

## 精准有力，盘活存量

### ——《2023年三季度货币政策执行报告》六大要点

11月27日，央行发布《2023年三季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们重点关注以下六个方面：

#### 一、形势判断：长期乐观，短期审慎

《报告》对国内经济形势的判断中长期乐观、短期审慎，认为“从经济发展大趋势看，我国发展的基本面没有变”，但“经济平稳运行也面临一些内外部挑战”。国际方面，《报告》认为地缘政治冲突加剧，世界经济增长的不确定性上升，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。国内方面，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。相较二季度，本次《报告》直指经济转型面临的中长期挑战，明确未来宏观政策目标在于“扎实推动经济高质量发展，同时保持合理的经济增速”。

通胀方面，由于近期通胀再度回落，《报告》隐去“物价有望触底回升”的表述，新增“通胀短期还将维持低位，未来将回归常态水平”，表明尽管中长期通胀将呈现低位回升趋势，但短期上行速度或仍缓慢。

#### 二、政策立场：做好跨周期和逆周期调节

《报告》延续中央金融工作会议的表述，要求“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”。相较二季度，《报告》隐去“加大宏观政策调节力度”的表述，政策天平倾向跨周期。

做好跨周期和逆周期调节需要总量适度、节奏平稳，主要体现在两

个方面。一是要从更长时间的跨周期视角去观察，更为合理地把握“保持 M2/社融同名义 GDP 增速基本匹配”。近两年 M2 与名义 GDP 增速的剪刀差明显高于往年，反映了宏观政策靠前发力、货币流通速度下降以及私人部门超额存款上升的现实，这一现象短期仍将持续，直至宏观政策托底经济回归至中长期潜在增速水平。二是着力加强贷款均衡投放，统筹衔接好年末年初信贷工作。商业银行或将部分储备项目的资金投放前置至今年末，以适度削弱信贷投放的大幅季节性波动。

### 三、信贷供给：精准有力，盘活存量

《报告》要求“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”。未来信贷供给应更好把握存量和增量、总量和结构之间的关系。《报告》专栏 2 专门介绍了“盘活存量资金”的内涵与要求。一方面，分析信贷增长要有更多元视角，不宜过于关注新增信贷情况。这意味着未来要淡化新增信贷投放总量指标，尤其在净息差收窄背景下，银行要寻求新的信贷合理增长水平。另一方面，未来信贷结构将有增有减。“增”主要指向重大战略、重点领域和薄弱环节，包括“五篇大文章”和民营经济领域，专栏 4 特别要求通过完善内部资金转移定价、尽职免责、绩效考核等机制加大对民营小微企业的倾斜力度。“减”意味着随着经济结构转型升级，部分行业信贷需求将随之调整，比如房地产、地方融资平台和基础设施领域贷款比重或下降。

特别值得注意的是，尽管房地产贷款占比终将下滑，但短期为弱化房地产市场风险水平，防范房地产市场风险外溢，仍需金融支持房地产市场平稳健康发展工作。具体措施包括落实好房地产“金融 16 条”，更好支持刚性和改善性住房需求，加大“三大工程”的金融支持力度。

### 四、利率政策：LPR 或非对称调降

《报告》要求“进一步推动金融机构降低实际贷款利率”、“稳定

银行负债成本”，以“增强金融支持实体经济的可持续性”。专栏 1 回顾总结了今年实施的利率政策。一方面，9 月新发放企业贷款加权平均利率 3.82%，同比下降 0.18pct，创历史新低；另一方面，为缓解存款定期化长期化倾向，增强企业居民投资消费动力，并为银行让利实体经济创造有利条件，今年商业银行已三度下调存款利率。

考虑商业银行净息差（NIM）已连续三个季度低于利率自律机制合格审慎评估的 1.8% 标准，为稳定银行净息差，以增强其支持实体经济和防范风险的能力，预计未来 1 年期和 5 年期以上 LPR 或延续非对称调降，长端调降幅度或相对较小。

### 五、政策协同：保持流动性合理充裕

《报告》专栏 3 提到，央行积极主动加强货币政策与财政政策协同，包括熨平日常财政收支、支持政府债券集中发行、协同促进经济结构调整优化。其中关于支持政府债发行，《报告》指出“由于从发债到支出存在一定时间差，认购政府债券的银行与接收财政支出的银行也往往不同，政府债券的集中大量供给仍需央行做好流动性安排”。考虑明年财政赤字率或继续突破 3.5%，央行有望协同配合，提供相应的流动性支持。

