

# 盘活存量，加强协同

## ——2023年第三季度货币政策执行报告点评

### 事件概述

2023年11月27日，中国人民银行公布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》），相关点评如下：

### 核心观点

► 央行 2023 年三季度货币政策报告主要有五大看点：

1) 对于经济：央行认为下半年以来，随着宏观政策“组合拳”成效不断显现，我国经济回升向好态势持续巩固，各方面积极因素逐渐增多。挑战方面，国际层面仍然是地缘冲突以及发达经济体高利率的外溢风险；国内的挑战则由上个季度的“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足、企业经营困难”等偏短期问题变成了本季度的“以债务拉动经济增长的效能降低、房地产供求关系发生重大变化”等偏中长期的问题，其中“以债务拉动经济增长的效能降低”这一提法值得关注，应该是对应当前各地正在开展的化债行动，央行对于债务拉动经济效能降低的定调可能预示着后续允许地方政府继续通过大幅加杠杆刺激经济的可能性在下降。

2) 对于物价：央行删除了此前认为的“全年呈 U 型走势”的判断，改为短期还将维持低位。对于近期 CPI 同比在 0 附近运行，认为主要原因是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心 CPI 同比保持了基本稳定，PPI 降幅也总体趋于收敛，并且再次强调不存在长期通缩或通胀的基础。结合我们年度报告《外压趋缓，内能蓄势——2024 年宏观经济与资产展望》中对于通胀的判断，我们认为明年 CPI 中枢有望从今年的 0.4% 升至 1.3%，PPI 则或在 5 月转正，全年中枢 0.4%。

3) 对于政策：重提“更加注重做好跨周期和逆周期调节”与中央金融工作会议提法保持一致；利率方面，将此前的“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”改为“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，降息的预示更为明显；在信贷节奏方面，提到“着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动”，意味着过往银行为筹备来年开门红导致的 11、12 月的信贷投放量相对较低的现象会得到一定程度缓解。整体来看，央行透露出的政策基调较为积极，后续降准、降息等宽松政策仍有可能。

4) 对于汇率、房地产：提法与此前基本一致。汇率方面，继续强调“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；房地产方面，继续强调落实好房地产“金融 16 条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。

5) 专栏值得重点关注：本季度央行的专栏增量信息较多，其中盘活存量资金、加强货币财政协同值得重点关注。《盘活存量资金、提高资金使用效率》专栏建议未来市场不应过度关注单月信贷增量情况，而是需要更加专注重点领域融资需求是否得到充分满足。《积极主动加强货币政策与财政政策协同》专栏中则对于央行配合财政发力进行了详细阐述，例如央行在熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行方面通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多种渠道加大流动性供应，平滑可能的短期冲击。未来货币财政政策的协同或将进一步加强。

► 经济积极因素逐渐增多，但也面临一些内外挑战

央行认为下半年以来，随着宏观政策“组合拳”成效不断显现，我国经济回升向好态势持续巩固，各方面积极因素逐渐增多。积极因素主要体现在三个方面，一是消费潜能继续释放（居民收入增速连续两个季度高于名义 GDP）、二是投资新动能促进稳增长、优结构（民间制造业投资增速保持在 9% 高位）、三是出口仍具有较强竞争力（上半年出口份额小幅回升）。整体看，二季度货币政策报告中提到的“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足”等问题在三季度得到了一定的缓解。

挑战方面，国际层面仍然是地缘冲突以及发达经济体高利率的外溢风险；国内的挑战则由上个季度的“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足、企业经营困难”等偏短期问题变成了本季度的“以债务拉动经济增长的效能降低、房地产供求关系发生重大变化”等偏中长期的问题，其中“以债务拉动经济增长的效能降低”这一提法值得关

注，应该是对应当前各地正在开展的化债行动，央行对于债务拉动经济效能降低的定调可能预示着后续允许地方政府继续通过大幅加杠杆刺激经济的可能性在下降。

《报告》指出，下半年以来，随着宏观政策“组合拳”成效不断显现，我国经济回升向好态势持续巩固，各方面积极因素逐渐增多。积极的因素主要体现在三个方面，一是消费潜能继续释放。居民收入增速已连续 2 个季度高于名义经济增速，个税扣除标准提高、存量房贷利率下调等还将继续支持扩大居民收入，提升消费能力。二是投资新动能促进稳增长、优结构。制造业投资增速已连续 2 个月加快，其中民间制造业投资增速保持在 9% 的高位，房地产领域的“三大工程”建设等也有利于稳住房地产投资。三是出口仍具有较强竞争力。在全球贸易增长放缓背景下，上半年我国出口份额为 14.2%，较去年同期高 0.4 个百分点。整体看二季度货政报告提到的“居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足”等问题在三季度得到了一定的缓解。

同时也提到经济平稳运行也面临一些内外部挑战。从国际看，地缘政治冲突加剧，世界经济的不确定性上升，发达经济体利率持续高位，外溢风险仍可能通过汇率、资本流动、外债等渠道冲击新兴市场经济体。从国内看，以债务拉动经济增长的效能降低，房地产供求关系发生重大变化，推动经济加快转型的紧迫性上升。

### ► 物价短期仍将低位徘徊，未来将逐步回归常态

对于通胀，央行删除了此前认为的“全年呈U型走势”的判断，改为短期还将维持低位。对于近期CPI同比在0附近运行，认为主要原因是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心CPI 同比保持了基本稳定，PPI 降幅也总体趋于收敛，并且再次强调不存在长期通缩或通胀的基础。结合我们年度报告《外压趋缓，内能蓄势——2024年宏观经济与资产展望》中对于通胀的判断，我们认为明年CPI中枢有望从今年的0.4%升至1.3%，PPI则或在5月转正，全年中枢0.4%。

《报告》指出“物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平”。近期我国CPI同比在0 附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心CPI 同比保持基本稳定，服务CPI 较上半年还有所加快，与经济恢复向好的走势基本一致，PPI 降幅也总体趋于收敛。随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。

### ► 政策基调整体较为积极，重提“跨周期和逆周期”调节

在整体政策基调方面，重提“更加注重做好跨周期和逆周期调节”与中央金融工作会议提法保持一致；利率方面，将此前的“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”改为“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，降息的预示更为明显；结构性货币政策方面，在继续强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”的同时，增加了中央金融会议中提到的“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章”；在信贷节奏方面，提到“着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动”，与 11 月 17 日金融机构座谈会上的提法基本一致，意味着过往银行为筹备来年开门红导致的 11、12 月的信贷投放量相对较低的现象会得到一定程度缓解。整体来看，央行透露出的政策基调较为积极，后续降准、降息等宽松政策仍有可能。

《报告》在总体思路方面，重提“更加注重做好跨周期和逆周期调节”，并且提到“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”。同时进一步强调“综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，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”。利率方面，将“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”改为“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，降息的预示更为明显。

结构性货币政策方面仍然是强调聚焦重点、合理适度、有进有退。并且强调把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，同时新增“做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势”。与中央金融会议提法保持一致。

信贷节奏方面，提到“着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性”，与此前11月17日金融机构座谈会提法基本一致<sup>1</sup>，意味着过往银行为筹备来年开门红导致的11、12月的信贷投放量相对较低的现象会得到一定程度缓解。

1 金融机构座谈会 [https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202311/content\\_6915864.htm](https://www.gov.cn/lianbo/bumen/202311/content_6915864.htm)

► **汇率、房地产提法与此前基本一致**

本期《报告》央行对于汇率、房地产的提法与此前基本一致。汇率方面，继续强调“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；房地产方面，继续强调落实好房地产“金融 16 条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。

汇率方面，《报告》指出，加强预期管理，立足长远、发轫当前，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范。坚持底线思维，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

房地产方面，《报告》指出，落实好房地产“金融 16 条”，加大对城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设等金融支持力度。对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷，支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。因城施策用好政策工具箱，更好支持刚性和改善性住房需求，构建房地产发展新模式。

► **专栏值得重点关注，聚焦盘活存量、加大协同**

本季度央行的专栏增量信息较多，其中盘活存量资金、加强货币财政协同值得重点关注。《盘活存量资金、提高资金使用效率》专栏中提到“不仅增量信贷能支持实体经济，盘活低效存量贷款也有助于经济增长，盘活低效占用的金融资源，虽然不会体现为贷款增量，但同样能为经济高质量发展注入新动力”进而引出“要避免对单月信贷增量等高频数据的过度解读”的建议。意味着未来市场不应过度关注单月信贷增量情况，而是需要更加专注重点领域融资需求是否得到充分满足。

《积极主动加强货币政策与财政政策协同》专栏中对于央行配合财政发力进行了详细阐述，例如央行在熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行方面通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多种渠道加大流动性供应，平滑可能的短期冲击。在协同促进经济结构调整优化方面，通过政策性开发性金融工具加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的资金供给。总体看，央行的上述举措有力支持了积极财政政策的实施。

**风险提示**

经济活动超预期变化。

**宏观首席分析师：孙付**

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050004

联系电话：021-50380388

**宏观分析师：丁俊菘**

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

SAC NO: S1120523070003

联系电话：021-50380388

### 分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。