

## 关注货币政策报告释放的三大信号

——三季度货币政策执行报告点评



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》（以下简称“《报告》”），认为我国经济增长好于预期，但仍面临内外部多重挑战，在此背景下，货币政策延续精准有力，更加注重跨周期和逆周期调节，政策操作或仍保持稳中偏松，或继续通过降准降息、疏通货币政策传导机制等达到稳增长、降成本等目的，同时也将进一步加强与财政政策的协调配合，促进经济平稳运行。从信贷来看，央行或更加注重信贷投放节奏以及资金使用效率，通过进一步优化资金供给结构提高金融资源配置效率，促进我国经济结构升级转型。

### 信号一：货币政策注重跨周期和逆周期调节，进一步加强与财政政策协调配合，降准降息仍有空间

此次《报告》认为，下半年以来，伴随政策“组合拳”不断显现，我国经济回升向好态势持续巩固，经济运行中的积极因素逐步增多，但同时也面临多重挑战，比如“外溢风险仍可能通过汇率、资本流动、外债等渠道冲击新兴市场经济体”，“以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”等。从数据看，前三季度累计同比5.2%，较去年同期3%的增速水平有所改善，但结构性问题仍不容忽视，信心不足下消费明强实弱的基本格局并未转变，地产行业投资端与销售端仍较为低迷，10月房地产投资跌幅延续扩大，累计同比下降9.3%，经济修复基础仍不稳固。同时，地缘政治冲突持续，全球经济仍有衰退风险，就美国而言，10月新增非农就业数量下降且低于市场预期，服务业和制造业PMI均回落，叠加发达经济体利率仍处于高位，欧美加息的紧缩效应尚未完全显现，外部环境仍较为复杂严峻。在此背景下，货币政策将延续精准有力的总体基调，支持经济持续修复。此次《报告》新增“更加注重做好跨周期和逆周期调节”表述，在稳增长、降成本、防风险诉求仍存的背景下，货币政策仍将保持一定力度，政策操作或延续稳中偏松；同时，



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

王晨 chwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 执行院长

袁海霞 hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【10月利率债运行分析与展望】特殊再融资债发行资金面收紧，国债收益率或呈区间波动走势

【货币政策及利率债前三季度回顾与下阶段展望】修复与化债诉求下仍有降准降息可能，收益率中枢或位于2.6%-2.65%，2023年10月

【8月利率债运行分析与展望】资金面边际收紧央行净投放资金，国债收益率大幅上行动力或不足，2023年9月

【货币政策及利率债上半年回顾与下阶段展望】复苏承压降准降息仍有可能，收益率中枢或将低于上半年，2023年7月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaoy@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

《报告》强调“积极主动加强货币政策与财政政策协同”，或存在以下两种方式：一是在特殊再融资债、特别国债集中发行以及近期资金面较为紧张下，或通过降低存款准备金率、加大公开市场投放力度等平抑流动性波动；二是持续推进地方债务化解下，需维持低利率环境，降低宏观债务成本。因此，我们认为，后续央行仍有降准降息的可能，与此前三季报<sup>1</sup>观点保持一致。

## 信号二：进一步疏通货币政策传导机制，推动降低实际利率

与上次报告相比，此次《报告》新增“进一步疏通货币政策传导机制”表述，后续央行或更加注重疏通宽货币到宽信用的堵点。2022年以来，货币政策持续保持稳中偏松的态势，MLF利率累计下调幅度达45BP，存款准备金率下调幅度达100BP，但宽松的货币政策并未完全发挥效力，实体融资需求仍较为低迷。从数据看，10月份M2同比增速为10.3%，仍保持在较高水平，M1同比增速回落较前值回落0.2个百分点至1.9%，处于历史低位，或表明尽管整体货币供给条件相对宽松，但资金在实体经济中的流转和活化仍显不足，宽货币到宽信用传导路径受阻，后续仍需进一步疏通货币政策传导机制，持续引导释放实体融资需求。同时，此次《报告》将此前报告“促进企业融资和居民信贷成本稳中有降”，改为“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”，并新增“提高利率政策协同性”等表述，后续或更加注重利率传导效果，进一步降低实体融资成本。2023年9月，新发放企业贷款加权平均利率3.82%，同比下降0.18个百分点，处于历史最低水平。但当前我国通胀水平较低，9月CPI同比增速为0%，10月更是降至了-0.2%，在考虑通胀因素后的实际利率或仍处于相对较高的水平，在宏观债务风险仍处于高位、部分企业经营承压的背景下，降成本或仍是后续央行的重点工作内容之一，考虑到此前降息幅度相对较高但传导较为有限，后续将更加注重疏通传导堵点，而此次《报告》强调“推动金融机构降低实际贷款利率”，或表明净息差可能仍是制约融资成本下降的因素之一，后续或进一步推进存款利率市场化等降低成本。

