

政策保持定力，通胀汇率受关注

--货币政策委员会 2023 年第三季度例会解读

核心观点：

我们的分析：

- **对经济的看法：认为发达国家利率将保持高位。国内的经济内生动力增加，回升仍然是稳定的。**相比二季度，三季度货币政策委员会例会对于全球经济形势的判断，新增“发达国家利率将持续保持高位”。对于国内经济，则由二季度的“但内生动力还不强”转变为“动力增强”。
- **货币政策基调短期可能不会出现太大变化：强调持续和延续。只强调了加大已出台政策的实施力度。也就是工作重点在于落实调增的再贷款再贴现。**从二季度的“搞好跨周期调节”变化为“搞好逆周期和跨周期调节”，货币政策仍然强调逆周期调节。
- **对通胀的看法发生了变化：物价水平偏低。认为现阶段物价水平偏低，在合理水平之下，所以需要促使物价重新回到合理水平。**这是相对积极的表述，货币政策的宽松有现实基础。由于对于货币实施的总基调没有变化，所以短期内货币政策推升物价的效果可能不会很快显现。
- **对汇率的描述更为鲜明：7.3 可能是短期容忍限度。首先要校正背离，其次对于单边风险予以纠偏，再次要防范超调。**现阶段香港市场上 HIBOR 隔夜利率已经属于偏高，央行已经在收紧流动性，汇率的政策工具密集使用。汇率运行要等待美元升值的结束和国内经济的好转，预计到年末汇率压力仍然较大。
- **对于房地产的指导更为详尽：政策围绕结构化、差别化**首先推进住房信贷，其次推进住房差别化利率，再次推动“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等的金融支持。

我们的判断和政策预期：社融增速可能继续回升，四季度可能再次降息降准

- 货币政策基调短期不会出现太大变化，预计流动性仍保持合理充裕。近期央行多次强调国有大行发挥支柱作用，保持信贷稳定增长。8、9 月份政府债券融资增加，政府融资的推动和经济内生修复将带动社会融资增速的回升。
- 货币政策数量上的改变和价格上的改变可能同时进行，降准和降息均有可能推出。四季度可能再次降息降准。降息可能选择美联储货币政策真空期的 10 月，可能是单独调降 LPR5 年期的方式。降准可能是 MLF 到期量较大（8500 亿）、流动性季节性紧张的 11 月。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.地方政府债务的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长

一、 货币政策委员会季度例会对比分析

图1：货币政策委员会例会对比分析（2023年三季度与二季度对比）

内容	货币政策委员会例会 (2023年9月25日)	货币政策委员会例会 (2023年6月28日)	边际变化
经济形势判断	当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓，通胀仍处高位， 发达国家利率将持续保持高位 。国内经济持续恢复，回升向好， 动力增强 ，但仍面临需求不足等挑战。	当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓，通胀仍处高位，发达国家央行政策紧缩效应持续显现，国际金融市场波动加剧，国内经济运行整体回升向好，市场需求稳步恢复，生产供给持续增加， 但内生动力还不强 ，需求驱动仍不足。	强调经济恢复的内生动力增强
货币政策总体基调	要 持续用力 、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好 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 ，加快经济良性循环，为实体经济提供更有有力支持。 加大已出台货币政策实施力度 ，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，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。	要 克服困难 、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能， 全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作 ，切实支持扩大内需，改善消费环境，促进经济良性循环，为实体经济提供更有有力支持。 进一步疏通货币政策传导机制 ，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，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。	强调逆周期政策的持续用力，加大已出台政策的实施力度
政策性开发性金融工具	增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。	继续发挥好已投放的政策性开发性金融工具资金作用 ，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。	无重大变化
通胀	促进物价低位回升，保持物价在合理水平	关注物价走势边际变化 ，保持物价水平基本稳定。	对通胀的表述更为积极，促进物价低位回升至合理水平
结构性货币政策工具	落实好调增的再贷款再贴现额度 ，实施好存续结构性货币政策工具，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展	保持再贷款再贴现工具的稳定性，延续实施普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。	强调落实好调增的再贷款再贴现额度
金融稳定	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	无重大变化
利率	完善市场化利率形成和传导机制，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。	完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	无重大变化
汇率	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，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险 ，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、稳定预期， 坚决防范汇率大起大落风险 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	稳定汇率预期，强调加大对于单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险
实体经济	构建金融有效支持实体经济的体制机制，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。	构建金融有效支持实体经济的体制机制，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。	无重大变化
绿色金融	以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	无重大变化
消费金融	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务	无重大变化
就业	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	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	无重大变化
房地产	因城施策 精准实施差别化住房信贷政策 ，支持刚性和改善性住房需求， 落实新发放首套房贷款利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷款利率下限，推动降低存量首套房贷款利率落地见效 ，加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度，推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。	因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式。	1、强调精准实施差别化住房信贷政策 2、强调房贷动态调整机制、调降房贷利率下限、存量首套房贷款利率 2、强调加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度
平台企业	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施 ，推动平台企业规范健康持续发展	引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平	表述更为积极，强调落实促进发展的金融政策
金融开放	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	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	无重大变化

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

二、 我们的分析

(一) 对经济的看法：认为发达国家利率将保持高位。国内的经济内生动力增加，回升仍然是稳定的。

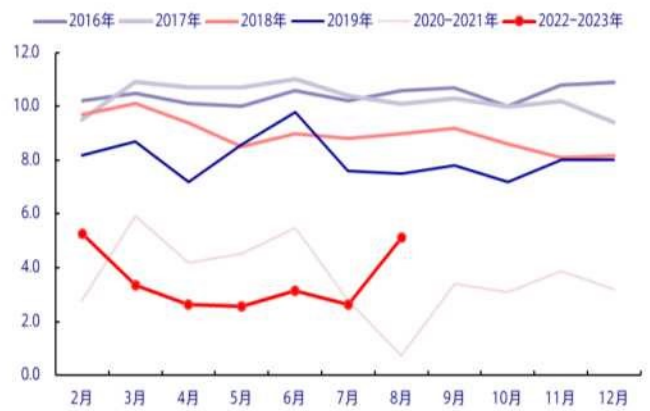
相比二季度，三季度货币政策委员会例会对于全球经济形势的判断，新增“发达国家利率将持续保持高位”。对于国内经济，则由二季度的“但内生动力还不强”转变为“动力增强”

图2：各国名义利率（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：2022-2023年8月平均消费增速（%）

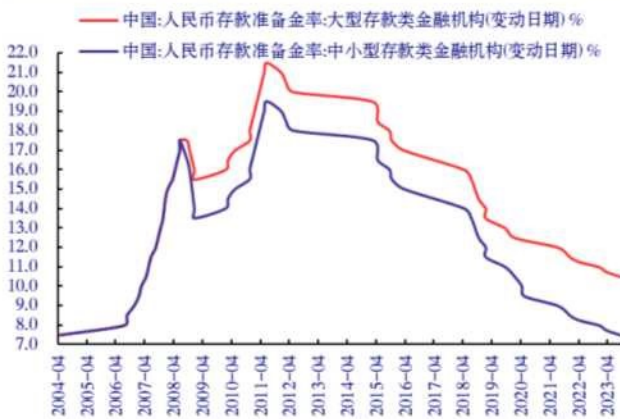


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(二) 货币政策基调短期可能不会出现太大变化：强调持续和延续。

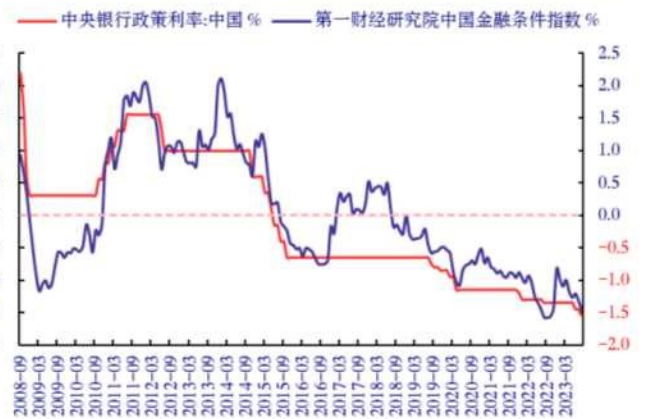
只强调了加大已出台政策的实施力度。也就是工作重点在于落实调增的再贷款再贴现。从二季度的“搞好跨周期调节”变化为“搞好逆周期和跨周期调节”，货币政策仍然强调逆周期调节。

图4：2011年末至今存款准备金率均是调降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：政策利率与金融条件指数

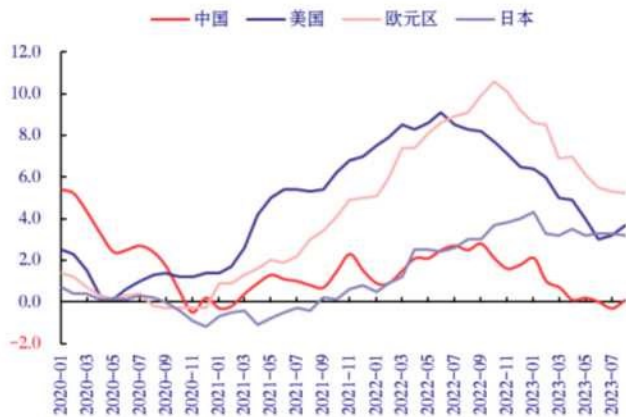


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

(三) 对通胀的看法发生了变化：物价水平偏低

认为现阶段物价水平偏低，在合理水平之下，所以需要促使物价重新回到合理水平。这是相对积极的表述，货币政策的宽松有现实基础。由于对于货币实施的总基调没有变化，所以短期内货币政策推升物价的效果可能不会很快显现。

