

货币政策新导向

证券研究报告

2023年11月28日

——三季度货政报告解读

整体来看，本次货政报告是中央金融工作会议召开以后的首份货政报告，在金融高质量发展的主题下，货币政策出现了一些新的导向——更加重视金融支持实体的结构和效率，适度容忍信贷增速的下降；更加重视货币政策在跨周期视角下的效果，适度容忍 M1 和 M2 的剪刀差。

风险提示：海外经济、主要央行货币政策存在不确定性，可能对国内货币政策产生影响。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23 年 12 月第 1 周》2023-11-27
- 2 《宏观报告：宏观报告-房地产新发展模式》2023-11-25
- 3 《宏观报告：宏观报告-赤字率的空间》2023-11-21

11月27日，央行发布了《2023年第三季度中国货币政策执行报告》¹（以下简称“货政报告”）。

本次货政报告的关键内容可以简单概括为两个容忍——容忍信贷增速的下降，容忍M1和M2的剪刀差。

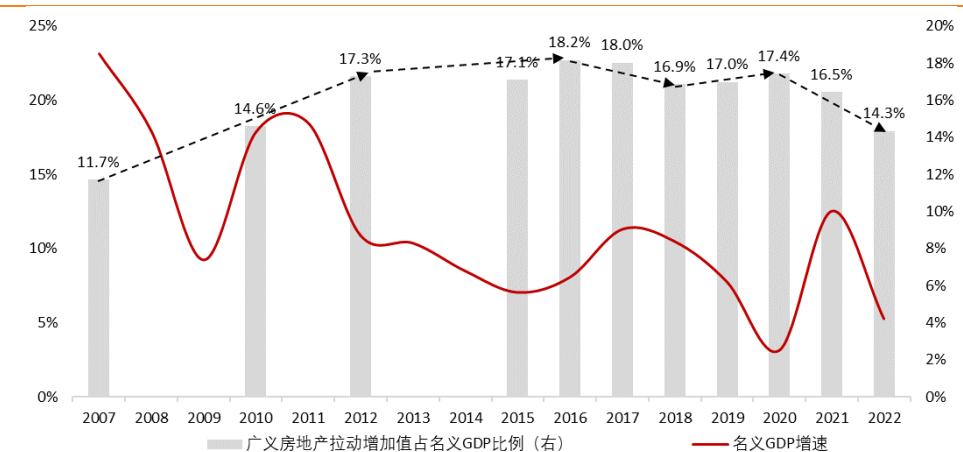
第一个容忍体现在《专栏2——盘活存量资金，提高资金使用效率》中的“着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率，更多关注存量贷款的持续效用，盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率，盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要”。

其核心思想可以概括为“增、减、取、舍”四个字，标志着货币政策对于金融支持实体的要求导向从增速更快转向结构更优、效率更高。

结构更优，需要有增有减。信贷投放的结构伴随经济结构的调整而出现相应的变化，增加新动能的金融支持，减少对旧动能的支持。

比如金融“去地产化”就体现了信贷投放的“减”。过去多年，房地产是经济增长的重要组成，根据我们测算，2012-2020年间，广义房地产业（包括房地产建筑和房地产服务两个环节的直接和间接拉动）对经济的贡献稳定在17%-18%之间。但从2021年起，经济开始了“去地产化”的进程，广义房地产业对经济的贡献从2020年的17.4%快速下降到了2022年的14.3%。

图1：广义房地产对经济的贡献快速下降（单位：%）



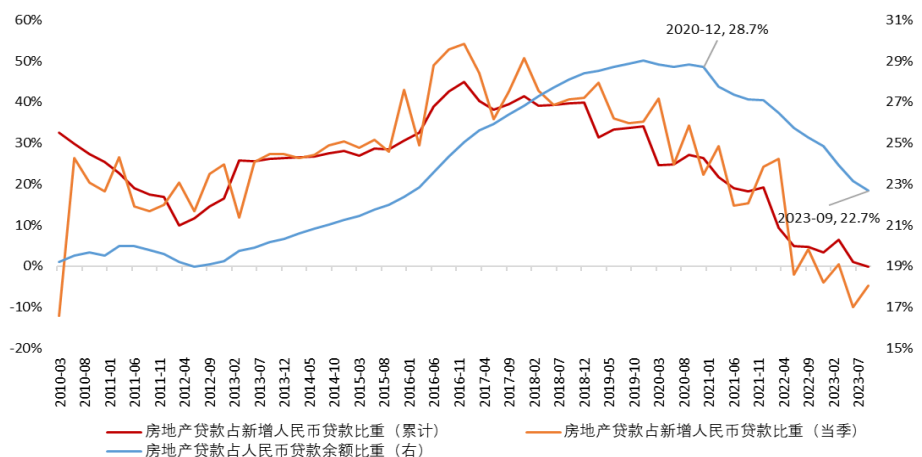
资料来源：国家统计局，Wind，天风证券研究所

经济“去地产化”的同时，金融也在“去地产化”。从增量角度看，今年前三季度房地产贷款在新增人民币贷款中的占比为-0.2%，较2020年的26.3%大幅下降26.5个百分点。从存量角度看，房地产贷款在人民币贷款余额中的占比自2021年起加速回落，从2020年末的28.7%回落6个百分点至2023年9月末的22.7%。

化债也是信贷投放“减”的部分。本轮化债要求遏制增量、化解存量，部分存量的城投贷款会被陆续偿还，城投贷款整体可能会表现为净压降。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5150339/index.html>

图 2：房地产贷款在人民币贷款中的占比正在快速下降（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

“增”主要集中在高质量发展相关的行业。比如中央金融工作会议提到的“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，大力支持实施创新驱动发展战略、区域协调发展战略，确保国家粮食和能源安全等”²，也即本次货政报告提到的“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”。

效率更高，需要有取有舍。

“取”的是信贷资源使用的效率提升。一方面，金融资源更多地向高质量发展、五篇大文章倾斜，本身就是在促进经济转型升级，提高效率。另一方面，央行在本次货政报告中也在强调“盘活被低效占用的金融资源”、“盘活存量贷款”，我们预计接下来也会加快推进银行不良贷款的核销和处置，从低效率部门释放信贷资源。

“舍”的是对信贷增速的追求。由于房地产、基建等传统行业产业链长、投融资规模大，因此信贷投放结构从旧动能向新动能的转变，大概率会引起信贷增速的下降，但这并不意味着金融对实体支持力度的减弱。

因此货政报告也强调，“衡量信贷支持实体经济的成效，不宜过于关注新增贷款情况”、“要避免对单月增量等高频数据的过度解读”。**未来信贷增速可能会有所下降或长期保持低位，但信贷结构和效率的变化，也会加大金融对实体的支持力度。**

“增减取舍”四个字归根结底还是呼应了中央金融工作会议的要求——“准确把握货币信贷供需规律和新特点”。

第二个容忍体现在央行货政报告中对于近期关于资金空转讨论的回应。2022年以来，社融、M2增速明显高于名义GDP增速，同时M2增速也明显高于M1增速，这似乎与“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”有所矛盾，甚至存在“资金空转”的嫌疑。

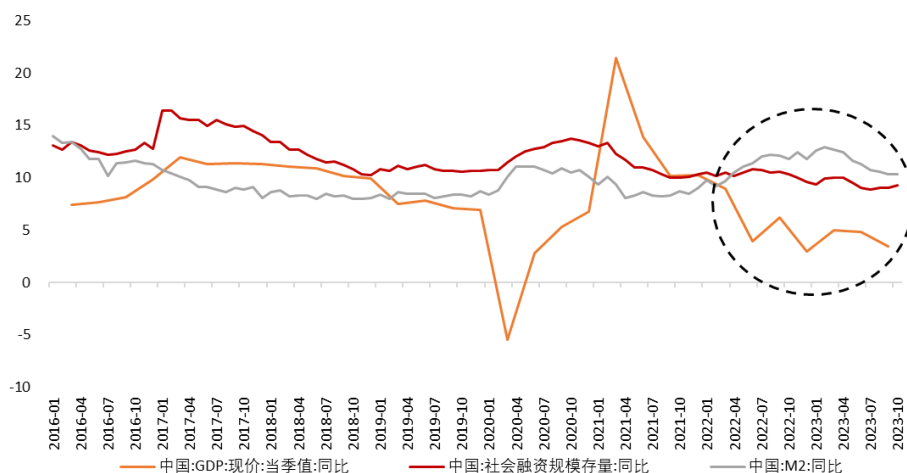
央行指出，“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握对‘基本匹配’的理解和认识”。

意思是“社融、M2增速与名义GDP增速基本匹配”不是对当月、当季或者当年的要求，而是对跨经济周期、更长时间维度的要求。

同时，资金活化程度较低是经济的结果而非原因，反映实体部门需求不足、预期偏弱，因此更需要货币政策发力稳增长，保持相对于名义GDP和M1增速更高的社融和M2增速，才能对经济起到托底作用，在跨周期的时间尺度下平滑经济转型的短期波动。

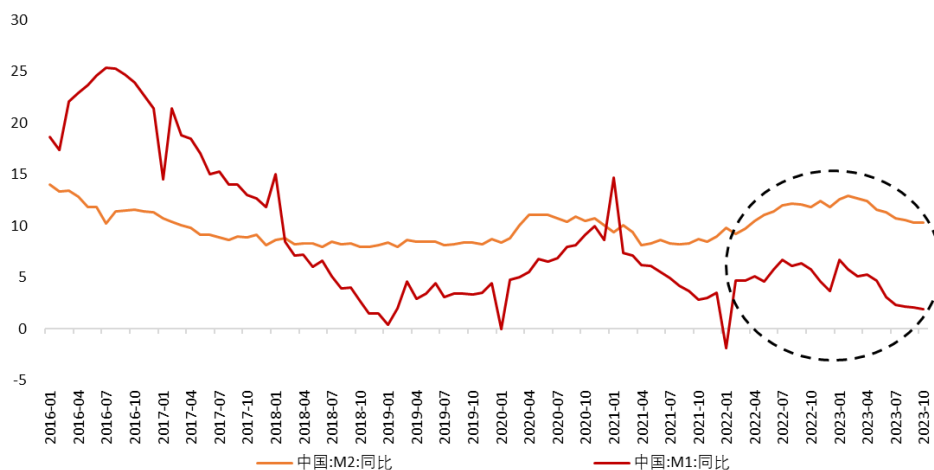
² https://www.gov.cn/yaowen/liebiao/202310/content_6912992.htm

图 3：2022 年以来，社融、M2 增速明显高于名义 GDP 增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：2022 年以来，M2 增速明显高于 M1 增速（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

整体来看，本次货政报告是中央金融工作会议召开以后的首份货政报告，在金融高质量发展的主题下，货币政策出现了一些新的导向——更加重视金融支持实体的结构和效率，适度容忍信贷增速的下降；更加重视货币政策在跨周期视角下的效果，适度容忍 M1 和 M2 的剪刀差。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com