

宏观点评 20230927

央行三季度例会：“越来越快”的货币政策年内还将持续吗？

2023年09月27日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

- 央行三季度例会保留了“逆周期调节”表述，但对现状更趋乐观：国内经济运行由“内生动力不强”转变为“动力增强”，新增表述“加大已出台货币政策实施力度”，可能意味着央行在四季度延续 8-9 月的政策路径，力保基本面的触底回升确定性与动能。

具体来看，本次例会的表述有哪些边际变化？我们对年内央行在总量政策、汇率与地产三个主线的后续政策还有何期待？

- 总量政策方面，我们认为年内降息降准均有空间。央行表述“搞好逆周期和跨周期调节”，一方面反映的是四季度可能迎来国内经济周期的拐点，多项经济指标预计继续好转；另一方面也意味着央行研判经济形势好转的同时不会回撒政策力度。

考虑到明年 1 月大规模的信贷投放和春节的流动性紧张，以及财政的积极转向，降准或在 11 月至 12 月前瞻性落地；四季度降息 10bp 可能继续随着存款利率同步调降，保持银行利润压力在财政工具推进下依然可控，但考虑到目前美联储 11 月是否加息依然悬而未决，央行降息落地的时点还需考量。

- 汇率方面，央行明显加强了汇率控制的表述，如“校正背离”、“防范超调风险”，毕竟自今年 6 月以来离岸人民币汇率一直在 7.3 附近波动，央行在 9 月初外汇自律机制会议上也释放了“该出手时就出手”的稳汇率强信号。我们认为四季度的贬值压力的根源还在国内基本面能否扎实地回升。若接下来一系列宏观经济数据的好转能与积极的货币总量政策形成共振，市场信心回升，可促使人民币汇率阶段性离开敏感区间。

- 地产方面，不排除四季度增量政策的出台：本次地产方面表述的变动颇多，主要是对“831”的一揽子地产政策的更新。结合表述“加大已出台货币政策实施力度”，我们认为短期内央行的重点是保证现阶段政策的有效施行，毕竟地产调控落地近一个月以来销售端的修复依然有限：二手房成交量修复好于新房，主要源于“认房不认贷”落地后刺激的置换需求使得住房挂牌量大增，一时间反而强化了“供大于求”的市场格局。

由此我们不排除数据导向下的第二轮地产放松：包括目前地产销售端放松的延伸以及城中村改造、保障性住房的加快推进。销售端方面，后续的重点在于限购政策的走向：8 月底以来已有包括长沙、南京、郑州以及天津等大型二线城市放松了核心城区的限购政策，广州也于 9 月 20 日取消三个城区的限购措施，成为限购解绑落地的首个一线城市，但目前北、上、深尚未跟进，或许是受制于落户政策的协同。开工端方面，城中村改造预计是地产投资软着陆的最大支点，目前资金来源大概率由政策性银行专项借款支持，而具体项目的开工建设静待上层文件的进一步指导。

