

# 推进货币政策转型 改善利率传导效率

## ——央行三季度货币政策执行报告点评



日期：2024年11月15日

分析师：郑嘉伟  
E-mail: zhengjiawei@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760523080003  
联系人：陈嘉晖  
E-mail: chenjihui@yongxingsec.com  
SAC编号: S1760124030014

### 相关报告：

《“金融底”已现，宽货币预期升温》  
——2024年11月15日  
《如何理解此轮化债方案对债市影响？》  
——2024年11月13日  
《如何看待央行买断式逆回购对债市影响？》  
——2024年11月11日

### 核心观点

**事件：**2024年11月8日，中国人民银行发布《2024年第三季度中国货币政策执行报告》。

**海外：主要发达经济体通胀水平总体回落，货币政策进入降息周期。**央行三季度货币政策执行报告表明：全球价值链重构背景下，世界经济复苏进程仍偏弱并呈现出复杂多变的态势：欧美等部分发达经济体受益于通胀形势的回落，开始步入降息周期，英国、新西兰等多国央行跟随美联储降息以提振经济；但地缘政治形势更趋复杂，国际大宗商品价格面临上行压力，物价进一步下行面临约束，日本、巴西等国央行在三季度选择加息以应对通胀压力，新兴经济体货币政策分化。此外，受三季度美元指数走强等因素影响，非美货币贬值压力或增加，并且在单边主义、地缘政治、产业链重构、大选等多重因素的影响下，国际贸易和国际投资增速大幅放缓。

**国内：周期性矛盾和结构性矛盾相互交织。**央行关注了国内经济稳定运行面临的一些挑战：国内外环境复杂多变，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，但中国经济基本面坚实，市场广阔、经济韧性强、潜力大等有利条件并未改变，随着市场预期的逐步改善，推动经济向上向好的积极因素累积增多：一是新旧动能加快转换：钢铁、煤炭、水泥等传统行业产能逐步优化，房地产去库存也在推进；高技术产业投资增速维持高位。二是需求改善仍有空间：十一假期国内出游人数比2019年同期增长7.9%，三季度家电零售额大幅增长，汽车、家具零售额实现同比转正。三是逆周期调节效果逐步显现：前期出台的“两重”“两新”等政策在逐步加快落实中，近期出台的一系列稳增长、稳定市场、稳定预期的增量政策，正在发挥积极作用，有助于进一步扩大内需。

### 投资建议

**推进货币政策调控框架转型，改善政策利率传导效率。**一是央行增强公开市场7天期逆回购操作利率作为主要政策利率的地位，7月22日和9月27日分别两次下调主要政策利率10BP和20BP，下调幅度为近四年最大，加大了货币政策逆周期调节力度，提振了市场信心；二是年内第二次降准50BP，向金融市场提供中长期流动性约1万亿元；三是央行在公开市场操作中逐步增加国债买卖，8月、9月分别净买入国债1000亿元、2000亿元，丰富了货币政策工具箱；四是央行创设证券、基金、保险公司互换便利（SFISF），支持符合条件的证券、基金、保险公司以债券、股票ETF、沪深300成分股等资产为抵押，从央行换入国债、央行票据等高等级流动性资产，10月21日央行开展互换便利首次操作，金额500亿元，提升了机构资金获取能力和股票增持能力；五是阶段性减免MLF质押品，缓解债市供求压力；六是完善科技金融服务体系。我们认为央行在三季度货币政策执行报告中展示了稳健的货币政策立场和灵活适度的调控方式，短期债市做多热情提升。

### 风险提示

地缘政治风险；政策不及预期；流动性波动超预期；市场波动超预期。

## 分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

甬兴证券有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

## 版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

### 重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。