

协同财政，关注防风险下人民币资产增量

——三季度货币政策执行报告点评

研究院

徐闻宇

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

宏观事件

11月27日，人民银行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》指出，下阶段坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨，建设现代中央银行制度，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，促进稳外资稳外贸，为经济社会发展提供高质量服务。

核心观点

■ 基调：货币政策转向稳健

对于未来经济形势的判断积极。1) 外部环境：从加息的外溢性转向复苏的不均衡，外部的压力趋于缓和。2) 内部环境：从需求不足、经营困难、风险隐患较多转向“稳定回升基础不稳固”，内部的阶段性压力也有所改善。

对于宏观政策的基调趋向稳健。1) 增加了“加强逆周期调节”，货币政策的宽松不会马上退出。2) 从“充分发挥货币信贷效能”转向“始终保持货币政策的稳健性”，未来货币政策将继续在总量适度的情况下，发力货币信贷新特点下的结构工具。

■ 展望：配合财政，加快国债市场建设

总量性政策关注货币和财政的配合。央行强调“把握货币信贷供需规律和新特点”，保持金融支持实体的稳定性和物价水平的合理稳定，预计未来货币政策将继续在总量适度的情况下发力新特点下的结构。关注财政和货币的协调，未来人民银行在政府债券增发的形势需要下加强协调配合，保障政府债券顺利发行。

结构性政策工具是货币政策的关注重点。三季度结构性方向更为明确，方向一方面围绕“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，另一方面关注对民营小微企业的政策倾斜（金融对民营经济的支持与民营经济对经济社会发展的贡献相适应）。

房地产金融支持上继续关注对“三大工程”的金融支持——城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设。

短期仍面临汇率波动压力。对于汇率政策的表述从第二季度的“综合施策、稳定预期”转向了“立足长远、发韧当前”，当前在全球经济周期错位的状态下，汇率政策仍要“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”。

■ 风险

经济数据短期波动风险，金融市场波动风险

请仔细阅读本报告最后一页的免责声明

目录

宏观事件	1
核心观点	1
《货币政策执行报告》摘要对比分析	3
第一段：总基调	3
第二段：货币政策执行情况	4
第三段：货币政策取得效果	6
第四段：未来货币政策基调	6
第五段：未来货币政策实施	8

图表

图 1：三季度宏观经济回升势头放缓 单位：%	4
图 2：三季度货币政策稳健 单位：%	4

《货币政策执行报告》摘要¹对比分析

我们对央行二季度和三季度货币政策执行报告的摘要进行了对比分析，其中，**蓝色字体**为三季度报告新增部分，**红色删除线**为对二季度报告删除部分。

第一段：总基调

三季度表述：

今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国**宏观调控组合政策发力显效，经济运行持续好转，积极因素不断积累**。第三季度国内生产总值（GDP）同比增长 4.9%，两年平均增长 4.4%，较二季度加快 1.1 个百分点，为实现全年发展目标打下**坚实**基础；前三季度居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.4%，物价运行总体平稳。

中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻党中央、国务院的决策部署，稳健的货币政策精准有力，**加强逆周期调节，巩固经济回升向好态势**。

二季度表述：

今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国~~经济持续恢复、总体回升向好~~。上半年国内生产总值（GDP）同比增长 5.5%，为实现全年经济社会发展目标打下了**良好**基础；居民消费价格指数（CPI）同比上涨 0.7%，物价总体保持平稳。

中国人民银行坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻党中央、国务院的决策部署，~~坚持稳字当头、稳中求进~~，稳健的货币政策精准有力，**推动经济运行整体好转**。

华泰分析：

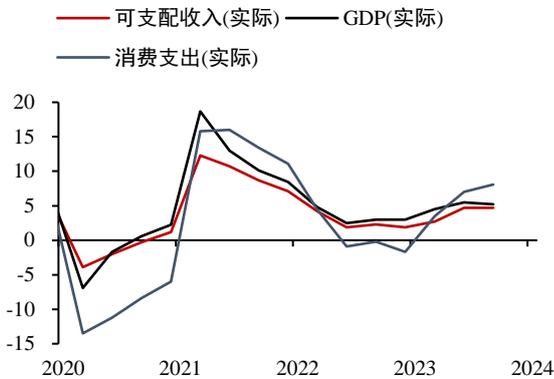
货币政策执行报告首段对当前经济现状和货币政策基调进行了回顾。

从经济层面，从二季度的“持续恢复，总体向好”转为三季度的“持续好转，积极因素不断积累”。

从货币政策层面，维持“稳健的货币政策精准有力”的表述，增加了“加强逆周期调节”，目的是“巩固经济回升向好态势”，意味着货币政策的宽松对经济的调节不会马上退出。

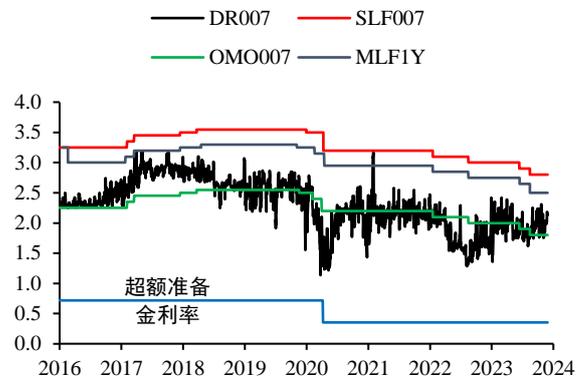
¹ 三季度报告摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5150339/index.html>；二季度摘要参见：<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5025834/index.html>

图 1：三季度宏观经济回升势头放缓 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2：三季度货币政策稳健 | 单位：%



数据来源：Wind 华泰期货研究院

第二段：货币政策执行情况

三季度表述：

一是保持货币信贷合理增长。**9月降准0.25个百分点**，并综合运用再贷款再贴现、中期借贷便利、公开市场操作等多种方式，保持流动性合理充裕。引导金融机构**保持信贷总量适度、节奏平稳**，增强贷款增长的稳定性和可持续性。

二是推动实体经济融资成本稳中有降。发挥政策利率引导作用，公开市场逆回购操作和中期借贷便利中标利率8月再次下降，分别为10个和15个基点。持续**发挥**贷款市场报价利率（LPR）改革效能和存款利率市场化调整机制作用，推动**降低**企业贷款利率，**稳定银行负债成本**。**调整优化住房信贷政策，降低房贷利率下限和存量首套房贷利率**。

三是发挥结构性货币政策工具作用。增加支农支小再贷款额度**支持抗灾减灾**，**加大力度支持科技型企业融资**，**继续用好碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等工具**。

四是兼顾内外均衡。深化汇率市场化改革，**适时上调跨境融资宏观审慎调节参数、下调外汇存款准备金率**，**发挥外汇自律机制作用，强化预期引导，调节外汇市场供求，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定**。

五是防范化解**金融**风险。强化**金融机构**风险监测、预警和早期纠正，**加强对风险的及时处置和硬约束**，守住不发生系统性金融风险的底线。

二季度表述：

一是保持货币信贷合理增长。综合运用**降准**、再贷款再贴现、中期借贷便利、公开市

场操作等多种方式**投放流动性**，保持流动性合理充裕，引导金融机构**稳固信贷支持实体经济的力度**，增强贷款**总量**增长的稳定性和可持续性。

二是推动实体经济融资成本稳中有降。发挥政策利率引导作用，6月、8月公开市场逆回购操作和中期借贷便利中标利率分别合计下行20个和25个基点，持续**释放**贷款市场报价利率（LPR）改革效能，推动企业融资**和居民信贷成本稳中有降**。发挥好存款利率市场化调整机制**重要作用**。**继续落实首套房贷利率政策动态调整机制**。

三是持续发挥结构性政策工具作用。**在用好现有结构性政策工具的基础上**，增加支农支小再贷款、**再贴现**额度，**延续实施普惠小微贷款支持工具等多项阶段性工具**，**延期房地产“金融16条”有关政策适用期限**，**并推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效**。

四是兼顾内外均衡。深化汇率市场化改革，**坚持市场在人民币汇率形成中起决定性作用**，**发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能**。

五是**强化**风险防范化解。**坚持市场化法治化原则处置风险**，**构建分级分段的银行**风险监测、预警和**硬约束**早期纠正**工作框架**，**牢牢**守住不发生系统性金融风险的底线。

华泰分析：

三季度货币政策：1) 从总量上，实施了一次25BP的降准；2) 从价格上，三季度继续降息，但是幅度收缩10BP，逆回购和MLF利率从第二季度的下调20BP和25BP降为下调10BP和15BP，表述上增加了“稳定银行负债成本”；3) 从结构上，出现了较大变化，从第二季度的延期房地产金融16条期限和推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效，转向了三个方面——支持抗灾减灾、支持科技型企业融资和支持煤炭清洁高效利用。

对于汇率政策，延续第二季度的“兼顾内外均衡”表述，同时针对三季度人民币汇率的面临的压力（9月8日CFETS美元兑人民币一度达到了7.35），央行进行了干预——适时上调跨境融资宏观审慎调节参数（7月20日从1.25上调至1.5，达历史最高，企业和金融机构跨境融资规模上限放大25%）、下调外汇存款准备金率（9月15日从6%下调至4%，释放外汇资金供给约164亿美元，缓解银行外币贷款投放面临的流动性约束），发挥外汇自律机制作用（9月11日专题会议强调“三个坚决”：坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，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），强化预期引导，调节外汇市场供求。

第三段：货币政策取得效果

三季度表述：

总体看，今年以来货币政策**精准施策、持续发力**，为**实体经济提供了更有力的支持**。货币信贷保持合理增长，9月末，人民币贷款余额达 235 万亿元，广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长 10.3%和 9.0%；1-9 月新增人民币贷款 19.75 万亿元，同比多增 1.58 万亿元。信贷结构持续优化，9 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 24.1%和 38.2%。**社会融资成本**明显下降，9 月新发放企业贷款、个人住房贷款加权平均利率分别为 3.82%、4.02%，较去年同期分别低 0.18 个、0.32 个百分点；**存量房贷利率调整工作基本完成，利率平均降幅 0.73 个百分点**。**人民币对一篮子货币**汇率保持稳中有升，9 月末较 6 月末升值 2.9%，市场预期**趋稳**。

二季度表述：

总体看，今年以来货币政策**保持前瞻性、有效性、可持续性**，**根据形势变化合理把握节奏和力度**，为经济**回升向好创造了良好的货币金融环境**。货币信贷保持合理增长，上半年新增人民币贷款 15.7 万亿元，同比多增 2.0 万亿元；6 月末人民币贷款、广义货币（M2）、社会融资规模存量同比分别增长 11.3%、11.3%和 9.0%。信贷结构持续优化，6 月末普惠小微贷款和制造业中长期贷款余额同比分别增长 26.1%和 40.3%。**贷款利率**明显下行，6 月新发放企业贷款、个人住房贷款加权平均利率分别为 3.95%、4.11%，较去年同期分别低 0.21 个、0.51 个百分点，**处于历史低位**。人民币汇率双向浮动，**人民币对美元**汇率 5 月跌破 7 元，7 月份又升值 1.3%，结售汇行为理性有序，市场预期**基本稳定**。

华泰分析：

从表述上来，货币政策从“前瞻性、有效性、可持续性”转向了“精准施策、持续发力”，增加了对实体经济的支持。

第四段：未来货币政策基调

三季度表述：

当前我国经济**保持恢复向好态势**，**增长动能不断增强，转型升级持续推进**，同时也面临世界经济复苏**不均衡**，国内经济**稳定回升基础不稳固**等挑战，但我国经济长期向好的基本面没有改变，**发展的韧性、潜力和活力不断彰显，要持续用力、乘势而上，扎实推动经济高质量发展**。

下阶段，中国人民银行将坚持**和加强党的全面领导**，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神，**坚决落实中央金融工作会议要求**，完整、准确、全面贯彻新发展理念，**深刻把握金融工作的政治性、人民性**，以**推进金融高质量发展为主题**，以**深化金融供给侧结构性改革为主线**，坚持稳中求进工作总基调，**完善金融宏观调控**，**加快建设金融强国**，**坚定不移走中国特色金融发展之路**。**坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨**，建设现代中央银行制度，**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**，**促进稳外资稳外贸**，**为经济社会发展提供高质量服务**。

二季度表述：

当前我国经济**已恢复常态化运行**，**高质量发展扎实推进**。也要看到，**国际政治经济形势复杂严峻**，**发达经济体快速加息的累积效应继续显现**，全球经济复苏**动能减弱**，国内经济**运行面临需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多**等挑战。我国经济**具有巨大的发展韧性和潜力**，长期向好的基本面没有改变，**有利条件和积极因素不断积蓄**，**要保持战略定力，增强发展信心**。

下阶段，中国人民银行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神**和中央经济工作会议精神**，坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，**加快构建新发展格局**，**全面深化改革开放**，**把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革结合起来**，**加大宏观政策调控力度**，建设现代中央银行制度，**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**，**推动经济实现质的有效提升和量的合理增长**。

华泰分析：

对于未来经济形势的判断，继续从一季度“三重压力缓解”、二季度“高质量发展”转向第三季度的增强“增长动能”和推进“转型升级”。一方面，对于外部环境表述删去了“发达经济体快速加息的累积效应继续显现”的表述，只是提到了“世界经济复苏不均衡”，或意味着外部的压力趋于缓和。另一方面，对于内部环境表述从“运行面临需求不足、一些企业经营困难、重点领域风险隐患较多”转向了“稳定回升基础不稳固”，意味着内部的阶段性压力也有所改善。

从下阶段的央行工作表述上来看，突出强调了10月底中央金融工作会议提到的“政治性”和“人民性”，加强党的全面领导，从“充分发挥货币信贷效能”转向“始终保持货币政策的稳健性”。

第五段：未来货币政策实施

三季度表述：

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，着力营造良好的货币金融环境。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。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。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，维护好存贷款市场秩序，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”，落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续工具，优化资金供给结构，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、数字金融五篇大文章，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，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

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，守住不发生系统性金融风险的底线。

二季度表述：

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。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。

继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，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”，继续实施好存续工具，对结构性矛盾突出领域延续实施期限，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，促进房地产市场平稳健康发展。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、有管理的浮动汇率制度，~~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，稳步推动中小金融机构改革化险~~，守住不发生系统性金融风险的底线。

华泰分析：

对于货币政策的表述发生变化，从二季度的强调“货币政策工具”的总量和结构双重功能转向三季度的特指“货币供应”的总量和结构双重调节，对于货币政策工具三季度的表述为充实工具箱。央行强调“把握货币信贷供需规律和新特点”，一是金融支持实体的稳定性，二是物价水平的合理稳定，货币政策司司长邹澜月初也表示：既满足经济发展需要，也坚决不能让老百姓的票子变“毛”。我们预计，未来货币政策将继续在总量适度的情况下发力新特点下的结构。

对于总量性的利率政策，从二季度的“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”转向了第三季度的“推动金融机构降低实际贷款利率”，或是降低名义贷款利率（在“维护好存贷款市场秩序”的要求下，下行空间受限），或是提升名义通胀水平，利率的下行空间有所收窄。

对于结构性的政策工具，依然是货币政策工具箱的关注重点，三季度结构性方向更为明确，“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、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势”意味着从总量和结构两个维度货币政策的重心在发生转变。

对于房地产政策，央行三季度报告表达更为精炼，继续对“三大工程”提供金融支持——城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房建设。

对于汇率政策的篇幅相比较二季度有了显著的提升，从二季度的“综合施策、稳定预期”转向了“立足长远、发轫当前”，当前来看，在全球经济周期错位的状态下，汇率政策仍要“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”。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

广州市天河区临江大道1号之一 2101-2106 单元 | 邮编：510000

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com