

2024年11月09日

加大强度，推进转型——三季度货币政策报告学习

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：11月8日央行发布《2024年三季度货币政策执行报告》（简称《报告》）。

● **经济及物价：关注国际贸易和投资的 uncertainty，认为国内物价温和回升。**

1、**国际形势方面**，央行有两个变化：一是认为商品价格回升和服务通胀持续或阻碍通胀进一步回落；二是指出贸易和投资增长压力较大。央行认为“美国等发达经济体内外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”，这其中或隐含了特朗普胜选后对国际贸易带来的冲击。**国内方面**，央行凸显政策加码后的信心，认为“增量政策力度大，四季度经济有望延续企稳回升”。
2、**物价：央行认为物价将延续温和回升态势，同时也要把促进物价回升作为重要考量。**一方面，央行认为四季度逐步进入消费旺季，CPI有望温和回升，PPI降幅收窄。另一方面，央行延续指出“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”。结合9月12日全国人大常委会会议上“有的出席人员提出，目前我国通货紧缩压力增加，原因在于基础货币发行量不足...等”，未来货币政策有望持续加码，以提振物价和名义GDP。需密切关注2025年经济和物价目标的提法。

● **货币政策：加大货币政策调控强度，我们认为后续有望继续降准降息。**

(1) **加大货币政策调控强度，后续有望继续降准降息。**《报告》强调“加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性”，指向货币政策将维持稳中偏宽。原因上看，一是维持经济和物价回升的需要，特别是在2025年外需可能下滑的背景下，国内需要加大逆周期调节力度。二是美联储降息降低了汇率约束。三是我国实际利率水平仍高，以贷款利率-CPI来算，目前大概3.4%左右。四是大规模化债需宽松流动性配合。因此，央行延续指出“推动企业融资和居民信贷成本稳中有降”。我们认为后续降准降息必要性较高，存款利率也将下行。目前金融机构平均法定存款准备金率约为6.6%，距离5%的合意下限还有160个bps的空间。

(2) **加快信贷投放，努力宽信用。**央行指出“在防范资金沉淀空转的同时，深入挖掘有效信贷需求，保持信贷合理增长，努力实现社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，体现央行引导金融机构加快信贷投放。

(3) **疏通利率传导。**央行在专栏3《维护竞争秩序 改善政策利率传导》中指出要进一步疏通货币政策传导渠道。目前货币市场、债券市场的传导效率较高，但存贷款利率与政策利率存在较大偏离，特别是贷款利率“下行快”，存款利率“降不动”。当前经济运行需要加大逆周期调节力度，但进一步降息面临净息差和汇率内外部双重约束，未来将通过规范银行存贷款定价，改善政策利率传导。

(4) **重价轻量，推进货币政策调控框架转型。**第一，M1口径调整。央行在专栏1《我国货币供应量统计体系的回顾和展望》中指出要动态完善货币供应量定义范畴，M1可纳入个人活期存款、非银行支付机构备付金等。这是呼应了潘行长在陆家嘴论坛上的讲话。第二，融资结构变化对M2影响加大。央行在专栏4《直接融资发展与货币政策框架转型》中指出直接融资发展对货币信贷总量产生影响。存款向理财分流导致M2快速下行，而股票市场回升又促使资金向M2回流。提示关注涵盖直接融资的社会融资规模，能更好体现金融支持力度。总体看，央行认为货币供应量与经济变量相关性减弱，未来更重视利率调控的作用。

(5) **优化公开市场操作，丰富政策工具箱，降低资金利率波动幅度。**央行回顾了近期的公开市场操作调整，例如7天逆回购操作招标调整，降息，国债买卖等。我们认为未来央行二级市场买卖国债、买断式回购操作等有望成为常规操作。此外，央行指出“研究适当收窄利率走廊的宽度，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行”，指向央行将引导降低资金利率波动幅度。

(6) **其他：结构性工具方面**，依旧加强对科技、消费的支持；新创设证券、基金、保险公司互换便利与股票回购、增持再贷款，支持股票市场稳定发展；汇率方面，《报告》延续“坚决防范汇率超调风险”，指向稳汇率仍是重要前提。

● **防风险及房地产：化险有望稳定市场预期，金融对地产的支持将持续加强**

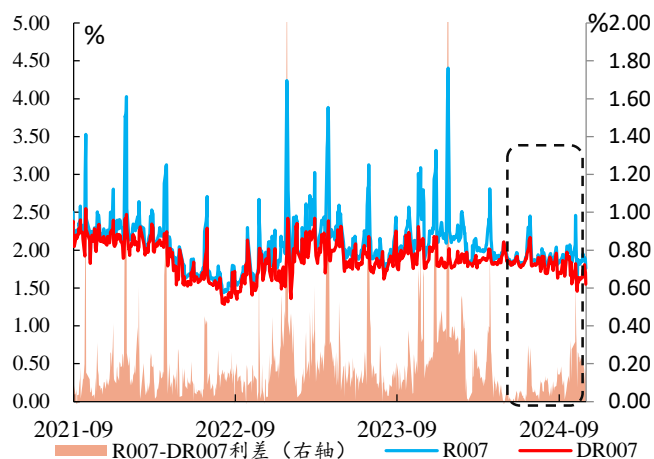
防风险方面，央行指出“稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置”，鉴于近期财政主要在地产、化债、银行等领域加码，有望稳定市场预期，提振信心。**房地产方面**，央行指出“着力推动房地产金融增量政策落地见效，促进房地产市场止跌回稳”，924央行大礼包之后，地产政策持续加码，包括降低存量房贷利率、统一房贷最低首付比例、优化保障性住房再贷款、支持盘活存量闲置土地等，金融对地产的支持有望持续加强，预计地产企稳时间点将提前。

● **风险提示：经济超预期下行；政策力度不及预期。**

相关研究报告

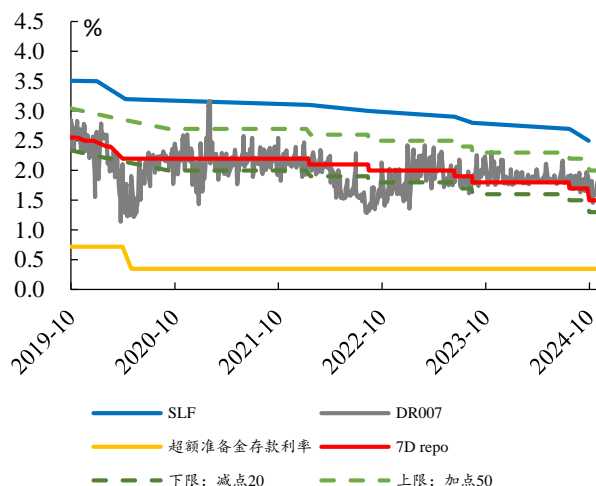
- 《美联储后续政策面临多重不确定性——11月FOMC会议点评》-2024.11.8
- 《短期出口下行幅度或偏大——宏观经济点评》-2024.11.7
- 《对特朗普优先兑现政策及影响的几点理解——美国总统大选结果点评》-2024.11.6

附图 1：三季度资金分层又再度出现



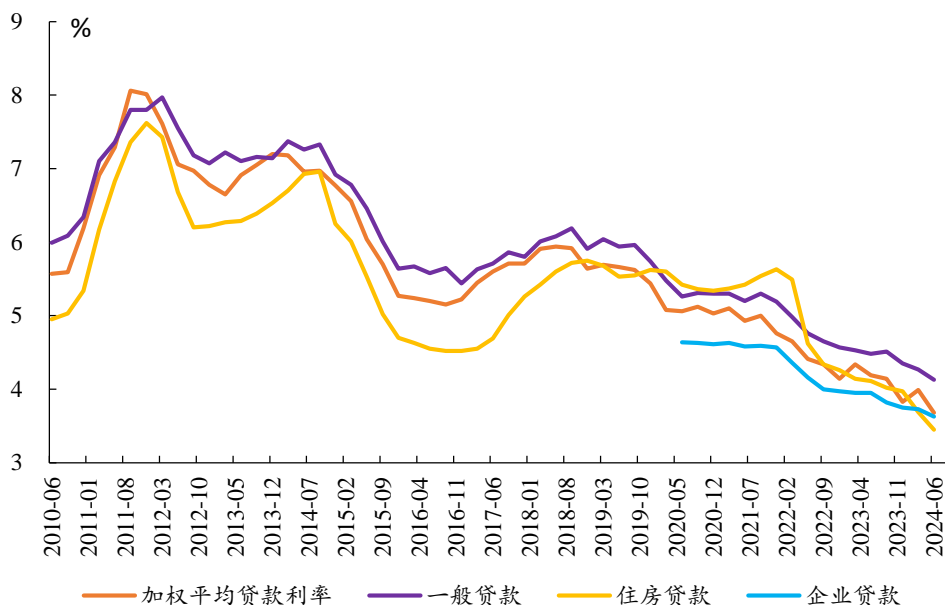
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 2：Q3 政策利率两次调降



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图 3：9 月新发放企业贷款加权平均利率为 3.51%



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn