

把握货币信贷供需规律和新特点——三季度货币政策执行报告点评

报告发布日期

2023年12月02日

研究结论

事件：11月27日，央行发布了《2023年第三季度中国货币政策执行报告》。

- 三季度货币政策执行报告基本延续了中央金融工作会议、11月初潘功胜行长在金融街论坛年会上讲话的基调和提法，包括“盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率”、“准确把握货币信贷供需规律和新特点”等。相比二季度货币政策执行报告，本次的变化和新提法主要有以下几个方面：
- 第一，国内经济的判断方面首次提到“以债务拉动经济增长的效能降低”、以及“经济结构转型的紧迫性上升”，11月28日潘功胜行长也表示，“传统增长模式过度依赖基础设施和房地产投资……会固化结构性矛盾”，顺应了当前经济“去地产化”的大背景。此外，央行对短期通胀的走势看法有所改变，认为物价短期还将维持低位，我们的测算也显示PPI要待明年才能同比回正，CPI将继续处于偏低水平。
- 第二，信贷方面围绕中央金融工作会议“准确把握货币信贷供需规律和新特点”的要求提出了几项新的提法：**1) 专栏二《盘活存量资金 提高资金使用效率》提到盘活存量贷款虽然不会体现为贷款增量，但同样有助于经济增长，对应信贷结构将有增有减，增长的是近年来多次提到的重大战略、重点领域和薄弱环节，减少的是房地产相关信贷需求、地方债务、盘活存量基建资产释放的存量信贷、以及直接融资对信贷的替代。信贷结构的“一增一减”意味着信贷总量可能增速会较过去有所放缓，或对应明年信贷增速预期的下调，同时央行继续强调不宜过于关注新增信贷的情况。2) 对货币供应量和社融增速与名义经济增速基本匹配的理解层面，央行指出要从更长的跨周期视角把握对“基本匹配”的理解和认知。我们认为该解释表明M2和社融增速是与潜在名义GDP匹配，而非当期的名义GDP。9月M2和社融同比分别为10.3%和9%，明显高于同期名义GDP4.9%的增速，但与潜在名义增速“基本匹配”。3) 强调“适度平滑信贷波动”，明年初银行冲击“开门红”的行为或较为克制，相应地，新增信贷的季节性效应可能有所淡化。
- 第三，央行以三个“坚决”突出了稳汇率的决心。央行提到，“坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对抗乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险”，在此前维持汇率稳定的基础上进一步强调了对市场单边行为的纠偏。
- 第四，房地产方面的表述更加侧重于供给端，延续了近期“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”等表述。同时报告也提到“加大对城中村改造”、“平急两用”公共基础设施建设、保障性住房等金融支持力度，此前国开行对福州市属国企和济南城市投资集团下属企业发放贷款，用于购置存量住房用于保障性租赁住房，后续“三大工程”或迎来更多资金支持。
- 专栏三题为“积极主动加强货币政策与财政政策协同”，并提出了三个方向：1) 熨平日常财政收支的影响，灵活运用公开市场逆回购等工具进行对冲；2) 支持政府债券集中发行，实践中从财政发债到资金投入有一定时间差，因此央行需要就政府债券发行做好流动性安排，一方面通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等平滑短期冲击，另一方面广泛使用国债、地方债作为抵押品配合财政部开展国债做市支持操作；3) 协同促进经济结构调整优化，具体体现在信贷和财政资金联动、引导银行优化信贷结构等方面。

风险提示

- 房地产企业流动性风险继续蔓延，金融体系流动性内生收紧，相关产业链加速下行；
- 增发国债转化为实物工作量进度不及预期的风险。

证券分析师

陈至奕	021-63325888*6044 chenzhiyi@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860519090001
孙金霞	021-63325888*7590 sunjinxia@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515070001
陈玮	chenwei3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860522080003
孙国翔	sunguoxiang@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080009

相关报告

“技术调查官”有哪些职责：数字经济监管与发展双周观察 20231016	2023-10-24
如何看待超预期的经济数据？——9月经济数据点评	2023-10-18
社融改善是否可持续——9月社融数据点评	2023-10-18

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。