

2023-11-27 投资咨询业务资格：证监许可【2012】669号

固定收益组 张菁 从业资格号 F3022617 从业咨询号 Z0013604

固定收益组 程小庆 从业资格号 F3083989 从业咨询号 Z0018635

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。我部不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

核心观点：人民银行的政策基调较二季度发生明显变化，更加注重一是跨周期和逆周期调节；二是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；三是更加注重内外均衡。与中央金融工作会议以来人民银行的公开发言和专栏文章表述一致。在此政策基调上，人民银行先是使用专栏一中阐述利率政策后继续取向，接着政策利率（OMO/MLF）的重要性有所下降；随后在专栏二中阐述如何盘活存量资金、提高资金使用效率，中债利率操作将更具定力；接着在专栏三中阐述货币信贷与财政政策如何协同，表示政府债券的集中大量供给仍需央行通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多渠道做好流动性安排，后续大量的OMO操作可能是常态；最后强调汇率方面立足长远、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。

1、人民银行对国内经济的关注重点由短期动能切换至长期结构转型。展望未来，经济内生动力还将不断增强，一是消费潜能继续释放。二是投资新动能促进稳增长、优结构。三是出口仍具有较强竞争力。同时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。

2、人民银行关注海外“高通胀、高利率、高债务”的挑战。一是经济增长仍未恢复至疫情前水平。二是高利率下通胀压力依然存在。三是全球债务水平处于历史高位。四是全球金融潜在风险逐步累积。

3、人民银行认为物价短期还将维持低位，未来将回归常态水平。近期我国CPI同比在0 附近运行，主要是受去年同期猪肉价格较快上涨的基数影响，核心CPI 同比保持基本稳定，服务CPI 较上半年还有所加快，与经济恢复向好的走势基本一致，PPI 降幅也总体趋于收敛。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。

4、人民银行的政策基调较二季度发生明显变化，更加注重一是跨周期和逆周期调节；二是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；三是更加注重内外均衡。与中央金融工作会议以来人民银行的公开发言和专栏文章表述一致。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。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。

5、在此政策基调上，人民银行先是在专栏一中阐述利率政策后继续取向，降低实际贷款利率的抓手在贷款市场报价改革红利、存款利率市场化调整机制、和金融机构让利，传统政策利率（OMO/MLF）的重要性有所下降。下一步，人民银行将按照党中央、国务院决策部署，继续实施稳健的货币政策，持续发挥LPR 改革效能和存款利率市场化调整机制作用，落实好已出台的降低存量房贷利率等一系列政策，推动企业居民融资成本稳中有降，发挥好货币政策促消费、稳投资、扩内需作用，推动经济持续回升向好。且人民银行删去“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”这一表述，“总量和结构双重功能”这一措辞曾出现在2020Q1、2021Q4、2022Q1、2022Q2的《中国货币政策执行报告》，与之对应央行均有降息操作。2020Q2 -2021Q3、2022Q3、2023Q1的《中国货币政策执行报告》未出现该措辞，与之对应央行没有降息操作。

6、人民银行随后在专栏二中阐述如何盘活存量资金，提高资金使用效率，一是更加注重科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业等重点领域的合理融资需求是否得到充分满足；二是传统领域或面临信用收缩；三是人民银行对信贷数据的总量和短期波动关注度下降，货币政策操作将更具定力。在推动金融高质量发展过程中，不仅要看信贷总量增长，更要看科技创新、先进制造、绿色发展、中小微企业等重点领域的合理融资需求是否得到充分满足，评估增量和存量贷款支持经济增长的整体效能。总体上，盘活存量贷款、优化新增贷款投向对支撑经济增长同等重要。此外，也可以更多关注涵盖更全面的社融融资规模，或者拉长时间观察累计增量、余额增速等变化。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，加上信贷结构中“增”的一面和“减”的一面在时间上可能不同步，有时会导致短期信贷增长出现一些波动，要避免对单月增量等高频数据的过度解读。

7、人民银行接着在专栏三中阐述货币信贷与财政政策如何协同，表示政府债券的集中大量供给仍需央行通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多渠道做好流动性安排，后续大量的OMO操作可能是常态。下半年以来，地方政府债券发行节奏加快，四季度又增发1 万亿元国债，有利于做好跨周期调节和支持风险化解，稳住经济大盘。拉长时间看，财政发债募资后又拨付使用，对流动性总量影响相对中性。实践中，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。人民银行一方面前瞻性通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等多种渠道加大流动性供应，为金融机构认购政府债券提供适宜的流动性环境，平滑可能的短期冲击；另一方面在货币信贷操作中广泛使用国债、地方债作为质押品，配合财政部积极开展国债做市支持操作，提升政府债券二级市场流动性，不断增强投资吸引力。

8、对于债市而言，一方面货币政策具备定力 + OMO大幅上量，资金面和短端品种相对承压；另一方面人民银行仍有压低企业居民融资成本的诉求，长端利率将在货币政策预期偏弱 + 广谱利率倾向于下行的多空交织下大幅波动，曲线形态易平难陡。对于汇率市场，人民银行坚决防范汇率超调风险，人民币赔率较高，静待胜率（详见报告《人民币的胜率与赔率》）。

货币政策执行报告主要内容对比

Table with 2 columns: 2023Q3, 2023Q2. Rows include: 全球宏观经济, 国内经济, 宏观政策, 物价, 下一阶段整体思路, 流动性, 金融政策, 行业政策, 利率汇率, 金融政策, 下一阶段具体操作.

展望未来，经济内生动力还将不断增强，一是消费潜能继续释放。居民收入增速已连续2 个季度高于名义经济增速，个人所得税扣除标准提高、存量房贷利率下调等政策持续显效，还将继续支持扩大居民收入、提升消费能力。二是投资新动能促进稳增长、优结构。制造业投资增速已连续2 个月加快，其中民间制造业投资增速保持在9%的高位，“平急两用”公共基础设施、城中村改造和保障性住房“三大工程”建设等也有利于稳性房地产投资。三是出口仍具有较强竞争力。在全球贸易增长放缓背景下，上半年我国出口份额为14.2%，较去年同期高0.4个百分点。总体看，财政、货币、产业、就业等政策持续发力，协同合力进一步显现，经济金融良性循环进一步畅通，我国经济将继续向常态化运行轨道回归，预计全年5%左右的增长目标能够顺利实现。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

保持物价水平基本稳定。继续深化利率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，立足长远、发韧当前，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范。坚持底线思维，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，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。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。

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融融资规模增速同名义经济增速基本匹配。