

市场研究部

2024年11月11日

## 支持性货币政策持续

### -2024年三季度央行货政报告解读

市场表现截至 2024.11.8

#### 事件

2024年11月8日，央行发布2024年三季度货币政策执行报告（下文简称“报告”）。

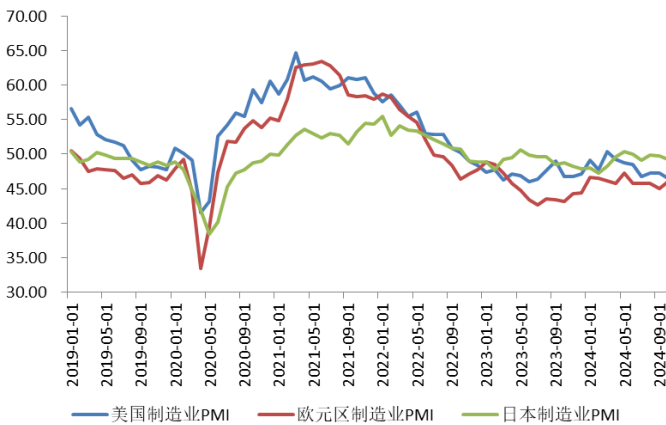
#### 分析

##### 一、对国内外经济运行的判断

对于全球经济，央行认为“全球经济延续低增长态势”，“主要发达经济体经济总体呈复苏态势”。全球经济复苏进程偏弱，国际货币基金组织（IMF）、世界银行、经济合作与发展组织（OECD）对2024年全球经济增速的预测分别为3.2%、2.6%、3.2%，低于2000年至2019年3.8%的历史平均水平。贸易和投资增长承压，受单边主义、地缘政治、产业链重构等多重风险因素叠加影响，全球贸易投资增速大幅放缓。大选后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。



图表1: 美日欧PMI分化



资料来源: Wind, 国新证券整理

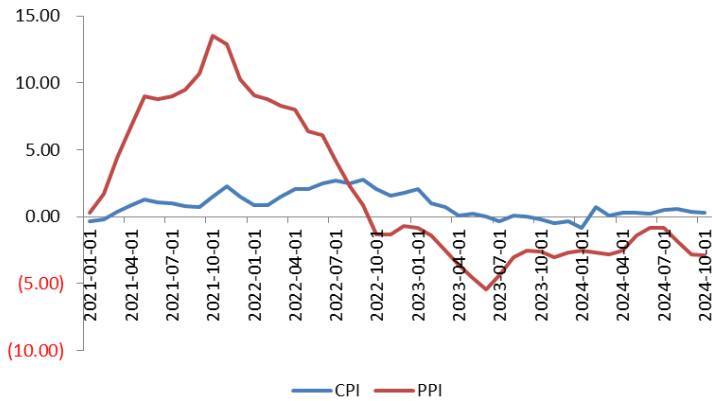
央行认为国内经济正处于结构调整和转型升级的关键时期，同时面临复杂的国内外环境挑战，需要着力培育经济增长动能，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

分析师: 钟哲元  
登记编码: S1490523030001  
邮箱: zhongzheyuan@crsec.com.cn

证券研究报告

对于通胀，央行认为通胀水平回落但仍面临挑战，主要发达经济体通胀已从 2022 年的高点降至目前的 2%-3% 左右，但进一步回落面临多重挑战，包括地缘政治形势复杂导致的大宗商品价格上行压力，以及服务通胀的持续性。而国内“物价将延续温和回升态势”，这主要得益于宏观政策逆周期调节力度加大和经济恢复发展带来的总需求改善。随着消费旺季的到来和近期稳增长政策效果的逐步显现，预计年内 CPI 有望延续温和回升态势，PPI 降幅也会总体收窄。央行在报告中强调了促进物价合理回升的重要性，并将其作为制定货币政策的重要考量。

