

## 跨周期与逆周期并举，货币政策延续积极

### --《国务院关于金融工作情况的报告》解读

#### 核心观点：

2023年10月21日，在第十四届全国人民代表大会常务委员第六次会议上，中国人民银行行长潘功胜就2022年第四季度以来金融工作情况做了报告总结。

#### 我们的分析：

**1、货币政策基调延续积极，总量与结构并行。**三季度经济继续上行，增长高于市场预期，这种趋势有望延续至四季度，我们调高全年GDP增速至5.2%-5.3%。经济回升使市场可能会产生政策支持边际转弱的预期。央行再次强调“把握好逆周期和跨周期调节”，释放货币政策保持积极的信号。“总量适度，节奏平稳”的背景下，四季度社融增速将继续上行。结构性的货币工具重点仍然在“普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新、基础设施建设”，以支持经济转型。

**2、流动性保持“充裕”，意在配合财政政策协同发力。**8月地方政府专项债发行提速，9月、10月国债发行提速。我国政府债券的发行认购大部分由商业银行完成，需要消耗银行体系的流动性，当前保持流动性充裕有重要意义。10月货币市场利率快速上行，流动性紧张，市场有央行收紧流动性的疑虑。我们认为央行当前并没有发生转向，并不是央行减少货币投放带来资金的紧张。而是政府债券的加速发行引起资金紧张，央行呵护流动性合理充裕的意图没有发生改变。9月超预期降准，10月MLF超额续作净投放2890亿元，最近一周公开市场逆回购净投放7880亿元。

**3、防风险工作聚焦化债和房地产。**10月，与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行提速，截止21日已发行7263亿元。央行强调“引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险”，重点工作仍是维护商业银行的流动性以支持化债。房地产政策，一方面是继续推进差别化的住房信贷政策，进一步降低首付比例，调降房贷利率的下限仍然有政策空间；另一方面则是强调“一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳”，民营企业公司的融资需求可能会迎来边际改善。

**我们的判断和政策预期：四季度降准的必要性高于降息，“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”的背景下降息仍然是利率政策的方向，2024年非对称的宽幅降息是更优的选择。价格工具的使用可能会给人民币汇率带来压力，短期央行将密集使用汇率工具箱“稳预期、防超调”，中长期看中美货币政策周期错位的改善将减轻金融条件对汇率的压力。**1、展望四季度，配合财政逆周期发力、化债工作的推进，都需要保持商业银行流动性合理充裕。进入10月，货币市场利率、债券市场利率的上行压力主要来自于政府债券融资的提速。DR007持续高于政策利率，10年期国债收益率围绕2.7%波动，远高于锚定的1年期MLF利率。当前时点降准的必要性高于降息。11月、12月MLF的到期量为8500亿（年内最高）、6500亿，四季度降准的可能性上升。2、货币政策执行报告和金融数据发布会强调保持商业银行合理利润，引发市场对于降息的疑虑，央行强调“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，意味着引导LPR下调降低企业融资成本和个人消费信贷成本的方向不变，只是更强调利率政策的针对性，最终达到银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现。先调降LPR1年期引导存款利率下调，再调降5年期引导贷款利率下调的非对称降息是更优选择。展望2024年，支持经济增长，低通胀运行带来的实际利率上升压力，都需要进一步调降政策利率，同时房地产供求关系发生根本改变将不再制约宽幅降息。

#### 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.政府债券发行不及预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险

2023年10月21日，在第十四届全国人民代表大会常务委员会第六次会议上，中国人民银行行长潘功胜就2022年第四季度以来金融工作情况做了报告总结。下一步工作部署主要包括六个方面：货币政策、金融监管、金融服务实体经济、金融改革和对外开放、防范化解金融风险、金融市场稳健运行。

## 一、 货币政策基调延续积极，总量与结构并行

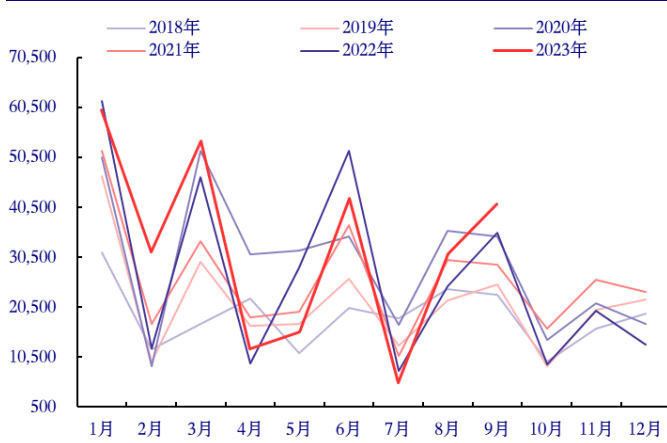
三季度经济继续上行，经济增长高于市场预期，供需两方面均有积极因素，这种趋势有望延续至四季度，我们调高全年GDP增速至5.2%-5.3%。在此背景下市场可能会产生政策支撑边际转弱的预期。央行再次强调“把握好逆周期和跨周期调节”，释放货币政策保持积极的信号。

