調降，貨幣政策決策可能向著靈活性與結構性調整。

展望明年中國貨幣政策走向，內外壓力之下料將逐步趨穩，會更加注重新資金直達實體的效率。降息方面，跟隨美聯儲降息節奏，但LPR（貸款市場報價利率）的降幅可能小於MLF（中期借貸便利）；降準方面，存在50點子的常態調降空間，但或難成為臨時補充流動性的最優選擇；信貸投放「質大於量、價」，結構性、定向性工具會發揮更大的作用。

明年貨幣供給不鬆不緊

東吳宏觀 陶川
東吳證券首席宏觀分析師

筆者認為，匯率約束、銀行成本、通脹水平，是把握明年貨幣政策取向的三個「錨」。

存款利率逐步下行

今年三季度以來，貨幣政策「匯率底」的特徵越來越明顯：一是化債初期降準預期的落空，代之以價格更貴的MLF；二是在岸不提降息，離岸主動管理（外匯交易量收緊）。筆者認為這是人行在穩增長與金融防風險的綜合考量下，階段性提升了匯率調控的政策順位，而2024年這一考量同樣重要。

基本現狀與匯率貶值雙向承壓下，人行呵護市場流動性的意願依然明確，但結構性、有成本的工具更受偏愛：四季度以來對降準等低成本資金投放偏向謹慎，多以逆回購、MLF有價工具超額續作的方式補充商業銀行流動性，調控資金「量增價穩」。展望2024年，中美競爭的背景「匯率」依舊是重要一環。中央經濟工作會議中強調，「把推進中國式現代化作為最大的政治」。

除了「匯率底」，也得關注「匯率頂」。2024年美元走弱背景下，人民幣的升值壓力在政策視角下並非無虞。觀察歷史上人民幣匯率與美元指數的走勢，匯率超調現象在人民幣升值壓力區間同樣存在；且相對於貶值，人行對升值壓力調控的經驗與工具均偏少，2018年初與2021年末的兩次升值超調均伴隨着人行降準或降息的總量寬鬆操作，而後續回歸合理水平也是主要受到外部事件驅動（貿易摩擦、疫情防控）而非政策調控。

因此，筆者提示在近期匯率市場深度不足的環境下，如果明年「人民幣升」快於「美元降」或使得人行被迫進行額外寬鬆，畢竟升值超調的匯率也會拖累內地需求與通脹。

近年來內地銀行「有些忙」，作為逆周期調節背景下穩經濟和防風險的「第一線」，既要定向支持、降低實體融資成本；還是地方化債、房企風險化解的主力；本身還面臨着金融供給側改革推進。

任務多意味着負擔重，一是銀行貸款定價持續下行至歷史低位，而存款定期化又使成本難以壓降，資金空轉、貯藏停轉的現象持續。今年三季度商業銀行平均淨息差回落至1.73%，已低於監管對銀行淨息差1.8%的合意標準。結合人行近期慎用降息，反映此後利率成本端調降或優先於資產端，在新一輪存款降息展開前，「LPR-MLF」難有進一步下降空間。

二是財政發力與房企出清的壓力落在銀行。截至12月17日，全國已有

27個省市發行1.38萬億元（人民幣，下同）特殊再融資債。與此同時，近期房企出險問題持續，國有大行陸續表態擬進一步支持房企融資，若最終方案落地，地產供給問題將邊際緩解，但也勢必進一步增加銀行的風險敞口與負擔。考慮到金融穩定防風險的訴求，利率寬鬆的成本正在上升。

從穩定價格預期到調整貨幣供給規則，中央對通脹水平的關注度正在不斷提升，本質上是意圖扭轉實際利率高企對經濟回升的阻礙。那麼該如何做到？直接方法是擴大消費需求，帶動價格上升；間接途徑則是繼續降息。但結合匯率與銀行以上兩部分的分析，前者的優先級或許更大。

以實體的角度，價格水平已經切實影響到利率調降對需求的撬動效力。低通脹環境與地產等資產價格調整下，1年期LPR兩次調降，存量房貸降息落地，而居民部門貸款增速未見明顯起色，M1（狹義貨幣供應）同比下探，反映企業預期改善程度不足，貨幣貯藏需求反而攀升，資金效率與空轉問題備受關注。