图6: CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 核心 CPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(四) 对汇率的描述更为鲜明: 7.3 可能是短期容忍限度

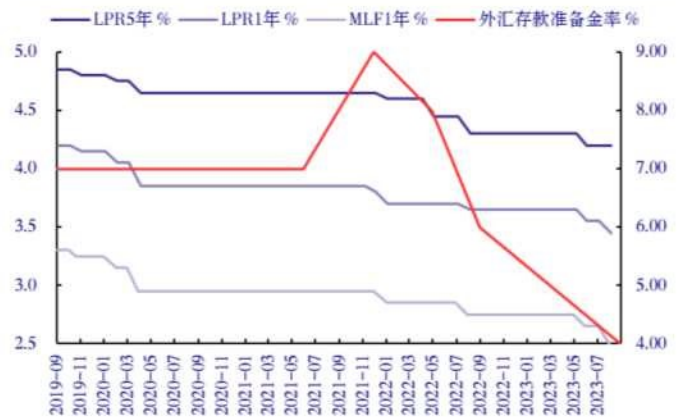
首先要校正背离, 其次对于单边风险予以纠偏, 再次要防范超调。现阶段香港市场上 HIBOR 隔夜利率已经属于偏高, 央行已经在收紧流动性, 汇率的政策工具密集使用。汇率运行要等待美元升值的结束和国内经济的好转, 预计到年末汇率压力仍然较大。

图8: 人民币汇率与美元指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 外汇存款准备金率下调



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(五) 对于房地产的指导更为详尽: 政策围绕结构化、差别化

首先推进住房信贷, 其次推进住房差别化利率, 再次推动“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等的金融支持。

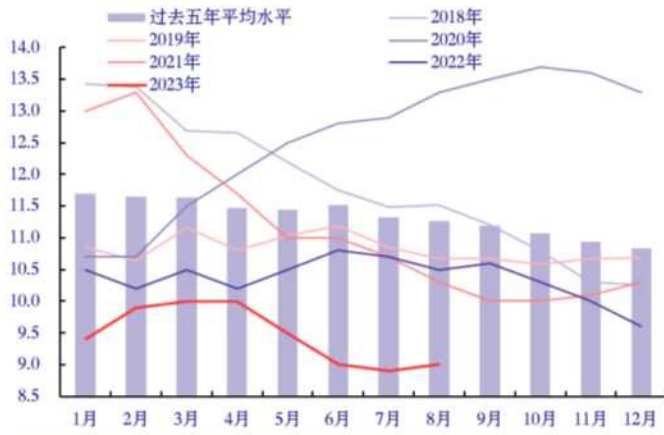
三、 我们的判断和政策预期: 社融增速可能继续回升, 四季度可

能再次降息降准

货币政策基调短期不会出现太大变化, 预计流动性仍保持合理充裕。近期央行多次强调国有大行发挥支柱作用, 保持信贷稳定增长。8、9月份政府债券融资增加, 政府融资的推动和经济内生修复将带动社会融资增速的回升。

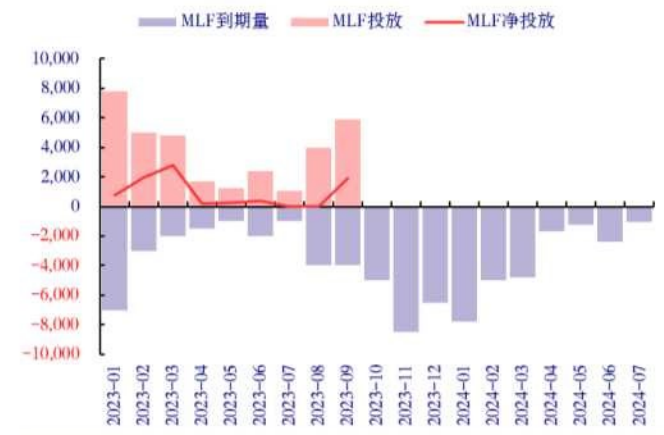
货币政策数量上的改变和价格上的改变可能同时进行, 降准和降息均有可能推出。四季度可能再次降息降准。降息可能选择美联储货币政策真空期的 10 月, 可能是单独调降 LPR5 年期的方式。降准可能是 MLF 到期量较大 (8500 亿)、流动性季节性紧张的 11 月。

图10: 社融存量增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: MLF 到期量 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 货币政策委员会例会对比分析 2023 年三季度与二季度	2
图 2: 各国名义利率 (%)	3
图 3: 2022-2023 年 8 月平均消费增速 (%)	3
图 4: 2011 年末至今存款准备金率均是调降.....	3
图 5: 政策利率与金融条件指数	3
图 6: CPI 同比 (%)	4
图 7: 核心 CPI 同比 (%)	4
图 8: 人民币汇率与美元指数	4
图 9: 外汇存款准备金率下调	4
图 10: 社融存量增速 (%)	5
图 11: MLF 到期量 (亿元)	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn