

# 央行三季度货币政策执行报告点评

## 信贷供需新特点的具体阐述

北京时间11月27日，央行发布2023年三季度货币政策执行报告。本次报告是中央金融工作会议之后的第一篇执行报告，其中不仅再度强调了中央金融工作会议的要求，也在具体执行上进行了解读，对于中长期货币政策操作提出了明确指引。报告内容对于基本面判断乐观，其中提到的风险点包括“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”，较二季度来说目光由短期矛盾转向了长期矛盾，因此政策态度保持中性偏松。具体来看：

1. 货币信贷供需规律和新特点形势下，信贷保持总量适度、节奏平稳，未来考核机制可能更偏向于民营企业和五篇大文章的方向，央行引导市场降低对于信贷总量和单月新增量的关注度，但也提到了引导金融机构适当平滑信贷波动；2. 疏通货币政策传导机制三季度以来在价格方面成效显著，但数量方面收效有限，存款定期化长期化现象仍未出现拐点，预期增强企业居民投资消费动力是未来政策着力点；3. 货币政策与财政政策配合更为紧密，尤其是在流动性环境趋紧的政府债券大量增发阶段，后续降准仍可期待。

- **货币信贷供需规律和新特点的提出背景。** 1. 部分存量金融资源被低效占用；2. 经济结构转型，以债务拉动经济增长的效能降低；3. 金融回归本源，“经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段，信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换档”。
- **货币信贷供需规律和新特点的执行方向。** 1. 优化结构，提升对于重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。落脚点主要在于提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重，即“全国性商业银行小微业务内部资金转移定价优惠均不低于50个基点、普惠金融在分支行综合绩效考核的权重均不低于10%”；2. 再度强调结构性工具作用，增加支农支小再贷款、再贴现额度，重点支持五篇大文章，主动补位“各级财力未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加强资金支持的重点领域和薄弱环节”；3. 减少对于新增贷款情况的关注度，尤其是短期信贷增长的波动和单月增量的过度解读。
- **数量上来看，货币政策传导效果仍需加强。** 本次执行报告的另一重点，也是中央金融工作会议提出的，疏通货币政策传导机制。在专栏1中，报告提出的缓解存款定期化长期化倾向是一个比较容易量化的指标。今年以来，1年期贷款市场报价利率（LPR）和5年期以上LPR分别下降20个和10个基点，但今年以来截至10月末住户及非金融企业定期及其他存款占比分别上升了3.80%和3.09%，目前来看存款定期化长期化倾向仍未出现拐点，增强企业居民投资消费动力还有待政策驱动。
- **价格上来看，贷款利率水平整体下降。** 价格上存量房贷利率、新增贷款利率均有下降。存量房贷利率方面，截至9月底，22万亿元存量房贷加权平均利率降幅73个基点；新增贷款利率方面，9月底，贷款加权平均利率下降至4.14%，位于年内低位，个人住房贷款加权平均利率下降至4.02%，位于历史最低位，企业贷款加权平均利率下降至3.82%，位于历史最低位，环比大幅下降13个基点。整体来看，贷款加权平均利率持续处于历史低位，货币政策向贷款利率的传导卓有成效。
- **风险提示：** 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。

### 相关研究报告

《1-10月工业企业利润数据点评：“补库”趋势未改》20231127

《1-10月财政数据：支出延续积极发力》20231116

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

北京时间 11 月 27 日，央行发布 2023 年三季度货币政策执行报告。本次执行报告对于国内经济形式判断偏向乐观，主要强调“三季度 GDP 增速好于市场预期”且“预计全年 5% 左右的增长目标能够顺利实现”，对于消费潜能释放、投资新动能、出口竞争力韧性均保持乐观；对于通胀的态度保持中性，主要强调核心 CPI 同比保持在 0.60% 上下；但在内外部挑战方面，重点强调了“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”三大问题，在专栏中也展开了更多的讨论。

## 货币信贷供需规律和新特点的提出背景与执行方向

**货币信贷供需规律和新特点的提出背景是债务拉动经济增长的效能降低。**“准确把握货币信贷供需规律和新特点”是中央金融工作会议提出的新要求，本次执行报告在专栏 2、下一阶段货币政策主要思路章节对于这一要求进行了详细阐述，其中部分内容在中央金融工作会议已有提及，但也增加了很多新提法。这一要求提出的背景主要有三：1. 部分存量金融资源被低效占用；2. 经济结构转型，以债务拉动经济增长的效能降低；3. 金融回归本源，“经济已由高速增长阶段转入高质量发展阶段，信贷增速本身需要适配经济增长逐步提质换挡”。结合来看，央行有意将贷款增量从高速增长调整为提质换挡。但对于货币增速与名义经济增速相匹配的问题，报告也提出了“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”的观点，相对于二季度执行报告中重提逆周期调节，三季度执行报告将跨周期和逆周期调节放在等同的位置上。整体来看，一季度更强调跨周期调节，二季度更强调逆周期调节，三季度则是综合了前两季度的风格。

**货币信贷供需规律和新特点的执行方向是加强结构性业务考核。**在专栏 2、专栏 3、专栏 4 中，报告综合提出了信贷供需新形势下的执行方向，主要为以下几点：1. 优化结构，提升对于重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。落脚点主要在于提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重，即“全国性商业银行小微业务内部资金转移定价优惠均不低于 50 个基点、普惠金融在分支行综合绩效考核的权重均不低于 10%”；2. 再度强调结构性工具作用，增加支农支小再贷款、再贴现额度，重点支持五篇大文章，主动补位“各级财力未能完全顾及、社会资金进入意愿不足而又亟需加强资金支持的重点领域和薄弱环节”；3. 减少对于新增贷款情况的关注度，尤其是短期信贷增长的波动和单月增量的过度解读。结合来看，央行未来对于民营企业、结构性工具的考核可能还将加强，但对于单月信贷总量的考核可能会有所降低，单月信贷波动性或下降。

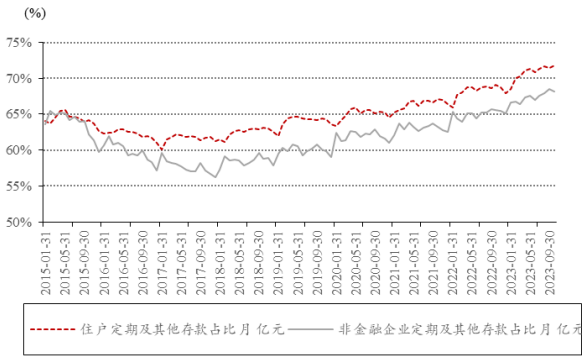
**不宜过于关注新增贷款情况。**根据以往经验，执行报告中强调需要和无需过度关注的观点往往对于之后的政策操作和引导有重要作用。例如央行曾强调关注中期借贷便利的价格而非数量，避免市场中中期借贷便利数量续作的增减来判断货币政策松紧取向；例如央行曾强调全面辩证看待 CPI 而非过度关注结构性通胀，避免市场将结构性通胀和宽松的货币政策强挂钩。对于专栏 2 中提出的“不宜过于关注新增贷款情况”，可能也有避免市场将单月信贷增量和货币政策导向捆绑的意思。

## 疏通货币政策传导机制的成效

**数量上来看，货币政策传导效果仍需加强。**本次执行报告的另一重点，也是中央金融工作会议提出的，疏通货币政策传导机制。在专栏 1 中，报告提出的缓解存款定期化长期化倾向是一个比较容易量化的指标。今年以来，1 年期贷款市场报价利率（LPR）和 5 年期以上 LPR 分别下降 20 个和 10 个基点，但今年以来截至 10 月末住户及非金融企业定期及其他存款占比分别上升了 3.80% 和 3.09%，目前来看存款定期化长期化倾向仍未出现拐点，增强企业居民投资消费动力还有待政策驱动。其次，降低提前还贷动力也能通过住户部门中长期贷款新增量有所感受。据本次执行报告，截至 9 月底，超过 22 万亿元存量房贷利率完成下调，对应 9 月、10 月住户部门中长期贷款分别同比多增 2014 亿元、375 亿元，目前来看提前还贷趋势有所下降。

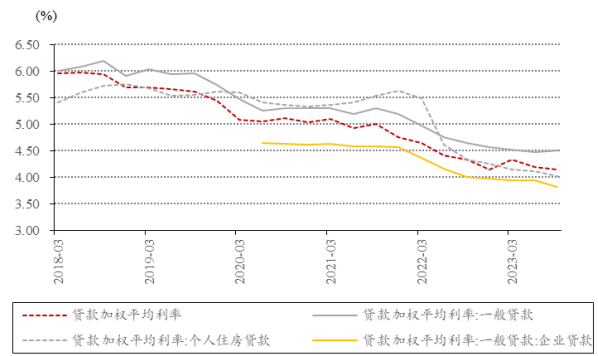
**价格上来看，贷款利率水平整体下降。**价格上存量房贷利率、新增贷款利率均有下降。存量房贷利率方面，截至 9 月底，22 万亿元存量房贷加权平均利率降幅 73 个基点；新增贷款利率方面，9 月底，贷款加权平均利率下降至 4.14%，位于年内低位，个人住房贷款加权平均利率下降至 4.02%，位于历史最低位，企业贷款加权平均利率下降至 3.82%，位于历史最低位，环比大幅下降 13 个基点。整体来看，贷款加权平均利率持续处于历史低位，货币政策向贷款利率的传导卓有成效。

图表 1. 住户及非金融企业定期及其他存款占比



资料来源: ifind, 中银证券

图表 2. 新增贷款加权平均利率



资料来源: ifind, 中银证券

### 其他值得关注的问题主要包括货币财政协同、汇率方面

**货币政策需提供适宜流动性环境。**货币政策与财政政策协同问题上，执行报告在专栏 3 中强调了两点：一是货币政策需对财政政策进行补位，即加强结构性政策工具的使用，这一点在上文有所阐述；二是提及了政府债券发行过程中对于流动性的扰动，即加强政府债券增发期间流动性的投放，这一点在 10 月以来也有所体现，由于 10 月以来政府债券大量集中发行，央行公开市场操作明显放大，10 月、11 月（截至 11 月 28 日）央行分别进行逆回购操作 62140 亿元、67220 亿元，为近年以来最高投放量。

**更加重视汇率超调风险。**汇率问题上，执行报告由二季度提出的“坚决防范汇率超调风险”新增为三季度提出的“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”，对于汇率超调风险更为重视。

### 后续的货币政策方向

本次报告是中央金融工作会议之后的第一篇执行报告，其中不仅再度强调了中央金融工作会议的要求，也在具体执行上进行了解读，对于中长期货币政策操作提出了明确指引。报告内容对于基本面判断乐观，其中提到的风险点包括“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”，较二季度来说目光由短期矛盾转向了长期矛盾，因此政策态度保持中性偏松。具体来看：

1. 货币信贷供需规律和新特点形势下，信贷保持总量适度、节奏平稳，未来考核机制可能更偏向于民营企业和五篇大文章的方向，央行引导市场降低对于信贷总量和单月新增量的关注度，但也提到了引导金融机构适当平滑信贷波动；
2. 疏通货币政策传导机制三季度以来在价格方面成效显著，但数量方面收效有限，存款定期化长期化现象仍未出现拐点，预期增强企业居民投资消费动力是未来政策着力点；
3. 货币政策与财政政策配合更为紧密，尤其是在流动性环境趋紧的政府债券大量增发阶段，后续降准仍可期待。

**风险提示：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。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371