

加大调控强度，促进物价回升

——《2024年三季度货币政策执行报告》三大要点

11月8日，央行发布《2024年三季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们重点关注以下三个方面：

一、形势判断：不确定性上升，矛盾相互交织

《报告》认为“我国经济发展具有强大韧性、巨大潜力和有力支撑”，同时，“经济回升向好基础仍需巩固”。国际方面，外部环境不确定性上升、风险挑战增多，世界经济增长动能放缓。国内方面，经济正处在结构调整转型的关键阶段，周期性矛盾和结构性矛盾相互交织。经济发展模式转型、经济结构调整短期内可能会对经济增长产生一定影响。今年以来，实际经济增速于一季度冲高后持续弱于市场预期，PPI连续25个月收缩，社零与固定资产投资累计同比降至年内低位3.3%与3.4%。对此，《报告》认为“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”，强调“要正视困难、坚定信心、积极应对”，要求“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”。

通胀方面，《报告》认为物价温和回升仍有基础，“CPI有望延续温和回升态势，PPI降幅也会总体收窄”。短期看，四季度将步入消费旺季，近期一揽子增量政策加力推出对有效需求和宏观经济的拉动作用也会逐步显现；中长期看，“我国经济转型和产业升级稳步推进，经济供求关系有望更加均衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础”。

二、政策立场：加大调控强度，促进物价回升

货币政策站位有所靠前，进一步明确自身的支持性立场。一方面，相较二季度《报告》，隐去“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节”，表态“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币精准性”。另一方面，过往“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”这一表述升级为“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”，强调价格需由现在的“低迷”回升至“合理”，凸显任务紧迫、必须达标。

总量上，“保持融资和货币总量合理增长”，更加关注内外均衡、投向精准与统计优化。

一是密切关注海外主要央行货币政策变化，综合运用7天期逆回购、买断式逆回购、中期借贷便利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。三季度，央行在公开市场操作中新增国债买卖，8月、9月分别净买入国债1000亿、2000亿，9月年内第二次降准0.5%，释放长期流动性超过1万亿。年内随着财政化债增量政策落地，11-12月预计有2万亿地方专项债待发行，央行将充分利用上述流动性投放工具以及择机降准25-50bp加以配合。

二是以“两重”“两新”、房地产支持政策组合为抓手加快推动储备项目转化，保持信贷合理增长。“两重”“两新”涉及资金规模大、覆盖面广，既需信贷资金提供支持，也能对信贷结构优化、资金效率提升提供方向指引。目前房地产组合政策明确了信贷资金投向，一方面加大“保交房”资金支持，另一方面补充城中村改造货币化安置资金来源。此外，“四个降低”“四个取消”释放的购房需求或推升增量住房贷款。

三是适应形势变化研究优化货币供应量统计。今年以来，M1同比连续8个月下滑，由5.9%的高点降至-7.4%，或与M1口径未根据经济

金融形势的最新变化来调整有关。专栏 1 指出货币供应量统计口径的认定标准主要是流动性和价值稳定性，它并非一成不变，而是根据金融工具的流动性、与经济的匹配度动态调整。近年来随着我国金融市场和金融创新迅速发展，有两种符合货币供应量定义的金融工具尚未纳入 M1，有必要动态完善：一是个人活期存款，考虑到它流动性极强，且能够形成即时消费能力；二是非银行支付机构备付金，考虑到已被广泛使用且具有与活期存款相同的货币属性。

专栏 4 进一步阐述了直接融资对 M2 带来的扰动，强调货币政策框架转型推进、更加注重发挥价格型调控的重要性。一方面，由于直接融资发展带动理财产品规模不断扩大，企业与居民存款向理财产品的分流与回流对 M2 造成很大扰动。年初以来，存款利率下调、规范手工补息，叠加债券市场价格上涨，存款一度向理财等资管产品加速分流，导致 M2 加快下行。9 月一揽子增量政策发布后，预期改善、股票市场回升，理财产品资金向计入 M2 的证券公司客户保证金存款回流，带动 9 月 M2 增速回升。另一方面，随着直接融资占比上升，信贷对经济增长的影响减弱，货币供应量与经济的相关性必然会下降。涵盖直接融资的社会融资规模可以更好体现金融支持的总体力度。此外，由于货币流通速度变化以及贷款派生效能下降，货币供应量波动加大，即使统计口径优化，其与主要经济变量的相关性仍将趋弱，因此，货币政策框架将逐步淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率调控的作用。

结构上，“充分发挥货币信贷政策导向作用”，着重支持资本市场、科技创新和住房市场。

资本市场方面，“推动证券、基金、保险公司互换便利与股票回购、增持再贷款落地生效”，10 月两项结构性政策工具已经落地，非银互换便利首批申请额度超过 2000 亿，参与机构包括 17 家证券公司与 3

家基金公司；首笔操作金额 500 亿，中标费率 20bp。截至 11 月 6 日晚，已有 70 家上市公司发布回购增持贷款相关公告。

科技创新方面，要求“聚焦国家重大科技任务、科技型中小企业等重点领域和薄弱环节”。专栏 2 就完善科技金融服务体系做了详细阐述，包括科技金融的必要性、已取得的积极成就以及未来发展方向。

住房市场方面，要求“着力推动房地产金融增量政策落地见效”，在“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”的同时，配合财政政策“积极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”，共同落实 9 月中央政治局会议“促进房地产市场止跌回稳”的部署。央行于今年 5 月推出保障性住房再贷款，用于收购已建成商品房用于保障性住房配售或租赁，924 金融新政中进一步将央行出资比例由 60% 提升至 100%。

三、利率政策：规范竞争行为，稳定负债成本

三季度我国货币政策调控框架演进节奏加快，《报告》强调推进利率市场化改革和强化利率政策执行两方面，专栏 3 对此详细阐释。

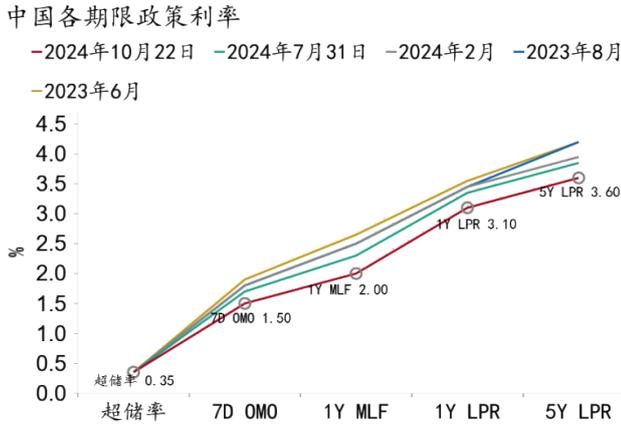
关于推进利率市场化改革，《报告》要求“健全市场化利率形成、调控和传导机制”。一是**短端利率**，研究适当收窄利率走廊的宽度，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行。7 月央行宣布将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，采用固定利率、数量招标，利率分别为 7 天期逆回购操作利率减点 20bp 和加点 50bp。三季度 7 天期逆回购操作利率下降 30bp，带动 DR007 均值环比下降 7bp。DR007 围绕 7 天期逆回购操作利率窄幅波动，并始终处于临时隔夜逆、正回购利率为上下限的新利率走廊。二是**理顺由短及长的关系**，央行通过淡化 MLF 的政策利率色彩、提升逆回购利率充当主要政策利率的功能，简化政策利

率向货币市场利率和债券市场利率的传导机制，最终影响贷款利率，促进消费和投资。央行三季度两次下调公开市场7天期逆回购操作利率共30bp，带动MLF利率下调共50bp，9月贷款加权平均利率同比下降47bp，一般贷款和企业贷款加权平均利率分别同比下降36bp和31bp。

