



## 三个增量信息

### ——2024年3季度中国货币政策执行报告解读

2024年11月8日

- 央行发布 2024 年 3 季度货币政策执行报告。我们认为与 9 月末的货币政策委员会三季度例会相比，有三个增量信息值得市场关注。前两个增量信息都围绕央行货币政策的演进方向之一展开，即货币调控的中间变量将从“数量型和价格型调控并行”逐步转向“以价格型调控为主”。
- **第一，央行正在研究货币供应量统计修订的方案，M1、M2 口径可能都会发生变化。**央行在专栏一《我国货币供应量统计体系的回顾和展望》对此进行了详细阐述。M1 的统计口径可能会新增纳入两项：个人活期存款和非银行支付机构备付金，因为这两项都能形成即时消费能力。M2 可能的变化央行没有明确说明，但强调了“M2 统计要结合金融工具流动性的发展变化适时调整”，因此后续也有调整的可能性。参考国际经验，伴随经济发展，货币供应量的可控性会减弱，与主要经济变量的相关性也会减弱，因此会逐步从数量型调控转向价格型调控。预计 M1、M2 口径完成调整之后，会变得更加灵敏，成为预测经济活动变化更有效的指标。
- **第二，央行明确了利率传导的新路径，7 天逆回购利率成为国债收益率曲线的锚，MLF 已不在新路径之中。**首先，公开市场 7 天期回购操作利率做为政策利率向市场基准利率传导，市场基准利率包括三个：DR、国债收益率、LPR；然后，市场基准利率向四个市场利率传导，DR 对应货币市场利率、国债收益率对应债券市场利率、LPR 对应存款利率和贷款利率。这意味着国债收益率已不再锚定 MLF，短期国债收益率将锚定 DR，然后再通过期限溢价向长期国债收益率传导。
- **第三，央行关注海外的两个重要变量：通胀回升风险、全球贸易和投资可能出现变化，这也是影响中国未来货币政策的变量。**报告强调“商品价格回升和服务通胀持续或阻碍通胀进一步回落”，“今年是全球选举大年，目前已有三分之二的国家和地区完成选举，美国等发达经济体内政外交政策后续可能发生调整，对全球贸易和投资增长的影响仍需观察”。美国大选尘埃落定，未来部分政策主张可能会带来通胀上行的风险，这增加了美联储的降息路径的不确定性。同时会对人民币汇率以及中国经济均产生影响，也会间接影响货币政策的下一步行动。
- **货币政策展望：“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性”。**三季度货币政策执行报告强调支持性的货币政策立场，加大调控强度，特别提到对物价和房地产价格的关注。“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”“促进房地产市场止跌回稳”。我们认为货币政策将保持宽松基调。促进经济增长，以实现充分就业，促进物价保持在合理水平，仍然是货币政策的重要关切。2025 年货币政策宽松的三个路径：1、大幅度的降准，幅度可能在 150BP-200BP；2、央行公开市场国债净买入；3、“不一样”的降息。参考 2018 年-2019 年，央行在汇率面临较大压力时，主要通过宽幅降准实施宽松，保持政策利率不变。2025 年如果汇率再次面临压力，央行可能保持政策利率不变，单独调降 5 年期 LPR，带动融资

