

宏观点评 20231128

复苏初期货币政策思路的三个变化

2023年11月28日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《10月工业企业利润：如何理解工业端的“温差”？》

2023-11-27

《一文读懂 PMI 走势预测框架》

2023-11-26

■ 滞后发布的三季度央行货币政策执行报告所透露的新信号有限，但其反映的政策节奏与思路颇为重要。在三季度经济触底回升，内部需求修复偏缓，外部汇率持续承压的背景下，**货币政策逻辑需要与基本面形势匹配，我们认为其中有三点变化值得关注：**

■ **一是信贷扩张“质大于量”，从更长时间跨周期把握货币供应。**央行对今年以来信贷投放的波动与效率问题作以回应：一方面，央行新加要求“统筹衔接好年末年初信贷工作，适度平滑信贷波动”，以缓解今年“季末冲高、季初回落”的信贷大振幅，结合11月中旬三部门对金融机构投放稳定性的指导，可能意味着明年“开门红”冲量概率较小，额度或向今年年内分配。

另一方面，三季度M2同比维持高位，但社融存量增速触底、通胀在低水平运行，央行强调“合理把握对货币供应量、社融规模与名义经济增速基本匹配的理解和认识”，**是引导市场对货币供需“剪刀差”跨周期解读，不应以单月静态判断。**同时，央行还以专栏形式要求“盘活存量资金，提高资金使用效率”，**意味着需求弱修复时期货币刺激效果边际减弱下央行对信贷投放目标的变化。**

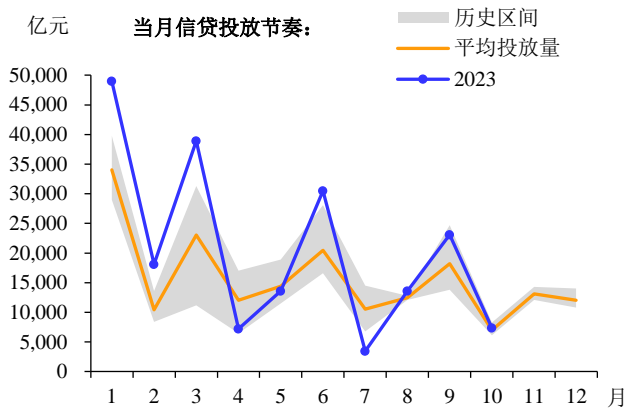
■ **二是稳汇率的政策顺位有所提高。**相比二季度，央行本次针对“内外均衡”的表述做了一增一减：增加“完善央行政策利率体系，提升市场基准利率的公信力”，删去“市场化改革”与“以我为主”，我们认为这可能是央行阶段性上调汇率重要性的表现。观察三季度末期至今的央行工具使用，逆回购操作频繁，MLF在高到期基数上增量续作，而降准降息幅度不及市场预期，确实反映了汇率承压下央行通过基准利率体系调控流动性的操作特点，往后看短期单边的汇率市场化及“以我为主”思路将有所调整。

■ **三是增强货币与财政政策的协同，**央行同样设专栏进一步阐述，明确“熨平财政收支影响，支撑政府债发行”等方面协同发力。我们认为央行可能基于两点考量，第一，年中以来降息降准后银行净息差空间狭窄，而需求回升有限，**体现货币政策促增长“性价比”在降低；**第二，在国债增发，赤字率上调，“三大工程”发力的诉求下，**广义财政已经奠定了下一阶段发力的主基调，**货币政策的思路料以配合为主，控制力度松紧适度，下一阶段货币宽松预期需观察本轮财政发力的成色。

■ 除此之外，央行对于地产方面的表述明显转向积极，内容上主要接续了中央金融工作会议对地产新形势的阐述，明确“稳地产”供给端发力，支持房企融资，但考虑到目前银行的压力，房企债务风险的化解或难“一蹴而就”。

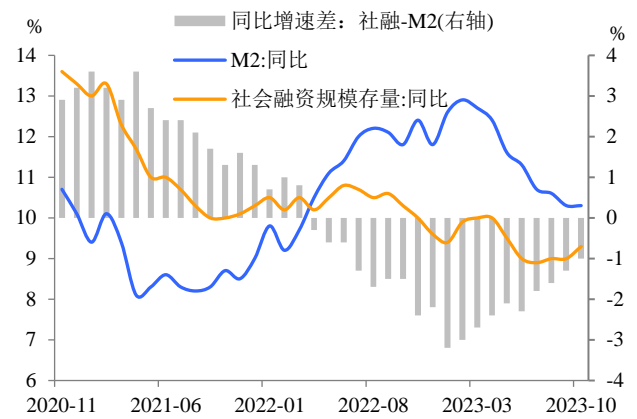
■ **风险提示：**政策定力超预期；信贷投放节奏超预期；地产企业风险暴露扩大，地产投资萎缩幅度更大。

图1: 今年信贷投放的“振幅”更大



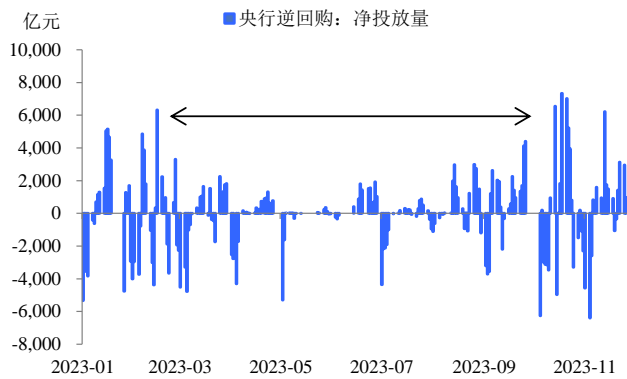
注: 历史区间为 2018-2022 年
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 社融-M2“剪刀差”持续



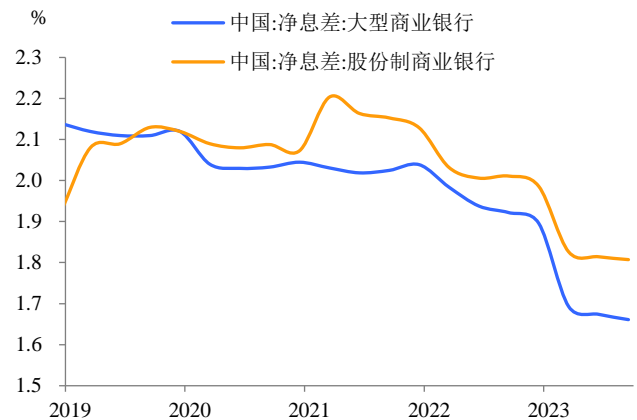
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 央行逆回购操作增量提频



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2023年三季度银行净息差续降



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>