图表 2：国内物价指数短期内低位徘徊

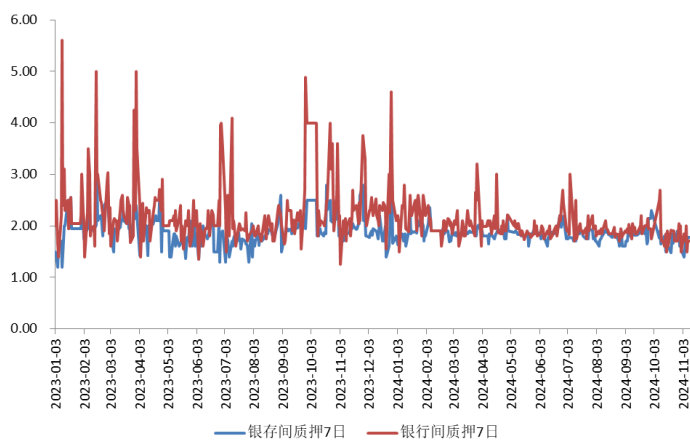


资料来源：Wind，国新证券整理

## 二、加大调控强度，提高精准性

对于下一阶段货币政策思路，央行“坚定坚持支持性的货币政策立场”，货币政策要平衡短期和长期目标、稳增长和防风险、以及内部与外部均衡关系，强调“加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性”。之前潘行长在多个场合做了支持性货币政策的表述，当前经济运行仍面临困难和挑战，外部不确定性也在上升，需要货币政策保持对实体经济足够的支持力度，以完成“经济稳定增长和高质量发展”。前期央行在 2 月和 9 月两次下调存款准备金率共 1 个百分点，释放长期流动性约 2 万亿元，7 月和 9 月两次降息，将 7 天逆回购利率降至 1.5%。央行还通过买断式逆回购、MLF 和国债买卖等多种工具向市场投放流动性。10 月央行和财政部成立联合工作组，财政和货币政策的协同度提升。后续 11-12 月，专项债的发行将加速，央行可能继续降准 0.25 或 0.5 个百分点，并继续结合国债购买、买断式回购等投放资金，延续中性偏宽的资金面，以支持化债和财政支出。

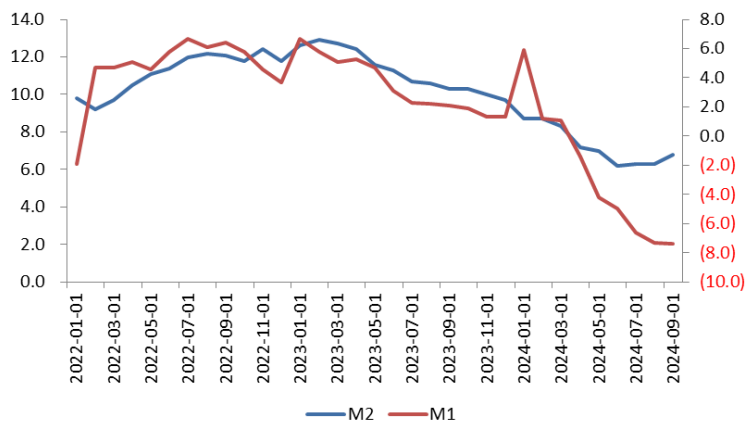
图表 3：资金面维持宽松



资料来源：Wind，国新证券整理

在保持融资和货币总量合理增长的过程中，报告提出了“适应形势变化研究修订货币供应量统计，更好反映货币供应的真实情况”，这种调整是必要的，因为随着经济活动的变化，货币供应量的可控性、可测性以及与经济变量的相关性都在逐渐减弱。报告在专栏 1《我国货币供应量统计体系的回顾和展望》中对此做了相应阐述，央行计划将个人活期存款和非银行支付机构备付金等纳入 M1 的统计，同时在专栏 4《直接融资发展与货币政策框架转型》中提出，考虑到直接融资的发展和融资结构的变化对 M2 的影响，M2 的参考价值正在下降，要结合金融工具流动性的发展变化适时调整。根据国际经验，各国货币政策框架以价格调控模式为主，数量目标逐步淡化，部分数量指标也已取消，如美联储已不再公布 M3 和更广口径的货币。央行明确表示，即使对货币供应量统计口径进行修订，也无法改变货币供应量与主要经济变量相关性减弱的趋势。因此，中国的货币政策框架将逐步减少对数量目标的依赖，更多地将金融总量作为观测性、参考性和预期性指标，同时更加重视利率调控的作用，以提升金融支持实体经济高质量发展的适应性和有效性。

