

货币政策工具箱扩容

央行三季度货币政策执行报告点评

- **三季度央行货币政策工具箱显著扩容。**数量方面，9月27日，人民银行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放长期流动性约1万亿元；价格方面，7月、9月下调公开市场7天期逆回购操作利率共0.3个百分点。创新工具方面，出台房地产支持政策，降低存量房贷利率，统一首套房和二套房的房贷最低首付比例，优化保障性住房再贷款；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；推进科技创新和技术改造再贷款使用进程，加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持等等。
- **货币政策加大宽松力度，源于落实926政治局会议工作安排。**9月24日国新办会议上，央行提出要落地包括降准0.5个百分点，降低7天逆回购利率20BP，降低存量房贷利率和统一房贷最低首付比例，创设证券、基金、保险公司互换便利，创设股票回购、增持专项再贷款等政策，截至目前均已不同程度的落地，目前尚未落地的是“今年年内还将视市场流动性的状况，可能择机进一步下调存款准备金率0.25-0.5个百分点”。而上述政策出台均源于926政治局会议提出的“要降低存款准备金率，实施有力度的降息”，以及其他对房地产和资本市场的工作安排。
- **下一阶段货币政策或更加积极灵活。**对比三季度货币政策执行报告和二季度货币政策执行报告，一个最大的特点就是政策定调更加积极灵活。一是虽然仍强调“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”，但三季度将保持流动性合理充裕放在更靠前的位置，二是在物价方面三季度强调“促进物价合理回升”，措辞强于二季度的“维护价格稳定、推动价格温和回升”，三是更加强调央行在利率形成和传导过程中的引导作用，四是持续丰富货币政策工具箱，不排除未来或仍有货币投放创新工具出台，五是更强调防范系统性金融风险。我们认为宽松的货币环境将在未来一段时间内延续，虽然仍需等待11月至12月的政治局会议和经济工作会议定调2025年的具体工作安排，但考虑到刚刚全国人大常委会提出的10万亿地方政府化债政策，以及已经出台的一系列货币政策，央行主导的合理充裕的流动性环境，在中期内大概率将延续。
- **海外风险仍需关注。**报告中提及“密切关注海外主要央行货币政策变化”，考虑到美联储2024年9月第一次下调基准利率50BP，正式开启了全球主要央行降息周期，紧接着11月降息25BP，目前市场预期12月美联储将继续落地降息25BP，但考虑到下一任美国总统特朗普在竞选过程中承诺降低利率，且在他此前就任期间有过美联储大幅降息的先例，因此美联储货币政策的前景不确定性有所加大，由此可能导致在特朗普上任之前的时间内，围绕美联储货币政策的预期变化，或可能加剧全球股债汇市场的波动。
- **专栏部分包括四个内容，分别是：**我国货币供应量统计体系的回顾和展望，完善科技金融服务体系，维护竞争秩序改善政策利率传导，直接融资发展与货币政策框架转型。我们认为结合此前推动改革金融业季度增加值核算方式，后续在加快推进金融市场制度建设方面，或将从金融数据统计口径调整和围绕7天逆回购利率的政策利率传导渠道入手。
- **风险提示：**全球通胀回落偏慢；欧美经济回落速度过快；国际局势复杂化。

相关研究报告

《策略深度报告》20241104

《A股2024年三季报分析》20241104

《公募基金市场月度跟踪》20241104

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：张晓娇

xiaojiao.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514010002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

Qibing.Zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

图表 1. 2024 年三季度货币政策执行报告下一阶段工作重点及专栏内容与二季度货币政策执行报告对比

	2024 年三季度货币政策执行报告	2024 年二季度货币政策执行报告	
下一阶段重点工作	<p>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。</p> <p>保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，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。</p> <p>把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。</p> <p>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，发挥市场利率定价自律机制和存款利率市场化调整机制效能，提升金融机构自主理性定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。</p> <p>坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，持续做好金融“五篇大文章”，切实加强重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务，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。</p> <p>畅通货币政策传导机制，持续丰富货币政策工具箱，提高资金使用效率。</p> <p>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，强化预期引导，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。</p> <p>健全宏观审慎政策框架和系统性金融风险防范处置机制，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>	<p>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。</p> <p>合理把握信贷与债券两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放，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。</p> <p>把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平。</p> <p>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，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，促进金融机构持续提升自主定价能力，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。</p> <p>坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，积极发展科技金融、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。</p> <p>畅通货币政策传导机制，丰富完善货币政策工具箱，提高资金使用效率。</p> <p>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、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，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。</p> <p>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，坚持在推动经济高质量发展中防范化解金融风险。</p>	
	宏观形势判断	<p>当前外部环境的不确定性增多，世界增长动能总体放缓，国内经济仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。但我国经济基本面坚实，市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，要正视困难、坚定信心、积极应对。</p>	<p>上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性上升，带来的不利影响增多；国内有效需求不足，新旧动能转换和结构调整持续深化也造成一定挑战。同时要看到，前期政策效应持续显现，积极因素也在集聚增多，我国经济稳定运行、长期向好的发展态势不会改变，要坚定发展信心。</p>
	专栏	专栏 1 我国货币供应量统计体系的回顾和展望	专栏 1 建立健全由市场供求决定的存贷款利率形成机制
		专栏 2 完善科技金融服务体系	专栏 2 进一步健全市场化的利率调控机制
		专栏 3 维护竞争秩序 改善政策利率传导	专栏 3 支持住房租赁产业可持续发展
专栏 4 直接融资发展与货币政策框架转型		专栏 4 资管产品净值机制对公众投资者的影响	
		专栏 5 密切关注海外主要央行货币政策走向	

资料来源：中国人民银行官网，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371