

2023 年第三季度货币政策执行报告要点解读

11 月 27 日，央行发布《2023 年第三季度货币政策执行报告》。在“下一阶段货币政策主要思路”中，提到要“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”；“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”。我们认为，这些内容是理解下一阶段货币政策取向的几个关键点。

一、“准确把握货币信贷供需规律和新特点”，意味着接下来信贷投放不能片面强调新增规模，要更加注重精准投放、盘活存量信贷资金。

首先在总量方面，我国人民币贷款余额超过 230 万亿，资金存量规模巨大，同样的贷款增速，现在的增量规模远超以往。这意味着当前衡量信贷支持实体经济的成效，不宜过度关注新增贷款数量，尤其要避免对波动较大的单月信贷增量等高频数据过度解读。银行业则要把握好信贷增长和净息差之间的平衡，以此确定新的信贷合理增长水平，或不宜再单纯追求信贷高增速。

其次在结构方面，既要看总量信贷增长规模，更要注重科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业等重点领域的信贷投放增速。这是当前衡量金融支持高质量发展的关键指标。

最后，还要把新增贷款与盘活存量信贷资源综合分析。其中后者包括在化解地方政府债务风险过程中，通过发放特殊再融资债券置换各类地方政府隐性债务，进而释放沉淀在隐性债务中的巨量信贷资源，以及加快各类资产证券化等。推动盘活存量贷款，在支持实体经济增长方面的作用与投放新增贷款并无本质差别，还能有效缓解债务增长压力。

需求方面，此前城投平台、房地产行业是信贷“两大户”。当前这两个行业的信贷需求增速下降，银行需要将信贷资源转向科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业等领域；与此同时，平急两用基础设施建设、城中村改造、保障房建设等“三大工程”也正在形成新的有效信贷需求。

二、三季度货政报告强调“更加注重做好跨周期和逆周期调节”，意味着

经济下行压力最大的阶段已经过去，但货币政策也不会退坡转向。

首先，与二季度报告主要强调“逆周期调节”不同，三季度报告再度将跨周期和逆周期调节并列，而且明确要“更加注重”。我们理解，这主要源于三季度宏观经济复苏动能转强，“预计全年 5%左右的增长目标能够顺利实现”，宏观经济背景发生了变化，稳增长需求相应下降。但当前经济回稳向上的基础还不牢固，特别是房地产行业仍处于调整过程，接下来为推动“经济将继续向常态化运行轨道回归”，货币政策还将保持稳增长取向，继续用力。

考虑到经济下行压力最大的阶段已经过去，下一步政策上会更加注重精准发力，重点支持小微企业、房地产行业等薄弱环节，以及科技创新、先进制造、绿色发展等重点领域，坚决避免大水漫灌，为将来留下高通胀及金融风险防患。这也意味着 2024 年再现今年迄今“两次降息+两次降准”的可能性很小，但在物价水平持续偏低的背景下，明年货币政策退坡转向的概率也不大。我们预计，为支持增发国债发行，年底前央行有望再实施 1 次全面降准；为引导实体经济融资成本稳中有降，特别是引导居民房贷利率进一步下调，以及“统筹协调金融支持地方债务风险化解工作”，2024 年政策利率和存款准备金率也有小幅下调空间。

三、“充实货币政策工具箱”，主要是指结构性货币政策工具有可能进一步“扩容”。

下一步为重点支持国民经济薄弱环节、重点领域，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，引导金融资源进一步向这些领域倾斜，央行有可能适度延长现有结构性货币政策工具期限、上调额度，乃至推出新的政策工具。我们判断，支小再贷款额度在 2023 年上调 2000 亿的基础上会进一步上调；在科技创新再贷款、设备更新改造再贷款到期退出、存量资金继续使用的背景下，为重点加大对科技创新及先进制造等重大战略、重点领域的政策支持力度，不排除重新启用或推出新的支持工具的可能；着眼于为“三大工程”提供长期低成本融资，PSL 有可能再出江湖，或由央行推出相关专项再贷款等；综合现有房地产行业政策支持工具的具体执行效果，下一步有可能加大实施力度，或推出新的政策工具。总体上，在“稳健的货币政策要精准有力”原则下，未来结构性货币政策工具将受到进一步倚重，这也是推进金融供给侧改革的一个重要抓手。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。