三季度，央行综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作等多种方式精准有力投放流动性，及时对冲政府债券发行、缴税、缴准和季末考核等因素导致的流动性缺口。银行间市场存款类机构 7 天期回购加权平均利率均值 1.88%，较二季度均值下降 6bp，货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。

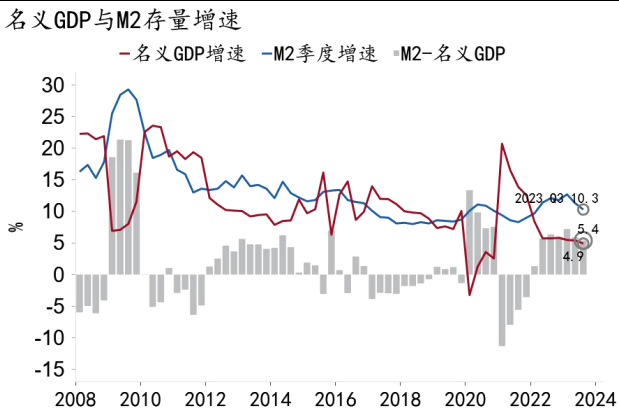
### 六、外部均衡：三个坚决

《报告》继续要求“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，

并强调“三个坚决”：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。随着美联储加息周期见顶，未来人民币汇率或在合理中枢上保持双向波动。

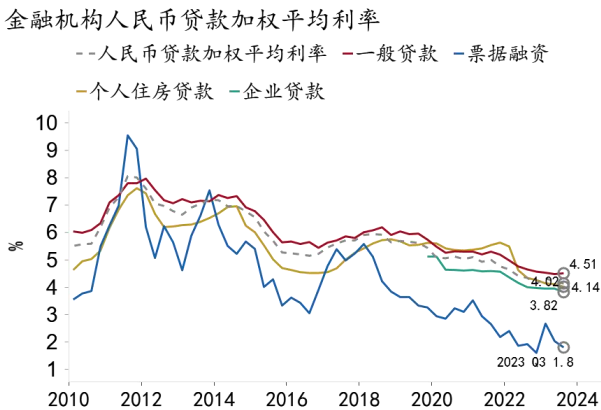
(评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 占祺)

**图 1：近两年 M2 增速远高于名义 GDP 增速**



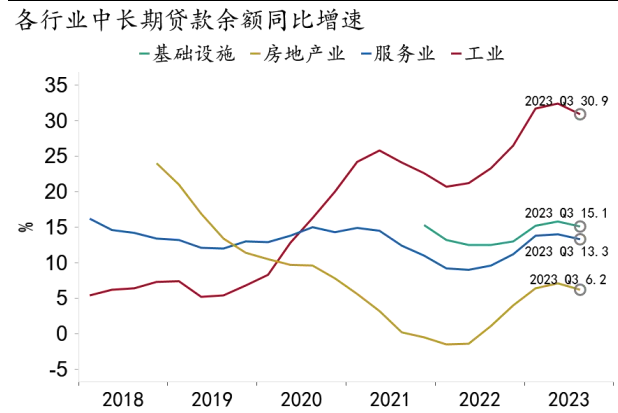
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 3：企业贷款加权平均利率降至历史新低 3.82%**



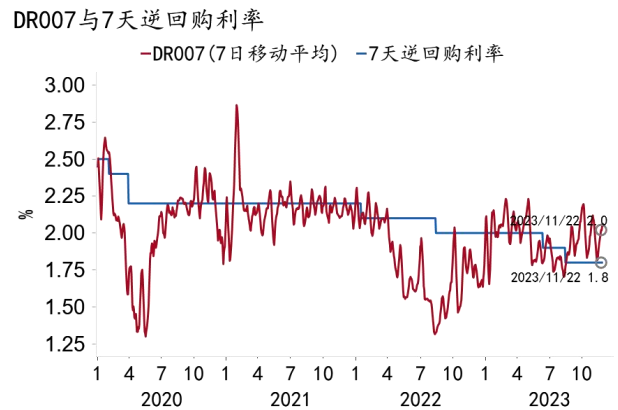
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 2：各行业中长期贷款余额占比有增有降**



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

**图 4：三季度 DR007 均值较二季度下降 6bp**



资料来源：Macrobond、招商银行研究院