关于强化利率政策执行，《报告》要求“充分发挥利率自律机制作用，规范市场竞争行为，维护市场竞争秩序”，尤其强调“着力稳定银行负债成本”。在贷款端，有效信贷需求不足与银行过度竞争使利率“下行快”。2019年8月到2024年8月，7天期逆回购利率累计下调0.85%，1年期LPR累计下降0.9%，银行贷款利率平均降幅为1.9%，显著超出政策利率调整幅度。在存款端，规模情结使利率“降不动”。2019年8月到2024年8月定期存款平均利率的降幅仅为0.5%，显著低于同期政策利率调整幅度。央行已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、规范手工补息、督促银行按照风险定价原则定价，以及缩窄新老房贷利差，稳定银行净息差。未来金融机构资产端和负债端利率调整的联动性或有所增强，政策利率传导效率或将进一步提高。

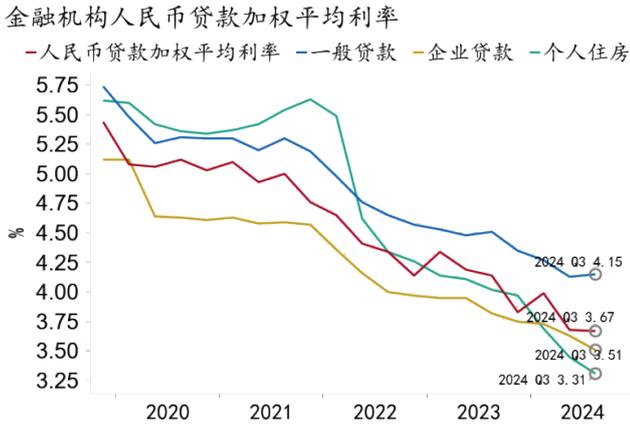
（评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 王蓁 占祺）

图 1：7 天 OMO 利率下调带动 MLF、LPR 下降



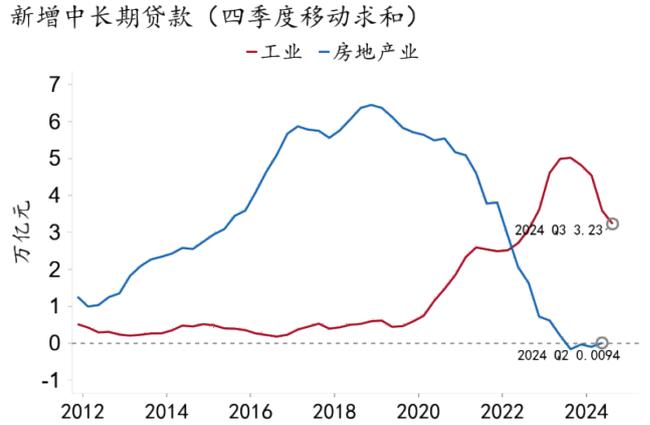
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：三季度实体经济融资成本稳中有降



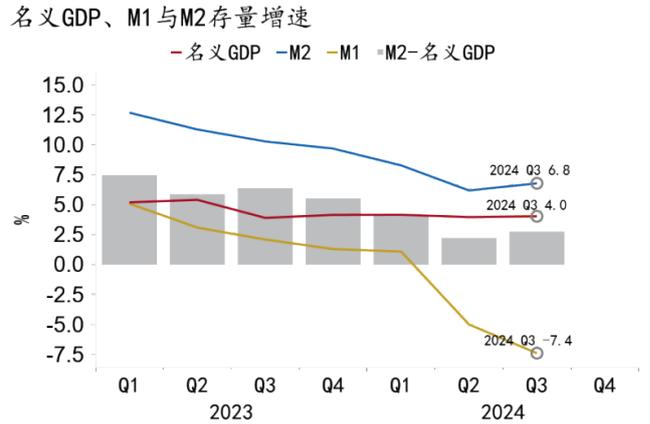
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：新旧动能转换驱动信贷结构转变



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：M1、M2 增速在今年以来发生趋势性变化



资料来源：Macrobond、招商银行研究院