盤活銀行存量資金

對此，中央今年也有兩個重要表述，一是貨幣供應與經濟增長及「價格水平預期目標」相匹配，二是「盤活存量資源」。

以「M2-名義GDP」缺口的角度來看，新的匹配機制加入了價格目標，意味着政策逆周期力度應錨向「再通脹」預期，保持適度的增速，而非受限於偏低的名義數據，避免出現「通脹疲軟-名義GDP走弱-信貸增長匹配放緩」的緊縮循環；而「盤活存量」關注的是過程，關注目前現實偏高的「M2-名義GDP」的增速差，通過優化資金空轉與內部結構的方式，逐步使缺口收斂、增速匹配。

歷史上貨幣供應與名義經濟增速的缺口是如何「彌補」的？筆者認為有三個階段值得注：第一次是1998年前後，前期地方和國企快速擴張，遭遇亞洲金融危機的發酵，出口和內需雙雙承壓，金融壓力上升。此後在國企部門改革與銀行控制不良貸款規模的情況下，人行在1998至1999年間多次降準降息，財政部同時發行特別國債支持內需。

第二次是2008至2009年，金融危機引發的大衰退衝擊中國出口貿易與企業盈利，人行多次降息降準，加上國務院常務會議快速出台「四萬億計劃」托底國內需求，名義經濟增速迅速反彈，同時2009年底人行因為擔心經濟過熱開始控制信貸使得缺口迅速彌合。

第三次是2015年至2017年，美聯儲緊縮、全球需求放緩的背景下，國內通過棚改貨幣化扭轉地產下行的趨勢，隨後金融強監管與供給側改革（使得通脹回升）同步推進，「M2-名義GDP」缺口負向走闊。

而當下的缺口收斂可能相對緩慢溫和：貨幣供給增速預計緩幅回歸新匹配規則，斜率低於以往的貨幣寬鬆退坡和監管趨嚴；名義經濟增長預計在貨幣控增量、調存量的思路下更依賴經濟的企穩和通脹的回升。

分析至此，不難看出年末政策之間的擇優決策意圖，更具效率的「寬財政」在貨幣內外均衡的壓力下先行落地。財政注重撬動，貨幣主動補位，今後一段時間人行的政策取向更加注重長期與短期、穩增長與防風險之間平衡。

在貨幣政策三重目標的調控框架下，人行的操作目標也應做相應調整：

一是價格方面，總量與結構並行。未來將更多低成本金融資源轉向科技創新、先進製造、綠色發展領域和中小微企業，支持地產基建領域「三大工程」，從融資結構上實現「推動實體經濟融資成本穩中有降」；降息節奏關注美聯儲，考慮銀行壓力，LPR調降幅度可能繼續小於MLF。

二是數量方面，盤活存量，減輕空轉。政策表態上，人行在三季度貨幣政策執行報告中罕見設專欄討論盤活存量資金，亦在金融機構座談會上強調「以信貸增長的穩定性促進經濟穩定增長」。筆者預計後續的工作重點將聚焦於信貸投放的政策屬性與存款利率調降，平滑明年全年信貸投放，把握好貨幣供給的總閘門「不鬆不緊」，以化解「M2-M1」剪刀差反映的廣義存貸款空轉現象，並通過證券化重組等方式盤活低效資金。

降準操作更加慎重

因此，結構性、定向性工具可能會發揮更大的作用，而降準類的「一次性」手段或更為慎重。隨着存款準備金率在今年兩次調降後接近歷史最低值，後續MLF、OMO（公開市場操作）等含期限價格工具或取代成為主要的流動性投放渠道。貨幣政策決策可能向著靈活性與結構性調整，注重資金直達實體，工具進退可控。

綜上所述，在貨幣寬鬆趨穩與需求緩步回升的背景，筆者預計2024年M2同比降至9.8%，財政發力及實體信心復甦帶動社融存量同比回升至10.0%，「社融-M2」剪刀差有望回正。

貨幣寬鬆新思路對市場意味着什麼？明年人行面臨的匯率與利率目標權衡意味着政策信號意義趨於多樣，即政策寬鬆不代表貨幣市場寬鬆，匯率升值不代表股市上漲。回顧歷史，2022年中以來的降息降準類貨幣寬鬆常常會使市場利率邊際回升。

因此，對於債市，博弈貨幣寬鬆後續影響的難度上升，利率波動性加大。對於權益，信貸對基本面的領先關係或有所減弱，關注資金投放結構轉型帶來的機會。

財政政策有望續加碼



洞若觀火 李湛

招商基金研究部
首席經濟學家

可以樂觀地預測，中國經濟的外部約束條件有望緩解，不排除美聯儲會在明年3月份開啟首次預防性降息的可能，這亦有望緩解中美貨幣政策周期錯位的約束。如果美聯儲政策轉向，歐央行可能跟隨美聯儲降息。對實體經濟而言，這將有助於全球製造業周期企穩回升。貿易方面，如果美聯儲的預防性降息可以使歐美經濟軟着陆的話，全球出口的鏈條將會好轉。

11月份的中國經濟數據顯示經濟復甦動能仍然由供給推動，社會融資規模、新增人民幣貸款、M1、M2等指標說明社融總量符合預期，但自發融資的需求仍然偏弱，社融的結構有待優化。11月積極財政持續發力，政府債是社融的主要支撐項，包括發行特殊再融資債約3530億元（人民幣，下同）、新增地方政府專項債約1805億元，拉動政府部門淨融資同比大增4980億元。M1增速進一步下降，顯示資金活化程度進一步降低，說明信心需要進一步修復。

在歐美處於通脹壓力時，中國由於企業盈利下降和房地產部門去槓桿過程，加大了CPI和PPI下行壓力，因此需要在財政上加大槓桿，做反向托底。這一階段，我們應該充分汲取國際利用槓桿率修復經濟的經驗和教訓。

日本在經濟泡沫後存在很長的經濟復甦周期。經濟大衰退出現後，全球需求下降導致日本的房地產、居民消費、企業投資都陷入低迷中，日央行基準利率近十年維持在零或零以下。在前十年甚至前二十年中，日本修復經濟的教訓是前期的政策刺激不足，後期居民和企業的通縮預期強化導致政策失效。一旦市場的通縮預期形成並且強化後，常規性的貨幣政策效用非常有限。

此外，日本的財政政策效果也低於預期，這是由於日本政府更迭過快，每次財政政策的執行都有重複部分，且效益無法延續。當然還有很多因素拉低了其財政政策的效果，包括日本國內的經濟效益不佳、基建的規模收益遞減、地方政府財務狀況不良導致財政政策乘數效應低於預期等。總的來說，貨幣與財政政策失效導致日本做出的很多努力都效果欠佳。

美國在次貸危機後吸取了日本90年代反向刺激政策不足的經驗教訓。在次貸危機後，美國財政和貨幣政策刺激力

度迅速加大，扭轉了居民部門和企業部門的預期，基本上只用了三年就走出了經濟危機。

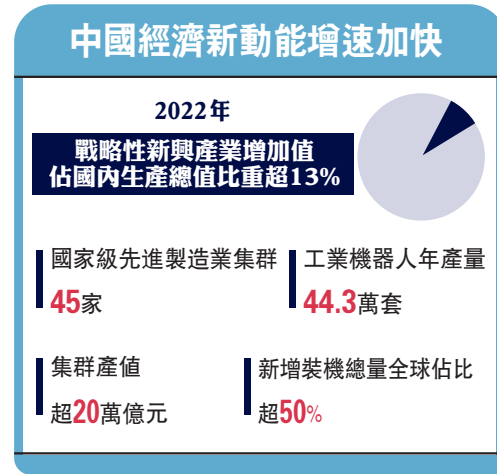
基於美日的經驗，當通脹有下滑徵兆時，如果採取去槓桿的做法，可能初期能緩解通脹下滑壓力，但同時也會導致經濟增速快速下行，致使槓桿率下降幅度不及預期，甚至在經濟增速下降過快的情況下使得槓桿率反向增長。而如果強化財政和貨幣政策的逆周期調節作用，在初期不免會引起槓桿率快速增長，但一旦槓桿率的快速增長帶動GDP修復，就會因為分母效應使槓桿率逐漸回落至正常狀態。所以在利用槓桿率修復經濟時，不能影響到經濟自身的修復能力，否則效果可能不盡如人意。