#### 分析师

张迪

☎：010-8092-7737

✉：zhangdi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524060001

詹璐

☎：0755-8345-3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

#### 风险提示

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储货币政策超预期的风险

---

成本下行，实现信用宽松。在汇率压力阶段性缓和时期相机抉择调降政策利率。预计全年累计调降政策利率 20BP 左右，5 年期 LPR 40-60BP。

表1: 中国货币政策执行报告主要内容对比分析

| 内容            | 2024年3季度货币政策执行报告<br>(2024年11月8日)                                                                                       | 2024年2季度货币政策执行报告<br>(2024年8月9日)                                                                                          | 边际变化                                        |
|---------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------|
| 世界经济金融形势判断    | 1. 主要发达经济体经济总体呈复苏态势<br>2. 通胀水平 <b>延续回落</b><br>3. 劳动力市场 <b>稳健</b><br>4. 国际金融市场 <b>分化</b>                                | 1.经济增长趋势分化<br>2.通胀压力有所 <b>缓解</b><br>3.劳动力市场 <b>降温</b><br>4.国际金融市场总体仍处 <b>高位</b>                                          | 央行判断主要发达经济体通胀总体回落, 但进一步回落仍面临多重挑战            |
| 全球主要央行货币政策的判断 | 1. 美国等主要发达经济体 <b>进入降息周期</b> , 日本加息<br>2. 新兴经济体货币政策分化                                                                   | 1. 美联储维持基准利率不变, 部分发达经济体开始降息<br>2. 新兴经济体货币政策分化                                                                            | 美联储货币政策进入降息周期                               |
| 全球值得关注的价值和趋势  | 1. 全球经济 <b>复苏</b> 进程仍偏弱<br>2. <b>商品价格回升和服务通胀持续或阻碍通胀进一步回落</b><br>3. <b>贸易和投资增长</b> 压力较大                                 | 1. 全球经济增长动能偏弱<br>2. <b>地缘政治</b> 存在较大不确定性<br>3. <b>金融体系风险</b> 不容忽视                                                        | 强调美国等发达经济体内政外交政策后续可能发生调整, 对全球贸易和投资增长的影响仍需观察 |
| 国内宏观经济形势判断    | 1. 经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑<br>2. 经济回升向好基础 <b>仍需巩固</b><br>3. 物价将 <b>延续温和回升</b> 态势                                          | 1. 经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑<br>2. 经济 <b>稳定运行</b> 仍面临一些挑战<br>3. 物价 <b>有望温和回升</b>                                              | 强调经济回升向好基础仍需巩固                              |
| 货币政策总体基调      | 稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系, <b>坚定支持支持性的货币政策立场, 加大货币政策调控强度, 提高货币政策精准性, 为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境。</b>       | 稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系, 增强宏观政策取向一致性, 加强 <b>逆周期调节</b> , 增强经济持续回升向好态势, <b>为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境。</b> | 强调支持性的货币政策立场, 加大调控强度的同时提高精准性                |
| 货币供应量         | 1. 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。<br>2. 合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系<br>3. 引导信贷合理增长、均衡投放。<br>4. 保持流动性合理充裕, 保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配 | 1. 稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。<br>2. 合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系<br>3. 引导信贷合理增长、均衡投放。<br>4. 保持流动性合理充裕, 保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配   | 无明显变化                                       |
| 通胀            | 把 <b>促进物价合理回升</b> 作为把握货币政策的重要考量, <b>推动物价保持在合理水平。</b>                                                                   | 把维护价格稳定、 <b>推动价格温和回升</b> 作为把握货币政策的重要考量, 加强政策协调配合, <b>保持物价在合理水平</b>                                                       | 强调促进物价回到合理水平                                |
| 利率            | 完善市场化利率形成和传导机制, 强化央行政策利率引导作用, <b>发挥</b> 市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能, <b>提升金融机构自主理性定价能力</b> , 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降            | 完善市场化利率形成和传导机制, 发挥央行政策利率引导作用, <b>释放</b> 贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能, <b>促进金融机构持续提升自主定价能力</b> , 推动企业融资和居民信贷成本稳中有降            | 强调定价需“理性”                                   |
| 结构性货币政策工具     | 坚持聚焦重点、合理适度、有进有退, <b>持续做好</b> 金融“五篇大文章”, 切实加强加大对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务, <b>提升金融服务对经济结构调整、经济动态平衡的适配性和精准性</b>             | 坚持聚焦重点、合理适度、有进有退, <b>积极发展</b> 科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融, 加大对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务                                         | 强调金融服务与经济结构调整、经济动态平衡的适配性和精准性                |
| 资金使用效率        | 畅通货币政策传导机制, <b>持续丰富</b> 货币政策工具                                                                                         | 畅通货币政策传导机制, 丰富完善货币政策工具                                                                                                   | 强调会继续丰富货币政策工具                               |

|      |                                                                                                                            |                                                                                                                                                                                             |                                           |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------|
|      | 箱，提高资金使用效率                                                                                                                 | 箱，提高资金使用效率                                                                                                                                                                                  |                                           |
| 汇率   | 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，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策， <b>强化预期引导</b> ，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定    | 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，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策、 <b>稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏</b> ，防止形成单边一致性预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定                                                          | 强调对预期的引导                                  |
| 金融风险 | 健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置机制， <b>守住不发生系统性金融风险的底线</b>                                                                           | 落实好防范化解房地产、地方政府债务、中小金融机构等重点领域风险的各项举措， <b>坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险</b>                                                                                                                          | 强调守住风险底线                                  |
| 房地产  | 着力推动房地产金融 <b>增量</b> 政策落地见效，引导金融机构强化金融保障，满足城乡居民刚性和多样化改善性住房需求，积极 <b>支持收购存量商品房用作保障性住房，支持盘活存量闲置土地，促进房地产市场止跌回稳，推动构建房地产发展新模式</b> | 充分认识房地产市场供求关系的新变化，顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动 <b>已出台金融政策措施落地见效，促进房地产市场平稳健康发展</b> 。引导金融机构强化金融保障，加大保障性住房建设和供给， <b>满足工薪群体刚性住房需求</b> ，支持城乡居民多样化改善住房需求， <b>加大住房租赁金融支持，推动加快建立租购并举的住房制度，加快构建房地产发展新模式。</b> | 强调支持收购存量商品房用作保障性住房，支持盘活存量闲置土地，促进房地产市场止跌回稳 |
| 专栏   | 专栏1 我国货币供应量统计体系的回顾和展望<br>专栏2 完善科技金融服务体系<br>专栏3 维护竞争秩序改善政策利率传导<br>专栏4 直接融资发展与货币政策框架转型                                       | 专栏1 建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制<br>专栏2 进一步健全市场化的利率调控机制<br>专栏3 支持住房租赁产业可持续发展<br>专栏4 资管产品净值机制对公众投资者的影响<br>专栏5 密切关注海外主要央行货币政策走向                                                                      |                                           |

资料来源：中国人民银行、中国银河证券研究院

## 风险提示

---

1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 政府债券发行超预期的风险
4. 美联储货币政策超预期的风险

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

张迪，宏观经济分析师。詹璐，宏观经济分析师。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 评级标准

| 评级标准                                                                                                                                   | 评级                       | 说明                      |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。 | 行业评级                     | 推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上      |
|                                                                                                                                        |                          | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~10% 之间 |
|                                                                                                                                        |                          | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上       |
| 公司评级                                                                                                                                   | 推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上       |                         |
|                                                                                                                                        | 谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20% 之间 |                         |
|                                                                                                                                        | 中性：相对基准指数涨幅在 -5%~5% 之间   |                         |
|                                                                                                                                        | 回避：相对基准指数跌幅 5% 以上        |                         |

## 联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying\_yj@chinastock.com.cn