## 信号三：结构性货币政策工具精准发力，信贷投放或“有增有减”

对于结构性货币政策工具，《报告》仍强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，在用好存量工具的基础上，继续优化资金供给结构，支持经济运行中的重点领域和薄弱环节，存在进一步增加结构性工具的规模及类型的可能性。同时，此次《报告》强调“提高资金使用效率”“信贷结构有增有减”，在经济结构转型升级时期，信贷投放也应跟随经济形势的变化调整，或可关注以下三个方向：一是结构性工具继续发力，加快培育新动能新优势，进一步加大对科技创新、先进制造、绿色发展等领域的支持力度，尤其是重大战略、重点领域的民营

<sup>1</sup> 参见中诚信国际报告《修复与化债诉求下仍有降准降息可能，收益率中枢或位于2.6%-2.65%》

企业、中小企业，与国企相比资金募集更为困难，或需货币政策予以倾斜，后续通过提高民营企业相关业务在绩效考核中的权重、增加再贷款等方式加大金融资源的投入；同时对经济拉动作用较弱、有效项目逐步饱和的传统领域，需减少信贷投入。二是**针对房地产行业信贷投放或“有增有减”**，伴随房地产供求关系变化，房地产贷款需求趋降，但仍需落实好房地产“金融 16 条”，避免房地产硬着陆，同时继续加大对城中村改造、“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。三是**加大对地方化债支持，对融资平台贷款“有保有压”**，一方面，对有债务问题的地方政府，需限制其新增贷款；另一方面，此次《报告》仍然强调“积极稳妥支持地方债务风险化解”，央行或通过设立应急流动性工具、指导金融机构降息展期等推进金融化债进程。

**附表：货币政策执行报告表述对比**

	2023年三季度货币政策执行报告	2023年二季度货币政策执行报告
世界宏观经济形势	<p>经济增长复苏前景分化。美欧通胀仍有较强粘性。劳动力市场依然强劲但存不确定性。国际金融市场大幅波动。主要发达经济体加息周期接近尾声。新兴经济体货币政策分化。高利率下通胀压力依然存在。全球债务水平处于历史高位。全球金融潜在风险逐步累积。</p>	<p>经济增长总体延续恢复势头。美欧通胀继续回落。劳动力市场依然偏强。国际金融市场表现总体回好。主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化。通胀回落至疫情前水平尚需时日。全球金融稳定风险上升。经济前景和货币政策不确定性上升。</p>
中国宏观经济形势	<p>前三季度，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。消费增长较快，投资规模继续扩大，进出口总体平稳。农业生产形势总体良好，工业生产恢复加快，服务业持续较快恢复。居民消费价格温和上涨，生产价格降幅连续收窄。</p>	<p>上半年，国民经济持续恢复、总体回升向好。消费稳步恢复，投资平稳增长，进出口保持增长。农业生产形势稳定，工业生产稳步恢复，服务业增长较快。居民消费价格低位运行，核心CPI同比上涨。</p>
中国宏观经济展望	<p>中国经济保持平稳发展的有利因素较多。下半年以来，随着宏观政策“组合拳”成效不断显现，我国经济回升向好态势持续巩固，各方面积极因素逐渐增多。经济平稳运行也面临一些内外部挑战。从国际看，地缘政治冲突加剧，世界经济的不确定性上升，发达经济体利率持续高位，外溢风险仍可能通过汇率、资本流动、外债等渠道冲击新兴市场经济体。从国内看，以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。也要看到，从经济发展大趋势看，我国发展的基本面没有变。物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平。</p>	<p>国民经济有望持续好转。当前外部环境复杂严峻，国内经济运行也面临新的困难挑战。从国际看，地缘博弈持续紧张，世界经济逆全球化风险上升；发达经济体本轮加息对全球经济金融的累积效应还将持续显现。从国内看，居民收入预期不稳，消费恢复还需时间，民间投资信心不足，一些企业经营困难，部分行业存在生产线外迁现象，地方财政收支平衡压力加大。也要看到，我国经济具有巨大的发展韧性和潜力，长期向好的基本面没有改变。物价有望触底回升。</p>
下阶段政策思路	<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。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。进一步疏通货币政策传导机制，增强金融支持实体经济的稳定性，促进经济金融良性循环，保持物价水平合理稳定。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，维护好存款市场秩序，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。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。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。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、发韧当前，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。切实防范化解重点领域金融风险，指导金融机构积极稳妥支持地方债务风险化解，守住不发生系统性金融风险的底线。</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。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。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。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，持续加大对小微企业、科技创新、绿色发展等支持力度。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。发挥好金融在促消费、稳投资、扩内需中的积极作用，保持物价水平基本稳定。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。切实防范化解重点领域金融风险，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，稳步推动中小金融机构改革化险，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>



中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
地址：北京市东城区朝阳门内大街  
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼  
邮编：100020  
电话：（86010）66428877  
传真：（86010）66426100  
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT  
RATINGCO.,LTD  
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,  
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,  
Dongchengdistrict, Beijing, 100020  
TEL: ( 86010 ) 66428877  
FAX: ( 86010 ) 66426100  
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>

