

提升效率，加强协同

--2023 年 3 季度央行货币政策执行报告解读

核心观点：

央行发布 2023 年三季度货币政策执行报告，是 10 月底中央金融工作会议之后的首份货币政策执行报告，是对会议制定的货币政策基调和重点工作的落实和推动。中央金融工作会议强调货币政策“做好跨周期和逆周期调节”，市场认为再次重提跨周期调节意味着货币边际收紧，我们 11 月 8 日的报告《不一样的跨周期与逆周期》提出当前中国经济结构转型的背景下已有了新内涵。本次央行货币政策执行报告基于“经济金融结构深刻演变”的判断，提出下一阶段“准确把握货币信贷供需规律和新特点，推动货币信贷和社会融资规模实现质的有效提升和量的合理增长”，是对于新时期“跨周期和逆周期调节”的诠释。

我们的分析：

分析 1：跨周期和逆周期调节应放在当前中国经济结构转型的背景下去理解，是不同于传统认知的。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松，并非意味着流动性边际收紧。同样，经济转型期的逆周期政策则意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。

分析 2：经济转型背景下，货币信贷供需已呈现“新特点”，当下货币供应量的“基本匹配”是总量和结构的双重匹配。报告指出“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”，也就是央行一贯强调的“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”已有了新内涵，不再是单一的总量匹配，更强调结构调整。M2 同比增速自 2023 年 3 月开始连续 7 个月下行，持续低于社融增速。这种现象并非是不匹配，是“经济结构转型、金融回归本源等对融资增长和融资结构带来深刻变化”之后，“信贷结构中“增”的一面和“减”的一面”在切换中存在时滞带来的短期波动。

分析 3：货币政策加强与财政政策的协同，使用结构性货币工具和政策性开发性金融工具助推经济结构转型。一方面是狭义流动性合理充裕，货币投放节奏与日常财政收支的匹配、应对政府债券发行的短期冲击等；另一方面是提升国债的投资吸引力和优化国债持有结构，包括开展国债做市，推动政府债券柜台销售和交易，便利企业和居民持有国债，实现国债投资主体多元化。

我们的判断和政策展望：政策性开发性金融工具可能再次推出，四季度或 2024 年再次降息降准，保持货币政策的连续性

央行在专栏文章《积极主动加强货币政策与财政政策协同》中，回顾了 2022 年国内经济面临较大压力时，设立两批次政策性开发性金融工具，实现了货币与财政政策联动，发挥重要作用。现阶段“三大工程”需要中长期低成本资金支持，央行很可能再次推出政策性开发性金融工具配合财政协同发力。观察历史上两次 PSL 启动集中使用时期（2015-2016 年支持棚改；2022 年支持基建），货币政策通常配合使用降息、降准。同时当前积极的财政政策逆周期发力，国债、地方专项债、地方政府特殊再融资债券的发行，均需要维持商业银行流动性充裕。跨周期调节以自然利率为锚，当前政策利率仍有调降空间以稳固经济回升、减轻政府债务压力。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 经济超预期下行的风险
5. 美联储紧缩周期超预期加长的风险

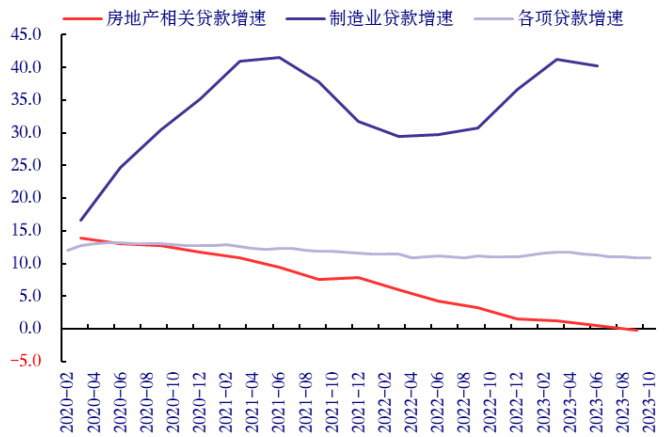
央行发布 2023 年三季度货币政策执行报告，是 10 月底中央金融工作会议之后的首份货币政策执行报告，是对会议制定的货币政策基调和重点工作的落实和推动。中央金融工作会议强调货币政策“做好跨周期和逆周期调节”，市场认为再次重提跨周期调节意味着货币边际收紧，我们 11 月 8 日的报告《不一样的跨周期与逆周期》提出当前中国经济结构转型的背景下已有了新内涵。本次央行货币政策执行报告基于“经济金融结构深刻演变”的判断，提出下一阶段“准确把握货币信贷供需规律和新特点，推动货币信贷和社会融资规模实现质的有效提升和量的合理增长”，是对于新时期“跨周期和逆周期调节”的诠释。