当前经济增长仍需要政策的继续支持，政府债券存量增速8月、9月连续上行带动社融增速上行，但是去除政府债券的社会融资存量增速则从5月份以来不断下行，还未出现回升。结合库存周期来看，后续仍需要政策支持带动经济内生修复。

“总量适度，节奏平稳”，央行8月、9月政策引导加大信贷投放，8月18日央行在联合会议指出，“主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用”9月20日，央行在国务院例行吹风会强调“发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性”四季度有望延续继续推动社融增速上行。

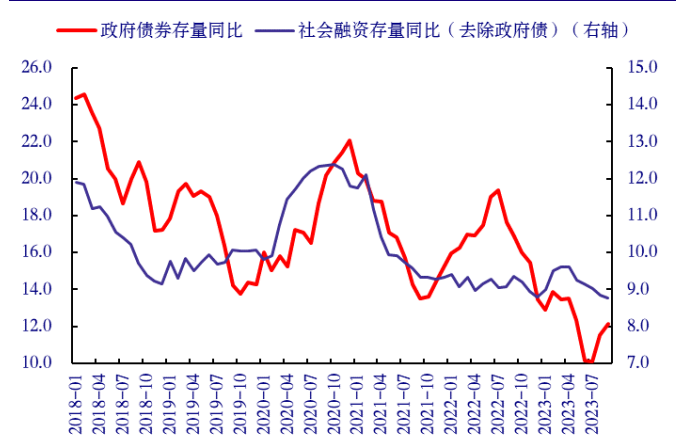
结构性的货币工具重点仍然在“普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新、基础设施建设”，以支持经济转型。

图1：新增社会融资季节性变化（亿元）



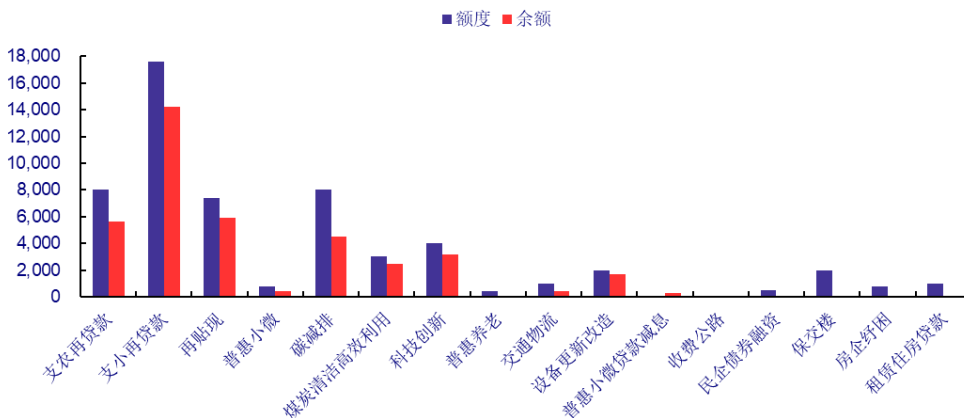
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：去除政府债券的社会融资规模增速和政府债券融资增速（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：结构性货币政策工具使用情况（亿元）截止2023年6月末



