

2023年第三季度货币政策执行报告解读

货币政策的四个动向

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年11月27日，央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》。
- **1、经济增长信心更足。**报告表示“经济内生动力还将不断增强”，未来消费潜能继续释放、投资新动能拉动、出口仍有较强竞争力。不过，**央行对物价的判断趋向谨慎乐观**，认为物价“短期还将维持低位，未来将回归常态水平”，相比二季度报告判断更加谨慎，也因8月以来CPI增速弱于预期。**我们认为，2024年中国经济企稳、物价向常态化水平回归的重要基础在于居民消费的复苏。**今年以来，国内消费的复苏更多呈现“恢复性”而非“报复性”特征。展望2024年，企业盈利具备继续恢复的空间，有望带动居民就业和收入进一步改善，支撑居民消费的持续复苏。
- **2、信贷导向“提质换档”。**货币信用总量方面，报告提示“准确把握货币信贷供需规律和新特点”，指出“要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握‘基本匹配’的理解和认识”。我们认为，中长期视角下“基本匹配”的社融增速可大致定位在“名义GDP增速+2到3个百分点”，预计2024年与名义GDP增速大致匹配的社融增速中枢应在9-10%。**下一阶段的信贷工作更着重于盘活存量：首先**，在中国经济转型的当下，“稳信用”的总量和结构、存量和增量已同等重要。**其次**，随着我国经济增速中枢的下移，未来贷款“提质换档”，增速中枢也会继续下移。**最后**，衡量信贷支持实体经济的成效，或需淡化对总量增速回落、月度信贷波动的关注。
- **3、价格调控提升效能。**1) **提升利率的“公信力”和“指导性”。**相比于政策利率和LPR的变化，前三季度贷款端居民经营贷款、短期消费贷款等利率下降幅度较小，传导效力有待增强；存款端市场基准利率的引导能力有明显提升，调降幅度与MLF相当。2) **规范贷款和其他金融产品的价格关系。**一方面，贷款利率仍高于企业债券融资，且多需要抵押物，这或意味着贷款利率需进一步下行。另一方面，银行贷款对优质国企发放贷款的利率较低，需避免与结构性存款、存单、理财等产品利率产生倒挂，减少套利空间。3) **人民币汇率方面态度更加坚决。**报告首提“立足长远、发轫当前”、“防止形成单边一致性预期并自我强化”。从长远看，实现十四五规划和2035年目标，除名义增长外，推动汇率处于合理水平也有必要。
- **4、财政货币政策协同。**1) **流动性层面协同**，主要指货币政策配合熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行。2) **促进经济结构调整优化的协同**，应是“财政为主、货币补位”。后续结构性工具还将加强对民营企业和房地产“三大工程”的支持。3) **促进国债投资主体多元化**，这与存款利率市场化有内在的一致性。对标国债利率推进存款和大量存单降息，既有助于降低商业银行负债成本，又能提升国债对居民资产配置吸引力。4) **协同防范化解地方债务风险**，包括存量贷款的偿还、存量资产的盘活等。

2023年11月27日，央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》。本次货币政策执行报告的发布时间比2001年以来的历年三季度都更晚，也是新行长上任后第一个完整季度的操作总结，向市场传达央行对中央金融工作会议的精神的理解，为未来货币政策的操作思路提供了较多增量信息。

1、经济增长信心更足

央行对中国经济增长前景的看法更加积极。一方面，报告表示“**经济内生动力还将不断增强**”，相对于二季度报告中的“**下半年经济持续恢复有坚实基础**”信心更足。另一方面，**对经济运行中困难和挑战的表述弱化**。本次报告指出，经济运行“**面临一些内外部挑战**”，“**从发展阶段、发展条件、发展优势等方面综合考量，我国发展前景仍长期看好**”。而二季度报告对应内容为“**面临新的困难**”，认为“**经济恢复是一个波浪式发展、曲折式前进的过程，要有耐心和信心**”。具体地，央行从“**三驾马车**”出发，指出经济增长的支撑因素。

- 一是，**消费潜能继续释放**，前期存量房贷调降、个人所得税专项扣除优化等政策效果还将继续显现。在二季度报告中，央行对居民消费看法相对谨慎“**居民收入预期不稳，消费恢复还需时间**”。
- 二是，**投资新动能拉动**，报告表示当前民间制造业投资增速保持在9%的高位，“**三大工程**”也有助于稳定房地产投资。在二季度报告中，央行曾关注民间投资的低迷。
- 三是，**出口仍有较强竞争力**，上半年我国出口份额较去年同期仍有提升。在二季度报告中，央行曾提及“**部分行业存在生产线外迁现象**”。

央行对物价的判断趋向谨慎乐观，认为物价会逐步恢复，未来将回归常态水平。“**随着各项政策加快落地见效、内需持续改善，物价上行动能将进一步积蓄。……我国不存在长期通缩或通胀的基础**”。但也指出，“**物价短期还将维持低位**”，相比二季度报告中“**物价有望触底回升**”的判断更加谨慎。2023年8月以来，食品价格下跌对CPI的拖累加大，加之服务价格带动不足，核心CPI有所回落，CPI的同比增速也在9月、10月连续走低。

我们认为，**2024年中国经济企稳、物价向常态化水平回归的重要基础在于居民消费的复苏**。2023年以来前三季度，表现相对较强的服务消费占居民消费的比重仅略高于2019年水平。以此推断，目前国内消费复苏更多呈现“恢复性”而非“报复性”特征。8月以来，工业企业利润逐渐回归正增长，2024年企业盈利具备继续恢复的空间，有望带动居民就业和收入进一步改善，支撑居民消费的持续复苏。

2、信贷导向“提质换挡”

对于“稳信用”总量的理解，本次报告在摘要中提示“**准确把握货币信贷供需规律和新特点**”，指出“**保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配。要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理把握‘基本匹配’的理解和认识**”。我们认为，中长期视角下“基本匹配”的社融增速可大致定位在“**名义GDP增速+2到3个百分点**”。2018年全国两会起，我国不再设置全年M2及社融增速目标，改之为“**与名义GDP增速相匹配**”。2018年至2022年间，我国社融存量的平均增速为10.8%，而名义GDP平均增速为7.9%。**展望2024年，假设全年录得5%左右的实际GDP增速，加上1-2个点的GDP平减指数，名义GDP增速在6-7%之间，大致匹配的社融增速中枢应在9-10%**。

对于下一阶段的信贷工作，本次报告指出“**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**”。对此，我们有三点理解：

- 首先，**在中国经济转型的当下，“稳信用”的总量和结构、存量和增量已同等重要**。2023年中央金融工作会议提出“**盘活存量资金，提高资金使用效率**”的要求。报告指出，“**以债务拉动经济增长的效能降低**”，“**信贷存量资金为增量的十倍以上**”。为此，央行特辟专栏2，解读盘活存量资金的内涵和作用，引导市场科学看待信贷总量和信贷结构的变化。

- 其次，随着我国经济增速中枢的下移，未来贷款“提质换挡”，增速中枢也会继续下移。报告提出，“*我国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*”，“*银行业要把握好信贷增长和净息差收窄之间的平衡，亦需寻求新的信贷合理增长水平*”。
- 最后，衡量信贷支持实体经济的成效，或需淡化对总量增速回落、月度信贷波动的关注。报告提出，“*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*”，“*也可以更多关注涵盖更全面的社会融资规模，或者拉长时间观察累计增量、余额增速等变化*”。未来在跟踪月度社融信贷数据时，可引入累计同比变化、近 12 个月的变化等新的观测指标，因其与经济运行匹配度可能更高。同时，还需更加注重解读央行按季度公布的《金融机构贷款投向报告》，以此观察信贷资金的结构导向及发力方向。

3、价格调控提升效能

第一，提升利率的“公信力”和“指导性”。报告指出，“*完善央行政策利率体系，提升市场基准利率的公信力……增强 LPR 对实际贷款利率的指导性*”。政策利率方面，今年前三季度，央行调降 MLF 利率 25bp，并引导 LPR1 年和 5 年分别比去年末下行 20bp 和 10bp。