一、货币政策：“做好跨周期和逆周期调节”

跨周期和逆周期调节应放在当前中国经济结构转型的背景下去理解，是不同于传统认知的。经济转型期的跨周期调节兼顾承托经济总量稳定增长的属性，货币政策会增加促进经济增长的权重，现阶段的跨周期调节货币政策目标属于中性偏松，并非意味着流动性边际收紧。同样，经济转型期的逆周期政策则意在对冲新旧动能切换过程中的下行风险，并非强力刺激经济。

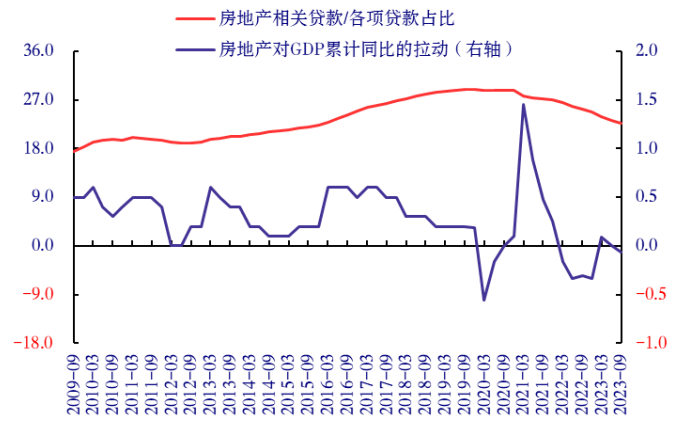
中国经济在由房地产拉动经济增长的模式，转型为由高端制造业、服务业拉动经济增长。房地产对 GDP 累计同比贡献率自 2021 年 2 季度开始下滑，在 2023 年 1 季度进入负值区间，与此同时工业、信息传输、软件和信息技术服务业对 GDP 累计同比贡献率在 2021 年之后明显上行。

图1：房地产与制造业贷款增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

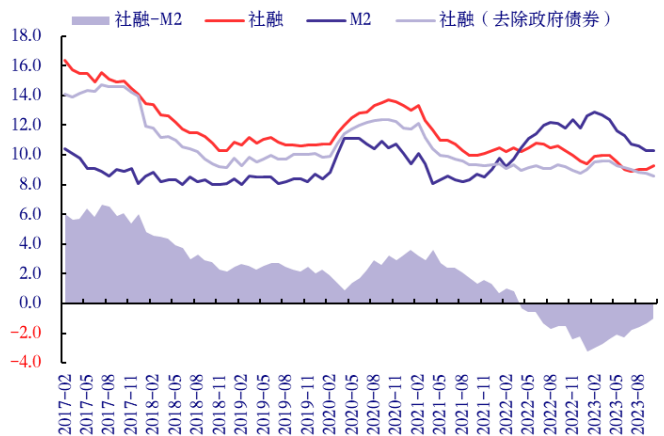
图2：房地产对 GDP 的拉动与房地产贷款占比 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

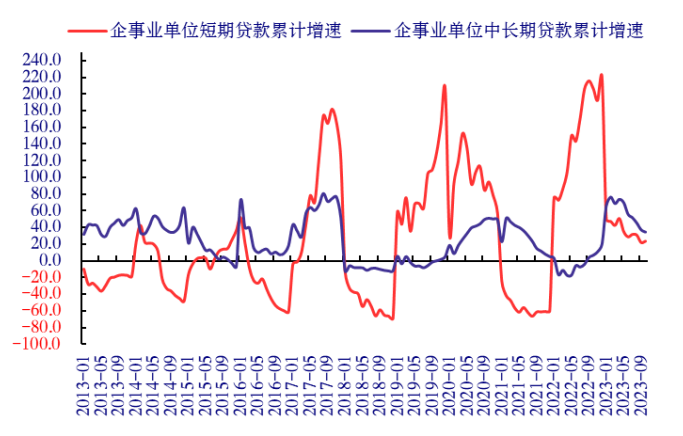
经济转型背景下，货币信贷供需已呈现“新特点”，当下货币供应量的“基本匹配”是总量和结构的双重匹配。报告指出“准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节”，也就是央行一贯强调的“保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”已有了新内涵，不再是单一的总量匹配，更强调结构调整。M2 同比增速自 2023 年 3 月开始连续 7 个月下行，持续低于社融增速。这种现象并非是不匹配，是“经济结构转型、金融回归本源等对融资增长和融资结构带来深刻变化”之后，“信贷结构中“增”的一面和“减”的一面”在切换中存在时滞带来的短期波动。

图3：M2 与社融增速(%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：企业短期和中长期贷款增速 (%)

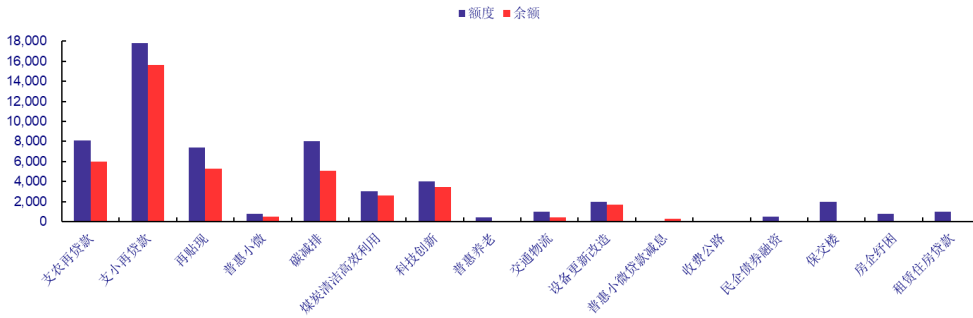


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

结构性的货币工具则聚焦经济转型，更多信贷资源用于“科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业”，围绕做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”展开。

截止 2023 年 3 季度末，结构性货币政策工具余额 7.02 万亿。房地产相关的结构性货币政策工具共 3 个，均为阶段性工具，分别为支持保交楼项目的保交楼贷款支持计划，支持房企项目并购的房企纾困专项再贷款，支持试点城市收购存量住房的租赁住房贷款计划。未来配合地方政府化解债务风险，央行可能创设结构性货币政策工具必要时提供应急流动性。

图5：结构性货币政策工具使用情况（亿元）截止 2023 年 9 月末



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：结构性货币政策工具使用情况（亿元）截止 2023 年 9 月末

工具名称		存续状态	支持领域	发放对象	利率（1年期）/激励比例（%）	额度（亿元）	余额（亿元）
长期性工具	1 支农再贷款	存续	涉农领域	农商行、农合行、农信社、村镇银行	2.00	8,100	5,991
	2 支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	城商行、农商行、农合行、村镇银行、民营银行	2.00	17,850	15,655
	3 再贴现	存续	涉农、小微和民营企业	具有贴现资格的银行业金融机构	2.00（6个月）	7,400	5,289
阶段性工具	1 普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	地方法人金融机构	1.00（激励）	800	498
	2 抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	开发银行、农发行、进出口银行	2.40		29,022
	3 碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	21家全国性金融机构、部分外资金融机构和地方法人金融机构	1.75	8,000	5,098
	4 支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	3,000	2,624
	5 科技创新再贷款	到期	科技创新企业	21家全国性金融机构	1.75	4,000	3,456
	6 普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	工农中建交、开发银行、进出口银行	1.75	400	16
	7 交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）、仓储企业	工农中建交、邮储、农发行	1.75	1,000	451
	8 设备更新改造专项再贷款	到期	制造业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21家全国性金融机构	1.75	2,000	1,672
	9 普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	16家全国性金融机构、地方法人金融机构	1.00（激励）		269
	10 收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	21家全国性金融机构	0.50（激励）		83
	11 民企债券融资支持工具（II）	存续	民营企业	专业机构	1.75	500	0
	12 保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	工农中建交、邮储	0.00	2,000	56
	13 房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	5家全国性资产管理公司	1.75	800	0
	14 租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	工农中建交、邮储、开发银行	1.75	1,000	0

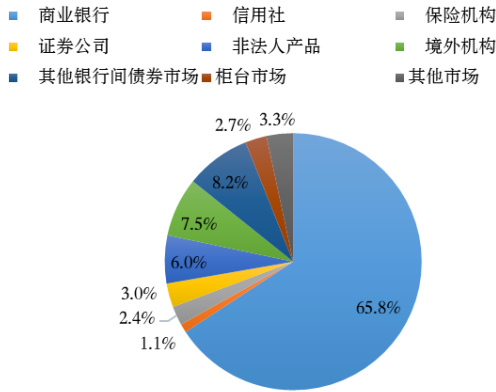
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、货币政策与财政政策积极协同

货币政策加强与财政政策的协同，使用结构性货币工具和政策性开发性金融工具助推经济结构转型。一方面是保持狭义流动性的配合，货币投放节奏与日常财政收支的匹配、应对政府债券发行的短期冲击等；另一方面是提升国债的投资吸引力和优化国债持有结构，包括开展国债做市，推动银行发展政府债券柜台销售和交易，便利企业和居民持有国债，实现国债投资主体多元化。