资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

**图4：结构性货币政策工具使用情况（亿元）截止 2023 年 6 月末**

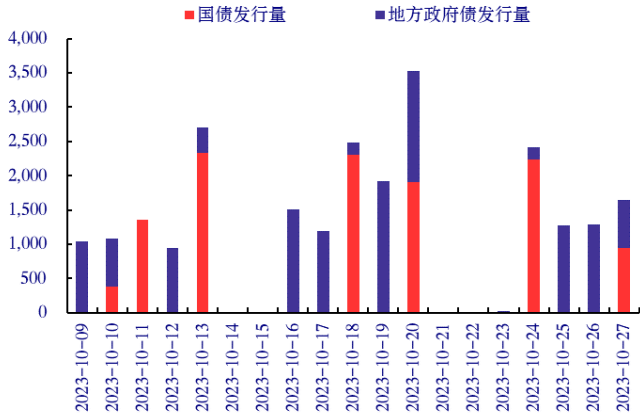
工具名称		存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例（%）	额度（亿元）	余额（亿元）
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2.00	8,000	5,668
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2.00	17,600	14,231
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2.00（6个月）	7,400	5,950
阶段性工具	1 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1.00（激励）	800	398
	2 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40		29,896
	3 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75	8,000	4,530
	4 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	3,000	2,459
	5 科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75	4,000	3,200
	6 普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	400	13
	7 交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75	1,000	434
	8 设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75	2,000	1,694
	9 普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1.00（激励）		269
	10 收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.50（激励）		0
	11 民企债券融资支持工具（II）	存续	民营企业	专业机构	1.75	500	0
	12 保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00	2,000	5
	13 房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75	800	0
	14 租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75	1,000	0

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

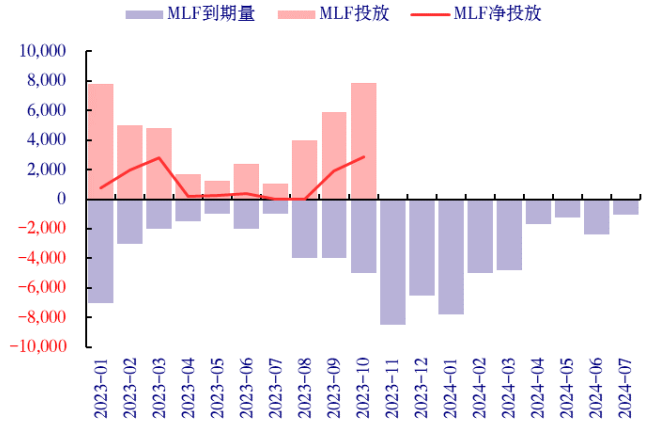
## 二、流动性保持“充裕”，意在配合财政政策协同发力，支持经济增长

8月地方政府专项债发行提速，9月、10月国债发行提速。我国政府债券的发行认购大部分由商业银行完成，需要消耗银行体系的流动性，当前保持流动性充裕有重要意义。10月货币市场利率快速上行，流动性紧张，市场有央行收紧流动性的疑虑。我们认为央行当前并没有发生转向，并不是央行减少货币投放带来资金的紧张。而是政府债券的加速发行引起资金紧张，央行呵护流动性合理充裕的意图没有发生改变。9月超预期降准，10月MLF超额续作净投放2890亿元，最近一周公开市场逆回购净投放7880亿元。

**图5：10月政府债券发行量（20日之后为计划值）（亿元）**
**图6：10月MLF平价超量续作2890亿元（亿元）**

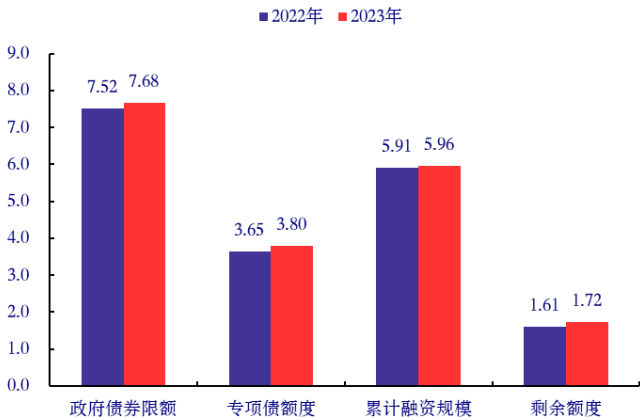


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



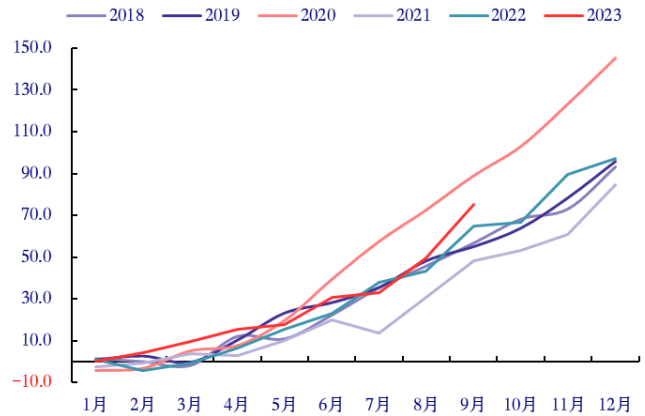
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 政府债券融资规模 (万亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: 国债发行节奏 (%)

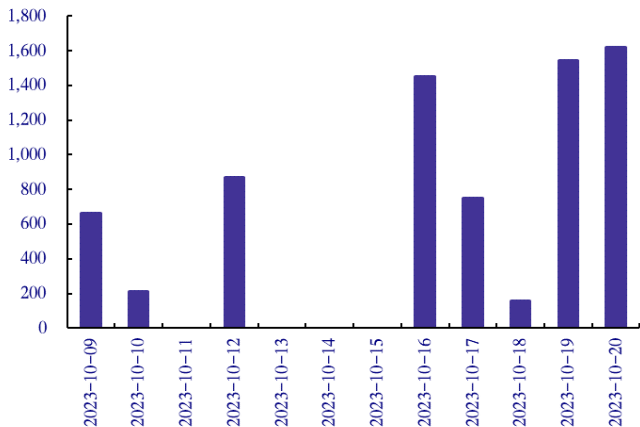


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 三、防风险工作聚焦化债和房地产

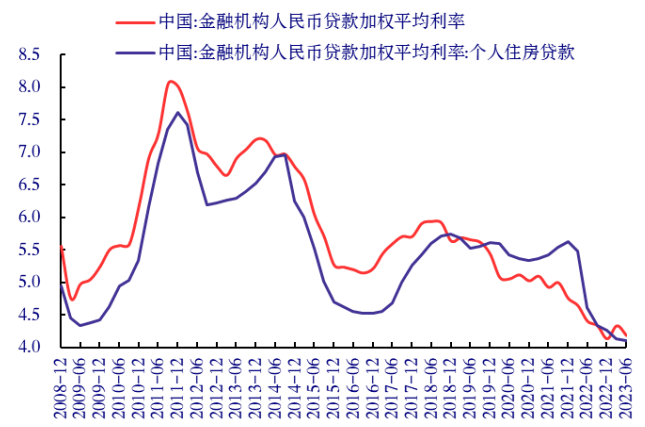
10月，与化债相关的地方政府特殊再融资债券发行提速，截止21日已发行7263亿元。央行强调“引导金融机构依法合规支持化解地方债务风险”，重点工作仍是维护商业银行的流动性以支持化债。对于房地产的支持，一方面是在因城施策的框架下继续推进差别化的住房信贷政策，进一步降低首付比例，调降房贷利率的下限仍然有政策空间；另一方面则是强调“一视同仁支持房地产企业合理融资需求，保持房地产融资平稳”，民营地产公司的融资需求可能会迎来边际改善。

图9: 地方政府特殊再融资债发行量 (以发行起始日统计) (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 个人住房贷款利率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

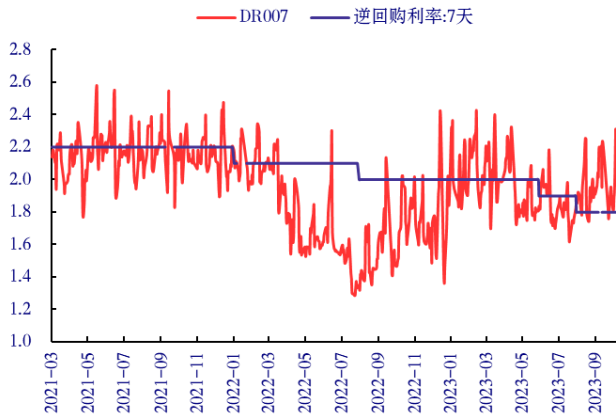
## 四、 我们的判断和政策预期：四季度降准的必要性高于降息

四季度降准的必要性高于降息，2024 年非对称的宽幅降息是更优的选择。价格工具的使用可能会给人民币汇率带来压力，短期央行将密集使用汇率工具箱“稳预期、防超调”，中长期看中美货币政策周期错位的改善将减轻金融条件对汇率的压力。

1、展望四季度，配合财政逆周期发力、化债工作的推进，都需要保持商业银行流动性合理充裕。进入 10 月，货币市场利率、债券市场利率的上行压力主要来自于政府债券融资的提速。DR007 持续高于政策利率，10 年期国债收益率围绕 2.7% 波动，远高于锚定的 1 年期 MLF 利率。当前时点降准的必要性高于降息。11 月、12 月 MLF 的到期量为 8500 亿（年内最高）、6500 亿，四季度降准的可能性上升。

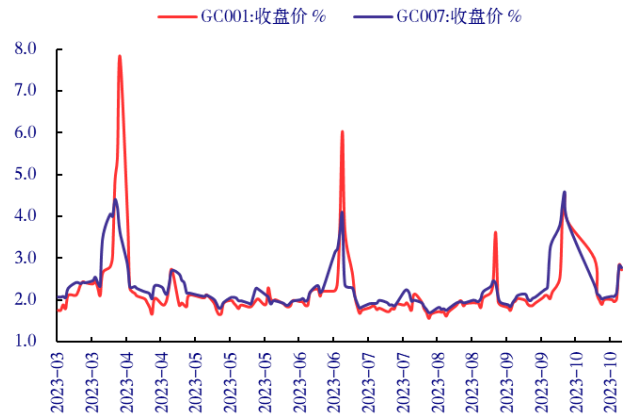
2、货币政策执行报告和金融数据发布会强调保持商业银行合理利润，引发市场对于降息的疑虑，央行强调“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，意味着引导 LPR 下调降低企业融资成本和个人消费信贷成本的方向不变，只是更强调利率政策的针对性，最终达到银行保持合理利润和融资成本稳中有降两个目标的兼顾实现。先调降 LPR1 年期引导存款利率下调，再调降 5 年期引导贷款利率下调的非对称降息是更优选择。展望 2024 年，支持经济增长，低通胀运行带来的实际利率上升压力，都需要进一步调降政策利率，同时房地产供求关系发生根本改变将不再制约宽幅降息，非对称降息是更优的选择。

图11: DR007 快速上升至 2.3108 % (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 上证所国债回购利率快速上升



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 同业存单发行利率与 MLF 利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

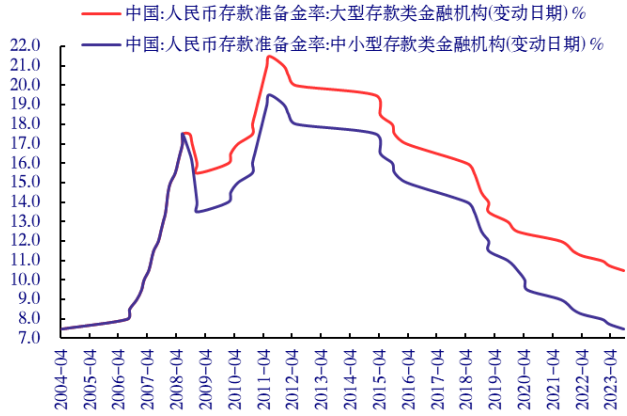
图14: 10 年期国债收益率与 MLF 利率



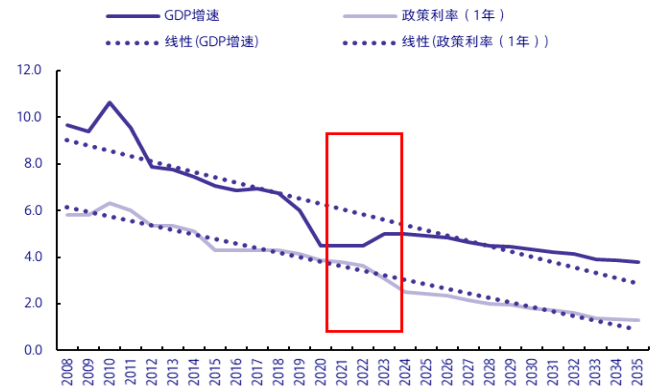
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 存款准备金率还有足够下降空间 (%)

图16: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 图表目录

图 1: 新增社会融资季节性变化 (亿元) .....	2
图 2: 去除政府债券的社会融资规模增速和政府债券融资增速 (%) .....	2
图 3: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 6 月末 .....	2
图 4: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 6 月末 .....	3
图 5: 10 月政府债券发行量 (20 日之后为计划值) (亿元) .....	3
图 6: 10 月 MLF 平价超量续作 2890 亿元 (亿元) .....	3
图 7: 政府债券融资规模 (万亿元) .....	4
图 8: 国债发行节奏 (%) .....	4
图 9: 地方政府特殊再融资债发行量 (以发行起始日统计) (亿元) .....	4
图 10: 个人住房贷款利率 (%) .....	4
图 11: DR007 快速上升至 2.3108 % (%) .....	5
图 12: 上证所国债回购利率快速上升 .....	5
图 13: 同业存单发行利率与 MLF 利率 .....	5
图 14: 10 年期国债收益率与 MLF 利率 .....	5
图 15: 存款准备金率还有足够下降空间 (%) .....	5
图 16: GDP 潜在增速和政策利率预期 (%) .....	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