

三季度货政例会点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

稳增长、稳地产、稳汇率

事件：

9月27日，央行公告召开2023年三季度货币政策委员会例会。

央行对国内经济研判中性，强调政策要“持续用力”、着力扩大内需、提振信心等

央行对国内经济判断中性，在“回升向好、动力增强”的基础上强调“需求不足”等。三季度货币委员会例会指出，“国内经济持续恢复、回升向好、动力增强”，延续二季度执行报告中“国民经济有望持续好转”论调，较二季度委员会例会“整体回升向好”更为积极，但同时也强调仍然面临“需求不足”等挑战。

政策要“持续用力”，着力扩大内需、提振信心等。相较于二季度，三季度例会延续“搞好跨周期调节”基调，新增“逆周期调节”表述，“稳”的态度愈加明确。延续强调“发挥货币工具总量和结构的双重功能”，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环等（详情参见《稳增长，货币关注什么？》）。

政策强调加大已出台政策实施力度，强调信贷“合理增长”、加大结构性引导

政策基调强调“加大宏观调控”，加大已出台货币政策实施力度等。相较于二季度，三季度例会新增“加大已出台货币政策实施力度”，落实好调增的再贷款再贴现额度等，或指向稳增长加力以结构性支持为主。与二季度执行报告相一致，或加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施等领域的支持力度等。

信贷政策强调“合理增长、节奏平稳”，加大对科技、制造业等结构性支持力度。相较于二季度执行报告的“总量适度”，三季度例会强调信贷“合理增长”，延续“节奏平稳”等表述。此前8月中旬央行会议已释放一定信号，“保持好贷款平稳增长的节奏，适当引导平缓信贷波动，增强金融支持实体经济力度的稳定性”。操作层面上，更加侧重于加大力度支持科技型企业融资，引导金融机构增加制造业中长期贷款等。

其他：聚焦存量房贷利率下调等地产政策落地实施，防范汇率超调风险等

政策对地产着墨增多，聚焦存量房贷利率调降落地、加大城中村改造等。相较于二季度，三季度例会更加侧重于融资端“因城施策”，强调实施“差别化住房信贷政策”；同时，落实新发首套房贷利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房利率落地等，加大对“平急两用”基础设施、城中村改造等金融支持力度等。防风险关注度依然较高、尤其是汇率，强调“坚决防范汇率超调风险”等。和二季度执行报告一致的是，三季度例会对汇率着墨依然较多，延续“综合施策”、“稳定预期”等，新增“校正背离”；同时强调，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险等，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

图表1：2023年三季度与2023年二季度货币政策委员会例会主要内容比较

	2023Q3	2023Q2
经济金融形势	今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用利率、准备金等政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本明显下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。	今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，推动经济运行整体好转。稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，贷款利率明显下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户延续稳定顺差，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。
政策基调	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。
货币政策	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，搞好跨周期和跨周期调节，更好发挥货币政策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力的支持。	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力的支持。
地产/平台经济政策	加大已出台货币政策的实施力度，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳...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。促进物价低位回升，保持物价在合理水平。落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存量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。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。	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...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。关注物价走势边际变化，保持物价水平基本稳定。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。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。
其他	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。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。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。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，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。	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。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。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。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，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。
其他	坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。坚持“两个毫不动摇”，打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，进一步加强部门间政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。	坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，更好统筹质的有效提升和量的合理增长，推动经济运行持续整体好转。坚持“两个毫不动摇”，打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，进一步加强部门间政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

来源：中国人民银行、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复，对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402