图表 4: M1 和 M2 波动加大



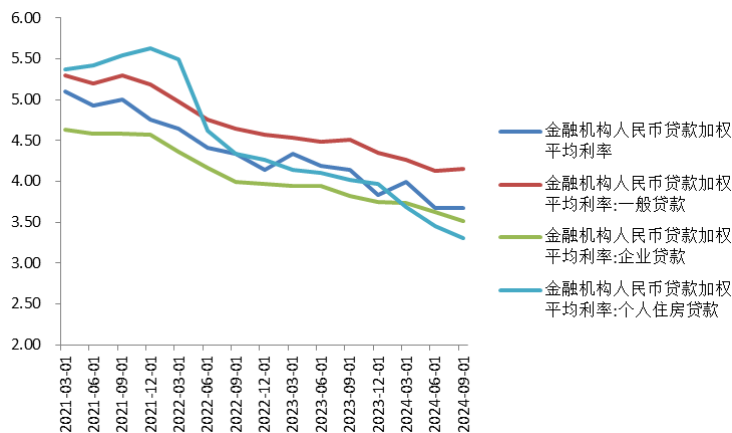
资料来源: Wind, 国新证券整理

### 三、货币政策框架转型，改善政策利率传导

当前存贷款市场的利率传导机制存在一定障碍，这影响了货币政策调整的灵活性。央行在专栏 3《维护竞争秩序改善政策利率传导》中指出，尽管政策利率至市场基准利率的传导相对顺畅（7 天 OMO-DR、国债收益率-LPR），但从 LPR 到贷款和存款利率的传导却并不理想。主要问题在于银行间内卷严重，贷款利率的下降幅度大于存款利率，导致银行净息差承压，商业银行净息差已处于历史低位，这限制了进一步降息的空间，央行认为“进一步降息面临净息差和汇率内外部双重约束”。因此，后续降息需要关注银行净息差是否稳定和美联储降息的节奏和幅度。

为了解决银行业在存贷款定价上的扭曲问题，央行采取了多种监管措施。在贷款方面，银行间的竞争导致部分贷款利率低于同期限国债收益率，央行已明确禁止发放低于同期限国债收益率的贷款，并完善了房贷定价机制。在存款方面，银行为了冲规模而进行的高息揽存、高息吸收同业存款等行为，已被央行通过规范存款市场利率定价行为、建立存款招投标利率报备机制和规范手工补息等措施进行监管。这有助于在为实体经济降低融资成本的同时，保持银行体系净息差的稳定，确保金融机构的稳健运营。

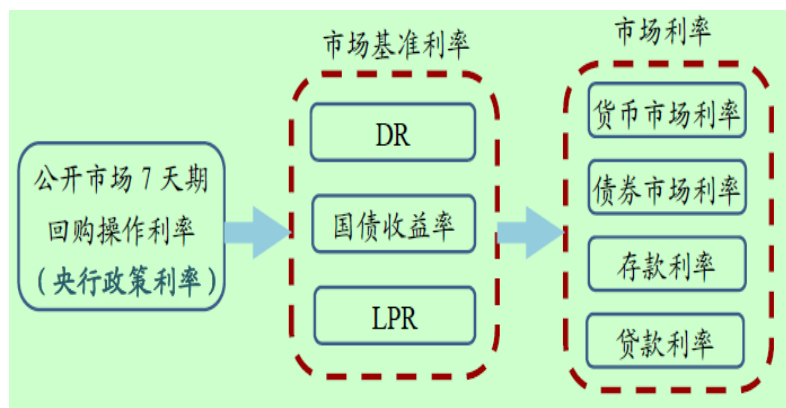
图表 5：贷款利率持续下行



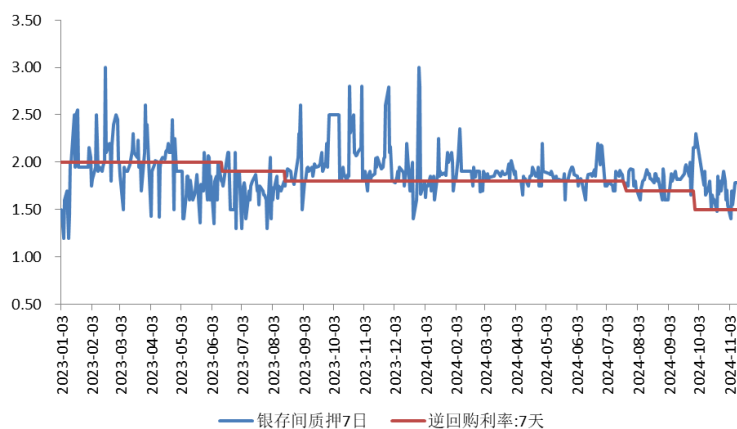
资料来源：Wind，国新证券整理

本次央行强调了货币政策框架转型的重要性，提出“综合运用 7 天期逆回购、买断式逆回购、中期借贷便利（MLF）和国债买卖等多种工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行”。随着政策利率的权威性增强、利率走廊宽度收窄、短期利率有效向长期利率传导等，央行将给市场传递更加清晰的利率调控目标信号，同时也降低了货币市场利率波动性。报告进一步指出，央行将继续深化 LPR 改革，提高其报价质量，确保利率传导渠道的畅通，为经济的稳定回升和高质量发展创造有利条件。

图表 6：政策利率的传到过程

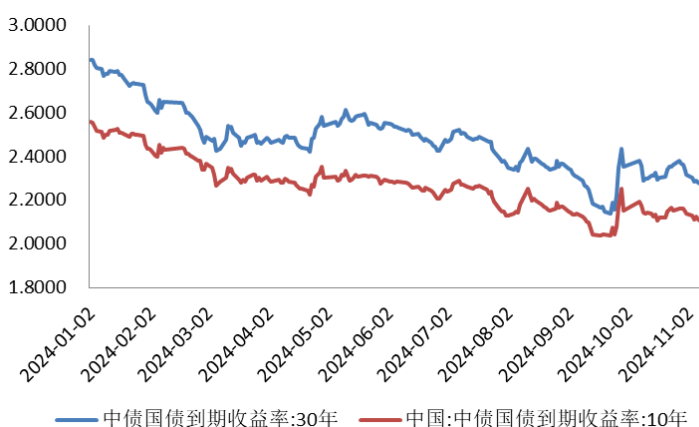


资料来源：央行货币政策报告

**图表 7：市场利率围绕政策利率波动**


资料来源：Wind，国新证券整理

此外，本次报告未再过多提及长债收益率变化风险。9月24日潘行长发言提到“国债收益率水平是市场化形成的结果，人民银行尊重市场的作用”。当前资金面波动的较低，央行可以通过国债买卖、买断式逆回购等工具调控债市利率水平，后续降准概率也在提升，长端利率上行的风险会较为可控。

**图表 8：长债利率近期波动提升**


资料来源：Wind，国新证券整理

### 风险提示

- 1、融资需求回升不及预期；
- 2、货币政策超预期收紧。

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在-5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

钟哲元，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。国新证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。国新证券股份有限公司（以下简称本公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

## 国新证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号中国人保寿险大厦 11 层（100020）

传真：010-85556155 网址：[www.crsec.com.cn](http://www.crsec.com.cn)