提振信心尤為關鍵

聚焦國際對經濟周期的反向操作，立足於中國現實的情況，當前階段需要把提振信心放在首位。如果明年中央財政持續堅決地加槓桿，對沖三重壓力，筆者預測明年有望實現5%的GDP增長，跟今年基本持平。內生的經濟修復能力大概能實現GDP增速4.6%，與5%之間的差距需要政府做逆周期調節。

在房地產對經濟形成拖累的背景，強調提振信心更顯重要。房地產周期有三個效應，包括財富效應、擠出效應和正向的效應，正向效應體現為居民將購房資金轉移至消費，比如今年汽車和旅遊的消費都有所增長。但總體上地產低迷拖累了內需，居民部門的風險偏好急速下降，銀行的活期定存、貨基及債基金相對於權益型基金更受歡迎，且由於財富效應，房地產所有者財富減少，進一步拖累消費和投資。因此，近期的中央金融工作會議特別提到了把提振信心放在首位。

在定調高質量發展道路邁進的同時，也希望傳統經濟部門回歸正常發展。新舊經濟在加速轉化，今年汽車工業生產總值有望突破10萬億元，狹義的房地產行業總值也近於10萬億元，包括新能源、半導體、消費電子、通訊等的高端戰略性新興產業總值在今年有望突破15萬億元，因此對GDP的貢獻角度，在新舊動能轉化過程中新動能增長速度更快，新興經濟部門超過了以房地產基建為代表的傳統經濟部門，但政府仍然需要穩住傳統經濟部門，因為傳統經濟部門對稅收、居民部門的影響上，仍強於新經濟帶來的影響。因此，希望明年中央政府的財政繼續加碼，維持今年突破3%赤字率的目標，來扭轉市場的預期，幫助傳統經濟部門回歸正軌。



▲包括新能源在內的高端戰略性新興產業總值，今年有望突破15萬億元。

美息趨降 投資市場望收復失地



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼任宅部總裁

並上調今年美國經濟增長預測至2.6%，高於9月時預測的2.1%，明年經濟增長預期由1.5%下調至1.4%。

鮑威爾表示，決策者正研究討論何時是減息時機。他透露，不會等到通脹降至2%才減息，會太遲。需要在此之前就降低對經濟的限制，政策需要時間才能在經濟中發揮效果。

對於美國經濟，鮑威爾表示現時無什麼立論基礎說明經濟進入衰退，認為降通脹同時經濟有可能避免衰退，但無法保證。鮑威爾坦言，通脹在失業率未有大幅上升情況之下降溫，仍屬過高，核心個人消費支出超過3%，前路有不確定性，正致力將通脹率恢復至2%的目標，但進程要花上一些時間。

這一兩年的加息，對美國以至全球投資市場造成一定程度衝擊，美國住宅樓市依然堅挺，跌後有力反彈，並迅速再創歷史新高。美股爭持多時，在上周公布議息結果當日，道指爆升。一如筆者近期所言，預計美國減息有望，全球樓市股市金市逐漸收復失地。基於新冠疫情及加息雙重打擊，近三年全球投資市場都有不少損失。現趁着減息憧憬撲撲，實屬正常。

聯儲預期明年通脹2.4%

聯儲局公布最新點陣圖顯示，明年底聯邦基金利率預期中值為4.6厘，低於9月時預期5.1厘，暗示明年將會減息0.75厘；2025年底利率為3.6厘，先前提估為3.9厘；2026年底為2.9厘，和先前提估相同。

局方預期明年通脹率為2.4%，2026年將回到2%目標。明年及後年失業率為4.1%，與9月時預期相同。聯儲