- 风险提示：国内政策定力超预期；海外货币政策超预期变化，美联储加息存在不确定性；海外经济体提前进入衰退，大幅拖累出口。

相关研究

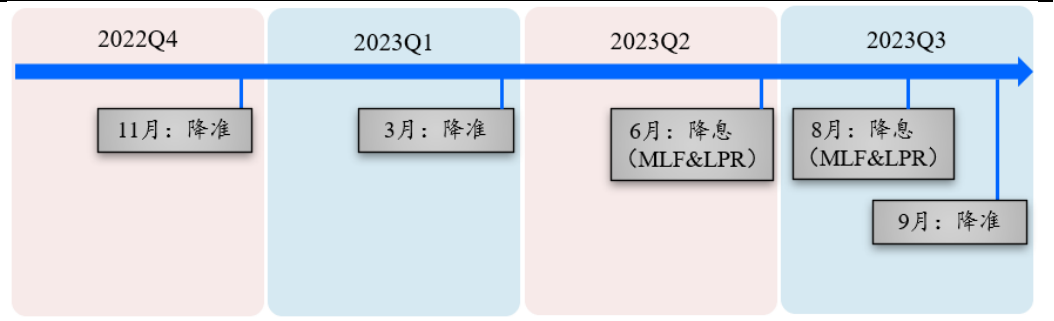
《全球“加息潮”进行到什么地步了？——海外宏观经济周报》

2023-09-24

《税收收入季节性图鉴》

2023-09-24

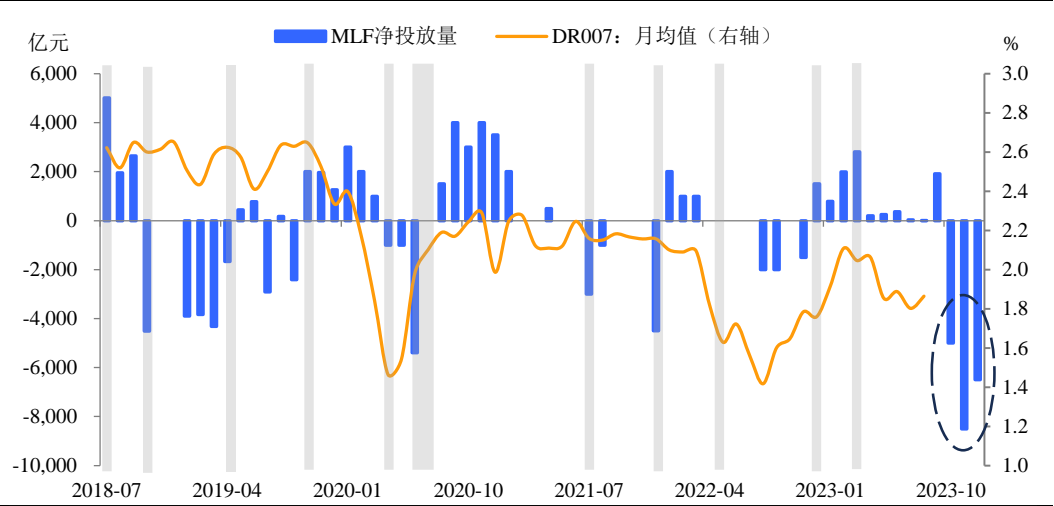
图1：四季度货币政策是否还会“越来越快”？



注：以降准降息的宣布日为准。

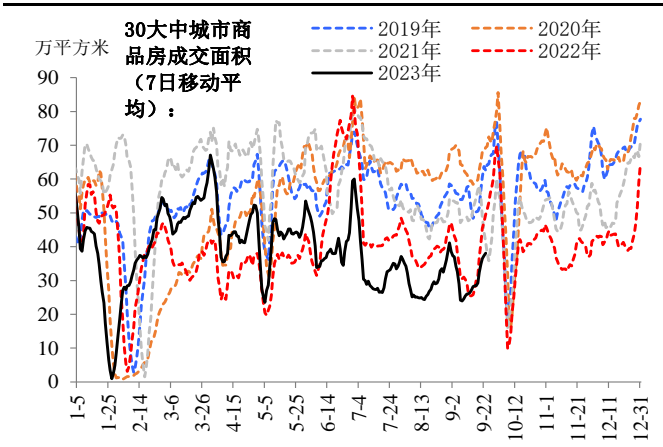
资料来源：中国人民银行，东吴证券研究所绘制

图2：四季度 MLF 到期量压力进一步增加



资料来源：Wind，东吴证券研究所绘制

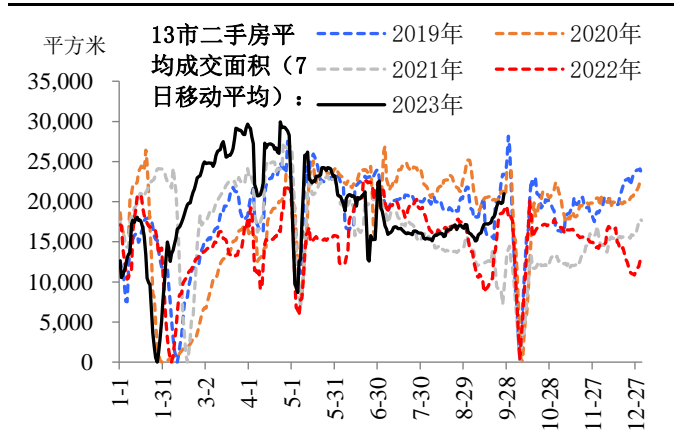
图3：9月商品房成交面积的修复相对有限



注：该数据不包括二手房数据

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：二手房成交面积修复相对新房更好



数据来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>