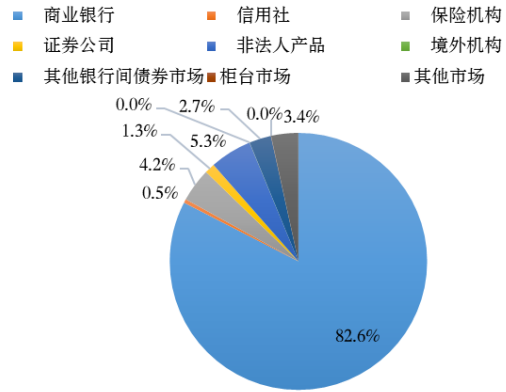
截止 2023 年 10 月末，国债总规模 27.9 万亿，其中 65.8% 由商业银行持有。柜台市场规模仅 7545 万亿，占比 2.7%。国债持有结构还有优化空间。

图7：国债持有主体结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：地方政府债持有主体结构



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

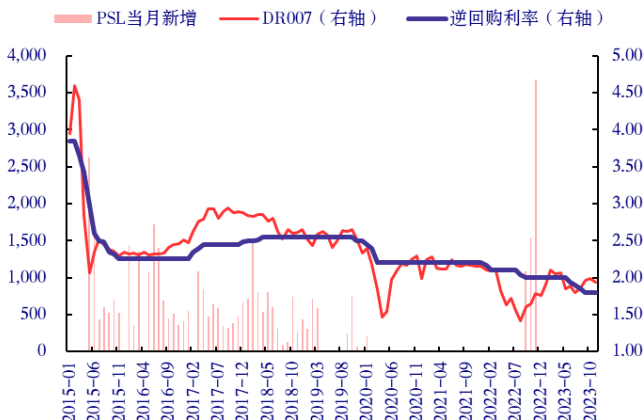
三、我们的判断和政策展望

央行在专栏文章《积极主动加强货币政策与财政政策协同》中，回顾了 2022 年国内经济面临较大压力时，设立两批次政策性开发性金融工具，实现了货币与财政政策联动，发挥重要作用。现阶段，中央强调对“三大工程”的金融支持，需要提供中长期低成本资金支持，央行很可能再次推出政策性开发性金融工具配合财政协同发力。

观察历史上两次 PSL 启动集中使用时期（2015-2016 年支持棚改；2022 年支持基建），货币政策通常配合使用降息、降准。PSL 可以增加基础货币，具有货币投放的功能，会对资金利率水平产生影响，使其偏离政策利率，同时启动初期可能带来流动性边际收紧的影响。由于商业银行要先行投放贷款，再从央行获得流动性支持，这中间存在时滞，所以启动初期有可能对狭义流动性产生一定冲击。

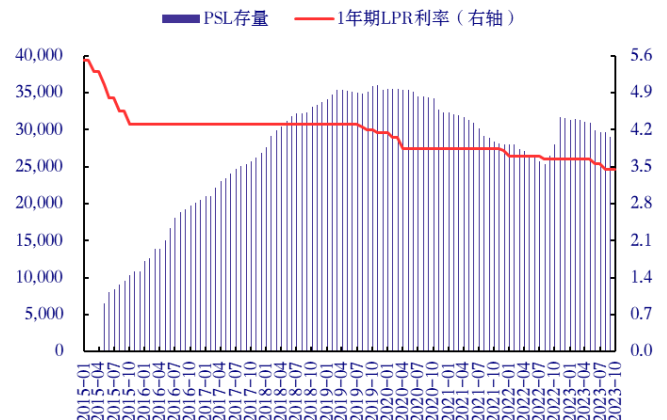
同时当前积极的财政政策逆周期发力，国债、地方专项债、与化债相关的地方特殊再融资债券的发行，均需要维持商业银行流动性充裕。跨周期调节以自然利率为锚，当前政策利率仍有调降空间以稳固经济回升、减轻政府债务压力。

图9：PSL 当月新增与资金利率（亿元，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10：PSL 存量与 LPR 利率（亿元，%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图11：货币政策执行报告对比

	2023年三季度	2023年二季度
数量型货币工具	<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。</p> <p>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。</p> <p>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>
价格型货币工具	<p>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。</p> <p>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、发轫当前，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。</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>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。</p>
结构性货币政策工具	<p>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。</p>	<p>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。</p> <p>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。</p>
房地产	<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>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。</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。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>

资料来源：中国人民银行，中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 房地产与制造业贷款增速(%).....	2
图 2: 房地产对 GDP 的拉动与房地产贷款占比 (%).....	2
图 3: M2 与社融增速(%).....	2
图 4: 企业短期和中长期贷款增速 (%)	2
图 5: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 9 月末.....	3
图 6: 结构性货币政策工具使用情况 (亿元) 截止 2023 年 9 月末.....	3
图 7: 国债持有主体结构.....	4
图 8: 地方政府债持有主体结构	4
图 9: PSL 当月新增与资金利率 (亿元, %)	4
图 10: PSL 存量与 LPR 利率 (亿元, %)	4
图 11: 货币政策执行报告对比	5

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn