

货币财政和衷共济，降准降息年内可期

事件点评

《货币政策执行报告》（2023年三季度）点评

投资要点

◆ **积极主动加强货币政策与财政政策协同，更加注重做好跨周期和逆周期调节，宣告货币财政和衷共济共同扩张周期启动。**中央金融工作会议之后的首期《货币政策执行报告》中，以罕见的坦率的口吻宣告了新一轮货币政策和财政政策双轮驱动，共同扩张周期的启动。一方面，本季度《报告》明确要求“持续用力、乘势而上”，“坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨”，“更加注重做好跨周期和逆周期调节”，从总量角度明确强化了货币政策进一步支持实体经济高质量发展的定位。另一方面，专栏3《积极主动加强货币政策与财政政策协同》罕见地明确表达了“人民银行将进一步加强与财政政策的协调配合”的导向立场，并详细阐述了财政扩张需要货币政策“主动补位”的核心逻辑：在地方政府债券发行加快、四季度增发万亿国债的背景下，由于发债到财政支出存在时间差，我国商业银行持有国债占比较高，政府债券的集中大量供给需要央行“前瞻性通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多种渠道加大流动性供给”。上述分析完全符合我们在增发万亿国债、中央金融工作会议、以及年度展望报告中对于货币财政需双轮驱动同步扩张，才能同时保证长端利率和汇率的稳定并有效促进国内消费和投资需求增长的政策逻辑。

◆ **提高利率政策协同性，进一步推动降低实际贷款利率，意味着继续实施向1年期LPR/MLF利率倾斜的结构性降息措施的必要性提升，而降准投放高效率低成本流动性是缓和资金面紧张的必要数量手段，年底前以及2024年降准降息可期。**《报告》较上季度更加明确地提出“维护好存贷款市场秩序，进一步推动金融机构降低实际贷款利率”的要求，将其与“增强金融支持实体经济的稳定性”的新增导向直接相联系。《报告》在专栏1中详细阐述了存贷款利率协同引导下降，支持经济回升向好的逻辑，主要分为三个层次：一、通过7天逆回购和MLF利率分别下降20、25BP，引导1Y、5Y LPR分别下降20、10BP，对贷款利率有普遍的下行引导作用。二、调整优化房贷利率政策，存量首套房贷利率随最新政策有比较明显的下降，同时放宽首套房贷利率下限条件的执行城市数量进一步增加到119个，房贷利率出现了明显的回落。三、通过存款利率市场化调整机制，引导主要银行下调存款利率10-25BP，“缓解存款定期化长期化倾向”，而由存款利率下行所带动的银行净息差稳定作用，则“为银行让利实体经济创造有利条件”。二季度以来，政策利率下调走在了流动性供给量改善的前面，银行间资金面利率水平高于下调后的短端政策利率目标的利差有所扩大并保持数月较高水平，这意味着如果未来在财政扩张的背景下，货币政策要进一步引导实体经济融资成本下降，就必须通过更大幅度、更加果断前瞻地实施降准等成本低、效率高、投放最长期流动性的数量型操作，才有可能在弥合当前资金面利率与政策利率目标正缺口的基础上，进一步引导政策利率和贷款利率下调，而同时为保证商业银行合理可持续的净息差水平，多降1年期LPR/MLF利率以基本保证存贷款利率下调幅度的协调性，则是未来降息路径中的结构性重点。我们维持12月和明年分别降准50BP、100BP的预测不变，维持12月调降1Y LPR/MLF利率10BP，调降5Y LPR 0-5BP的预测不变。

◆ **风险提示：**流动性供给慢于预期导致资金面持续紧张风险，美联储超预期紧缩导致人民币汇率再度承受趋弱压力风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.com

相关报告

美元下行趋势确认？地产即将迎来底部？——
 华金宏观·双循环周报（第33期）

2023.11.25

财政支出扩张在即，制衡外部紧缩压力——
 华金宏观·双循环周报（第32期）

2023.11.17

消费企稳地产筑底，期待财政货币同步扩张——
 经济数据点评（2023.10）

2023.11.15

居民贷款清冷，政府发债集中——金融数据
 点评（2023.10）

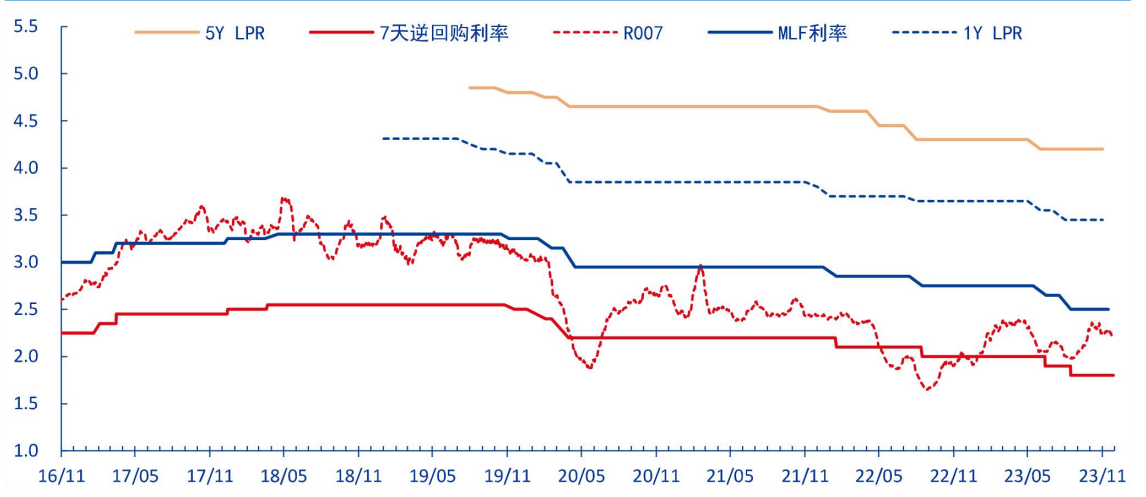
2023.11.13

需求即将见底，政策传导可期——CPI、PPI
 点评（2023.10）

2023.11.10



图 1: 政策利率体系与 R007 (%)



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