- 在贷款端，金融机构实际发放的贷款利率仍有一定优化空间。今年前三季度，企业贷款利率较去年末降低 15bp，以专栏 1 图示看，企业贷款利率的“合意水平”或位于 1 年期 LPR 到 5 年期 LPR 之间。不过，一般贷款利率仅较去年末降低 6bp，其中剔除企业贷款外，还有居民经营贷款、短期消费贷款等部分，LPR 对这部分贷款利率的传导效力还不够强。
- 在存款端，市场基准利率的引导能力有明显提升。央行在专栏 1 中表示，今年以来“引导主要银行下调 1 年期及以上存款利率 10-25 个基点”，幅度与 MLF 相当。

第二，规范贷款和其他金融产品的价格关系。“*规范贷款利率定价秩序，统筹好增量、存量及其他金融产品价格关系*”。我们理解包括两个维度：一方面，从企业融资选择出发，贷款利率仍高于企业债券融资，且多需要抵押物，这或意味着贷款利率需进一步下行，趋近对标公开市场的债券发行融资利率。另一方面，从防范套利的角度看，银行贷款发放时偏好优质国有企业，对其发放的贷款利率偏低，可能导致贷款发放利率和结构性存款、存单、理财等产品利率倒挂。为此需从两端入手，减少贷款与其他金融产品间的套利空间。

第三，人民币汇率方面态度更加坚决。在下一阶段汇率工作部分，报告首提“立足长远、发轫当前”、“防止形成单边一致性预期并自我强化”。在“坚决防范汇率超调风险”的基础上，增加“两个坚决”，即“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”。从长远看，实现“‘十四五’末达到现行的高收入国家标准、2035 年人均国内生产总值达到中等发达国家水平”的目标，除稳定名义 GDP 增速外，推动人民币汇率处于合理水平也有必要。

4、财政货币政策协同

结合本次报告专栏 3“积极主动加强货币政策与财政政策协同”及其他内容，我们对财政货币政策的协同有以下理解：

首先，流动性层面的协同，主要指货币政策配合熨平日常财政收支的影响、支持政府债券集中发行。具体操作包括降准、中期借贷便利、公开市场操作；广泛使用国债、地方债作为质押品，开展国债做市支持操作，提升政府债券二级市场流动性。

其次，促进经济结构调整优化的协同，应是“财政为主、货币补位”。报告指出，“*财政政策注重发挥再分配功能和‘四两拨千斤’的撬动作用，强化公共服务保障，体现对重点领域的有力支持。在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，货币政策主动补位，通过发挥激励引导作用，能够鼓励更多金融资源提供融资支持，银行信贷结构也进一步优化，体现出相应的结构调节效应*”，进一步明确了货币政策的结构性工具的定位。结合央行下一阶段工作中的表述，我们认为，后续结构性工具还将加强对民营企业和房地产“三大工程”的支持，两者均属于财政推动、货币配合的重点领域。

第三，促进国债投资主体多元化。“下阶段，结合政府债券增发的形势需要，人民银行将进一步加强与财政政策的协调配合，加快债券市场建设，优化国债持有结构，推动银行发展政府债券柜台销售和交易，便利更多企业和居民持有国债，实现国债投资主体多元化，既有效保障政府债券顺利发行，又加快促进直接融资发展”。我们认为，投资主体的多元化与存款利率市场化有内在的一致性，比如对标同期限国债利率，大力推进存款和大量存单降息，既有助于降低商业银行负债成本，又能够提升国债对居民资产配置吸引力。

第四，协同防范化解地方债务风险，包括存量贷款的偿还、存量资产的盘活等。央行在下阶段工作中指出：“统筹协调好金融支持地方融资平台债务风险化解，压实地方政府主体责任，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制增量”。报告专栏 2 中指出“随着金融部门积极支持化解地方债务风险，分类施策化解存量债务、严控增量债务，部分地方融资平台贷款会被逐步偿还……经过多年投资建设，我国在基础设施等领域形成一大批存量资产，在盘活存量资产、优化资产结构的过程中，也将减少一些被低效占用的存量信贷。”

风险提示：稳增长政策落地效果不及预期，海外经济衰退程度超预期，房地产企业信用风险蔓延等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层