

# 三季度货政执行报告点评

## 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

## 货币政策更聚焦中长期

### 事件：

11月27日，央行发布2023年三季度货币政策执行报告。

### 央行对国内经济研判更偏乐观、强调有利因素增多，并对中长期经济转型的关注度上升

央行对国内经济判断更偏乐观，强调经济保持平稳发展的有利因素增多、并对中长期经济转型的关注度上升。三季度报告指出，经济内生动力还将不断增强，主要驱动力量在于消费潜能继续释放、投资新动能、出口仍具竞争力等。除中短期，三季度报告对中长期问题关注度也明显上升，提出“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”等，与“下一段政策思路”中的“加快培育新动能新优势”相互印证。政策对通胀的关注度依然较高，强调未来回归常态、不存在长期通缩或通胀的基础。报告指出，近期CPI同比在0附近运行，与基数效应等因素有关，而核心CPI同比基本稳定、服务CPI较上半年还有所加快，PPI降幅整体也趋于收敛。未来政策加快落地见效、内需持续改善，或积蓄物价上行动能（详情参见《经济“透视”，来自物价的视角》）。

### 政策强调“稳健性”、注重跨周期和逆周期，信贷强调节奏平稳、聚焦先进制造等新动能新优势

政策强调“稳健性”、精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节。相较于二季度，三季度报告新增货币政策“稳健性”，强调货币政策要更好支持扩大内需、促进稳外资稳外贸，增强金融支持实体经济的稳定性；同时，新增“跨周期”、“逆周期”，充实货币政策工具箱等，或指向稳增长加力货币支持有望保持力度。

信贷政策更强调“节奏”平稳，聚焦对科技创新、先进制造、基础设施等领域的结构性支持。与二季度一致的是，延续强调“总量适度、节奏平稳”，但对于后者着墨更多、强调“加强贷款均衡投放...适度平滑信贷波动”等。操作层面上，首提“准确把握货币信贷供需规律和新特点”，将更多金融资源用于促进科技创新、现金制造、绿色发展和中小微企业，加大城中村改造、“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等。

### 其他：稳汇率关注度依然较高，对房企融资关注度升温、继续聚焦地方债务化解等防风险领域

三季度报告对汇率关注度依然较高，三个“坚决”或共同指向政策维持汇率稳定的决心。报告在政策基调，把握好利率、汇率内外均衡两个板块均有涉及汇率，强调“加强预期管理，立足长远、发轫当前”；同时指出，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等。

政策对房企融资关注度升温、继续聚焦地方债务化解等领域。相较于二季度，三季度房企融资关注度升温、强调“三支箭”作用，主要包括，一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，对正常经营的房企不惜贷、抽贷、断贷；支持民营房企发债融资；支持房企合理股权融资等。同时，政策强调，平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险，支持地产融资平台债务风险化解、配合地方政府稳妥化解存量、严控增量等。

### 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年二季度货币政策执行报告主要内容比较

	2023Q2	2023Q3
<b>经济形势分析</b>	<p>国民经济有望持续好转...下半年经济持续恢复有坚实基础,一是经济循环不断畅通。随着居民收入增长回升,消费场景改善...形成扩大内需的“正反馈”。二是新动能成长壮大。1-6月以新能源、高技术服务业为代表的投资增速都在两位数以上,相应领域产销有望继续保持快速增长。三是政策效应持续显现。已投放的政策性开发性金融工具资金将继续带动形成实物工作量,基建投资对经济增长的支撑作用持续稳固发挥...当前外部环境复杂严峻,国内经济运行也面临新的困难挑战...地缘博弈持续紧张,世界经济全球化风险上升;发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现...从国内看,居民收入预期不稳,消费恢复还需时间,民间投资信心不足,一些企业经营困难,部分行业存在生产线下滑现象,地方财政收支平衡压力加大...经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程,要有耐心和信心,要继续全面深化改革开放,着力扩大内需,提振信心、防范风险,推动经济运行持续好转。</p>	<p>中国经济保持平稳发展的有利因素较多...展望未来,经济内生动力还将不断增强,一是消费潜能继续释放...二是投资新动能促进稳增长,优结构...三是出口仍具较强竞争力...我国将继续向常态化运行轨道回归,预计全年5%左右的增长目标能够顺利实现...经济平稳运行也面临一些内外挑战。从国际看,地缘政治冲突加剧,世界经济增长的不确定性上升,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。也要看到,从经济发展大趋势看,我国发展的基本面没有变...我国发展前景仍长期看好,要保持定力、稳中求进,坚定不移深化改革、扩大开放,更加注重有力有效实施宏观调控,扎实推动经济高质量发展,同时保持合理的经济增长。</p>
<b>政策基调</b>	<p>加大宏观政策调控力度...充分发挥货币信贷效能,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...稳健的货币政策要精准有力,更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能,稳固支持实体经济恢复发展的质量和效率。综合运用多种货币政策工具,保持流动性合理充裕...持续发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制的重要作用,促进企业融资和居民信贷成本稳中有降。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”,持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势,适时调整优化房地产政策...发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用,保持物价水平基本稳定。坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节的浮动汇率制度,综合施策、稳定预期,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,坚决防范汇率超调风险,切实防范化解重点领域金融风险,统筹协调金融支持地方债务风险化解工作...</p>	<p>始终保持货币政策的稳健性,加强优质金融服务,更好支持扩大内需,促进稳外外贸...稳健的货币政策要精准有力,更加注重做好跨周期和逆周期调节,充实货币政策工具箱...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调节...进一步疏通货币政策传导机制,增强金融支持实体经济的稳定性,促进经济金融良性循环,保持物价水平合理稳定...持续深化利率市场化改革,释放贷款市场报价利率改革红利,有效发挥存款利率市场化调整机制作用,维护好存款市场秩序,进一步推动金融机构降低实际贷款利率...结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”,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,做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章,加快培育新动能新优势,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,坚持以市场供求为基础,参考一篮子货币进行调节,有管理的浮动汇率制度,立足长远、发韧当前,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...切实防范化解重点领域金融风险,指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解...</p>
<b>政策展望</b>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳...满足实体经济有效融资需求,增强信贷总量增长的稳定性和可持续性,保持货币供应量和社会融资规模名义增速基本匹配,着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。密切关注主要央行货币政策变化,加强对流动性形势和金融市场变化的分析监测...</p> <p>结构性货币政策聚焦重点,合理适度,有进有退...实施好普惠小微贷款支持工具,保持对小微企业的金融支持力度,支持稳企业保就业...落实好支持科技型中小企业融资行动方案,巩固科技创新再贷款政策牵引带动作用,进一步提升金融机构服务科技型企业的意愿和能力...对结构性矛盾仍然突出的领域,可延续实施期限,必要时还可再创设新工具。</p> <p>保持房地产市场融资平稳有序,加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。延续实施保障性租赁住房支持计划至2024年5月末,稳步推进租赁住房贷款支持计划在试点城市落地。因地制宜用好政策工具箱,更好满足居民刚性和改善性住房需求,扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作,促进房地产市场平稳健康发展。</p> <p>深化利率汇率市场化改革,以我为主兼顾内外平衡...多措并举推动企业综合融资成本和居民信贷成本稳中有降...坚持市场在利率市场化调整机制中的重要作用,稳定银行负债成本,增强金融支持实体经济的可持续性...加强预期管理,立足长远、发韧当前,做好跨境资金流动的监测分析和风险防范,必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏,坚决防范汇率超调风险...</p> <p>持之以恒做好风险防范化解...丰富宏观审慎政策工具箱,稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...密切关注重点领域风险,统筹协调金融支持地方债务风险化解工作,稳步推动高风险中小金融机构改革化险...统筹发展和安全,压实金融风险处置各方责任,压降存量风险,严控增量风险,强化金融稳定保障体系,完善金融稳定立法和金融稳定保障基金制度,继续健全金融稳定监测评估框架,优化央行评级、监测预警、压力测试工作框架,切实防止金融风险累积、扩散。</p>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳...满足实体经济有效融资需求,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,保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配。要从更长时间的跨周期视角去观察,更为合理把握对“基本匹配”的理解和认识...更多关注存量贷款的持续效用,盘活被低效占用的金融资源...优化新增贷款投向对支持经济增长同等重要,持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测,密切关注主要央行货币政策变化...</p> <p>充分发挥货币信贷政策导向作用,结构性货币政策聚焦重点,合理适度,有进有退,保持再贷款、再贴现政策稳定性...继续加大对普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新、基础设施建设等重点领域和薄弱环节的支持...提高民营和小微企业融资可得性和便利性...更好满足涉农领域多样化融资需求。</p> <p>完善房地产金融宏观审慎管理,一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求,对正常经营的房地产企业不抽贷、断贷、继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资,支持房地产企业通过资本市场合理融资。因地制宜用好政策工具箱,更好支持刚性和改善性住房需求,加快保障性住房等“三大工程”建设,构建房地产发展新模式。</p> <p>把握好利率、汇率内外均衡...推动实体经济融资成本稳中有降,规范贷款利率定价秩序,统筹好增量、存量及其他金融产品价格关系...发挥好存款利率市场化调整机制的重要作用,稳定银行负债成本,增强金融支持实体经济的可持续性...加强预期管理,立足长远、发韧当前,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...</p> <p>积极稳妥防范化解金融风险,进一步完善宏观审慎政策框架...丰富宏观审慎政策工具箱,稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险...统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解,压实地方政府主体责任,配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量,健全金融稳定保障体系,推动金融稳定法尽快出台,充分发挥存款保险风险处置功能,健全市场化、法治化、常态化处置机制。</p>

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：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	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 嘉里建设广场 T3-2402