

持续用力逆周期，校正背离稳汇率

事件点评

人民银行货币政策委员会三季度例会点评

投资要点

- ◆ 会议指出当前仍面临需求不足等挑战，提出要“持续用力”加大宏观政策调控力度，并重提“逆周期调节”，传递出货币政策持续实施中性偏松操作的立场，维持4季度仍需实施降准和结构性降息的判断不变。本次例会对国内经济的总结中删除了二季度例会中“市场需求稳步恢复，生产供给持续增加”的表述，精炼为“持续恢复”，并强调仍面临需求不足等“挑战”。在此基础上，本次例会更加明确地表达出增强货币政策调控力度的含义，新提出“持续用力”加大宏观政策调控力度，并在延续“搞好跨周期调节”的基础上，重提“逆周期调节”这一往往在经济下行压力较大时期使用的定性阐述。对通胀的分析也不再使用“关注物价走势边际变化”的中性描述，而改为“促进物价低位回升”的更接近某种幅度的货币偏松立场的要求。总体上，我们认为在当前居民消费内需不强、房地产销售和投资二季度以来二次探底、外部环境复杂严峻外需恢复程度有限的大背景下，本次会议更加坚定地传递出坚持中性偏松的货币政策立场，预计四季度仍需实施降准和结构性降息。
- ◆ 会议明确认为发达国家利率“将持续保持高位”，同时首提汇率“校正背离”并再度强调坚决防范“超调风险”，显示四季度货币政策操作或将格外重视幅度精准，平衡稳定汇率和需求扩张两大目标，作为流动性投放的理想工具，预计23Q4进一步降准50BP，而降息方面则为兼顾稳汇率稳息差，预计延续实施向1年期倾斜的政策利率结构性小幅下调。上周美联储在9月FOMC会后大幅上修了2023-2024年经济预测，海外发达经济“美强非美弱”的分化格局日益明显，美元指数从7月中旬低点已经累计反弹超过6%，在此背景下本次例会明确判断发达国家利率“将持续保持高位”，充分关注到美联储鹰派立场对我国货币政策的外溢效应。当前背景下货币政策需持续支持加快建设现代化产业体系，汇率预期的平稳是重要的先决条件。美元指数重返高位并可能保持更长时间，意味着中美货币政策分化的程度要有所控制，货币政策操作务求提升效率，优化结构。8月以来银行间资金面趋紧，反映出当前央行流动性投放稍显不足，去年实施较多的再贷款再贴现工具以及央行上缴利润所对应的基础货币投放今年均未能延续，在本次例会敦促“落实好调增的再贷款再贴现额度”的基础上，四季度特别是12月流动性仍然较为紧张，我们维持12月降准50BP的预测不变。而对于影响汇率更为直接的政策利率曲线，我们预计为兼顾稳汇率和稳息差、促投资考虑，仍将实施向1Y倾斜的结构性小幅降息，维持23Q4下调1Y LPR 10-15BP，下调5Y LPR 5-10BP的预测不变。
- ◆ 会议简要提及“加大”对“城中村改造”的金融支持力度，但在稳汇率的坚定态度下，再度实施大规模基础货币投放以迅速推动城中村改造可能并非当前货币政策的首选操作方向。房地产需求政策的结构性放松需要货币政策合理力度地配合。本次会议呼应了“认房不认贷”、降低存量首套房贷利率、调降首付比和二套房贷利率下限等7月政治局会议以来的地产政策结构性放松措施。而对于“城中村改造”所需的金融支持，会议态度较2015年“货币化棚改”时期明显更加审慎，仅简短提到加大城中村改造的金融支持力度，不仅顺序位于“平急两用”公共基础设施之后，而且并未明确采取PSL等基础货币投放工具给予直接支持，亦无涉及对支持规模的描述。货币政策一旦以过大幅度的降息或基础货币投放刺激地产，极易导致本币贬值，在稳汇率的坚定信念指导下，建议理性看待本轮货币政策对地产放松的配合。
- ◆ 风险提示：货币政策配合地产放松力度不及预期风险，美联储超预期偏鹰风险。

分析师

秦泰

 SAC 执业证书编号：S0910523080002
 qintai@huajinsec.cn

相关报告

华金宏观·双循环周报（第27期）-美联储“不战而胜”，“强美元”如何应对？

2023.9.24

经济数据点评（2023.8）暨双循环周报·第26期-内外主线交织，经济接近筑底

2023.9.15

9.14 人民银行降准25BP 点评-降准是稳投资、稳息差、稳汇率的最佳平衡

2023.9.14

金融数据速评（2023.8）-政府加杠杆提速，居民去杠杆持续，央行发声稳定汇率

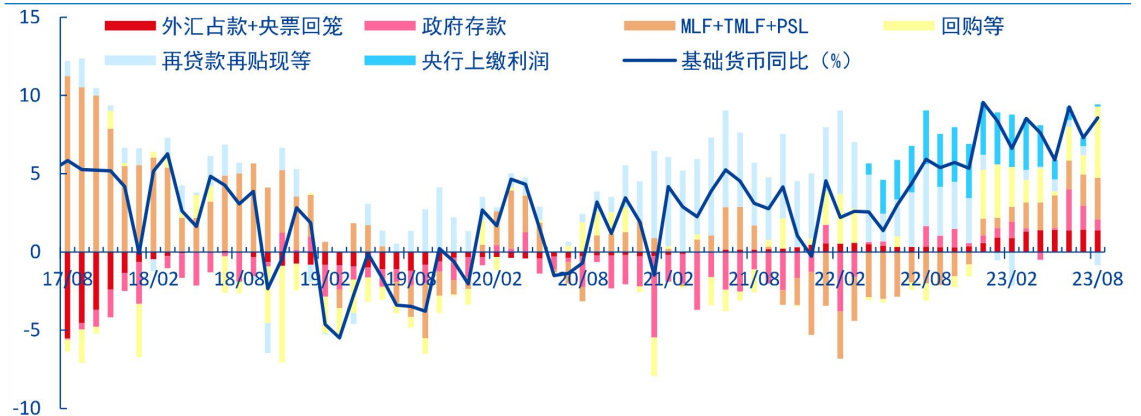
2023.9.11

华金宏观·双循环周报（第25期）-汇率与地产的“鱼和熊掌”

2023.9.10



图 1: 基础货币同比及贡献结构 (%)



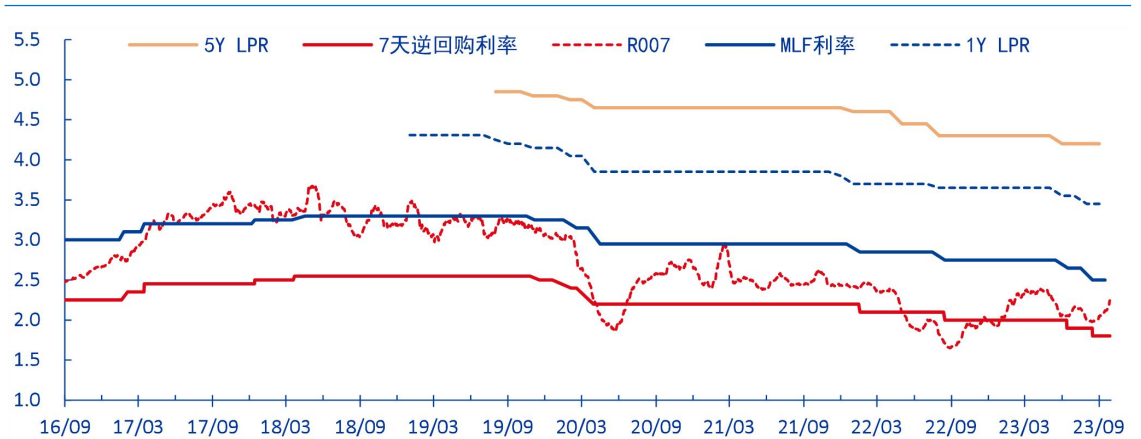
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 2: 货币乘数同比及贡献结构 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 3: R007 与政策利率体系 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn