

2023年11月28日

## 证券分析师

刘思佳 S0630516080002  
liusj@longone.com.cn

## 证券分析师

胡少华 S0630516090002  
hush@longone.com.cn

## 联系人

高旗胜  
gqs@longone.com.cn

## 金融工作会议精神的落实

——国内观察：2023年三季度货币政策执行报告

## 投资要点

- 事件：11月27日，央行发布2023年三季度中国货币政策执行报告。
- 核心观点：作为金融工作会议后的首份货币政策执行报告，整体基调基本延续了会议精神，对盘活存量资金，提高使用效率做了进一步的解释和细化。地产及地方债务虽未有增量信息，但我们认为对于当前巩固经济复苏基础来说，仍或是政策重点发力方向，一方面12月MLF继续超额续作的概率较大，另一方面降准降息也仍有可能。而长期来看，货币信贷和社融也将向质的有效提升和量的合理增长方向发展。
- 经济形势的判断偏乐观。对于经济形势的判断，相较于二季度更偏乐观，央行认为经济保持平稳发展的有利因素较多，三季度GDP增速也好于市场预期。面临的问题方面，与二季度的“外部环境复杂严峻，国内经济运行也面临新的困难挑战”相比，“经济平稳运行也面临一些内外部挑战”偏缓和。国际的风险仍主要是高利率环境的影响，而国内风险则直指“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”两大方面。
- 货币政策稳健，延续中央金融工作会议精神。货币政策基调整体延续金融工作会议精神，强调稳健、精准，跨周期与逆周期调节，总量和结构双重调节，营造良好的货币金融环境。同样与金融工作会议表述相同的内容还包括地产、汇率等。不过对于地产，专栏1强调了利率政策的协同性，尤其体现在首套、二套房贷利率的下调、存量房贷利率的下调减少居民利息支出，从而提振消费。
- 盘活存量资金，把握“基本匹配”。本次报告在信贷部分中提出，“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”，结合“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”，以及专栏2盘活存量资金的介绍，是对信贷总量可持续性的进一步细化。未来除了关注信贷总量的增长外，需“取”重点发展方向结构上的融资需求是否得到满足，也就是说要更关注信贷的投向，同时对于社融和信贷也需要更平滑的看待，这也是货币信贷供需规律和新特点。
- 加强货币财政协同。专栏3中对加强货币政策与财政政策协同进行了阐述。一方面灵活运用OMO等工具熨平日常财政收支的影响；另一方面多渠道，包括降准、MLF、OMO进行流动性合理安排，来支持政府债集中发行；再一方面，政策协同可以发挥结构性工具的功能。政策上未来会继续加强政策协同，再者也会加快国债市场制度层面的更新建设。
- 支持民营经济发展。专栏4中阐述了货币政策上对民营经济的支持，包括结构性工具以及拓宽融资渠道等。结合当日央行等八部门联合印发的《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》来看，25条举措将着力畅通民营企业信贷、债券、股权等多元化融资渠道。
- 风险提示：国内政策落地不及预期，海外金融市场风险。

表1 货币政策执行报告对比

	2023 年二季度报告	2023 年三季度报告
经济形势判断	<p>国民经济有望持续好转。当前我国经济发展的亮点增多，企业生产景气度趋于好转，6-7 月制造业 PMI 连续两个月回升，市场需求在政策有效支持下也逐步恢复，酒店、机票预订数据显示暑期居民出行意愿保持高涨。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。从国际看，地缘博弈持续紧张，世界经济逆全球化风险上升；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外迁现象，地方财政收支平衡压力加大。也要看到，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。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。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，三季度 GDP 增速也好于市场预期。</p> <p>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。也要看到，从经济发展大趋势看，我国发展的基本面没有变。从发展阶段、发展条件、发展优势等方面综合考量，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政策调控，扎实推动经济高质量发展，同时保持合理的经济增速。</p>
下一步货币政策基调	<p>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。</p>	<p>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。</p>
通胀	<p>物价有望触底回升。预计 8 月开始 CPI 有望逐步回升，全年呈 U 型走势；PPI 同比已于 7 月触底反弹，未来降幅还将趋于收敛。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。</p>	<p>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。</p>
信贷	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。支持金融机构按照市场化法治化原则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同名义经济增速基本匹配，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，灵活开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行。</p>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。支持金融机构按照市场化、法治化原则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会融资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。</p> <p>着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率，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，提高资金使用效率，盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要。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</p>

<p>利率</p> <p>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。</p>	<p>注主要央行货币政策变化，灵活有力开展公开市场操作，保持银行体系流动性和货币市场利率平稳运行。</p> <p><b>深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，提升市场基准利率的公信力。</b></p> <p>持续发挥好贷款市场报价利率（LPR）改革效能，增强LPR 对实际贷款利率的指导性，推动实体经济融资成本稳中有降，<b>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。</b>发挥好存款利率市场化调整机制的重要作用，<b>稳定银行负债成本，增强金融支持实体经济的可持续性。</b></p>
<p>房地产</p> <p>落实好“金融 16 条”，保持房地产融资平稳有序，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。延续实施保交楼贷款支持计划至 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。因城施策用好政策工具箱，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><b>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惜贷、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，加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。</b></p> <p>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。</p>
<p>专栏</p> <p>专栏 1 合理看待我国商业银行利润水平</p> <p>专栏 2 金融支持宏观经济回升向好</p> <p>专栏 3 结构性货币政策持续支持重点领域和薄弱环节</p> <p>专栏 4 人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定</p>	<p>专栏 1 <b>提高利率政策协同性 支持经济回升向好</b></p> <p>专栏 2 <b>盘活存量资金 提高资金使用效率</b></p> <p>专栏 3 <b>积极主动加强货币政策与财政政策协同</b></p> <p>专栏 4 <b>持续强化金融赋能 助力民营经济恢复发展</b></p>

资料来源：央行，东海证券研究所

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200215

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089