

研究所

宏观研究

近期研究报告

《11 月关注“扩内需”与“抢出口”
的叠加改善》 - 2024.11.01

货币政策锚由量转价，宽松力度可期

● 核心观点

(1) 与 2024 年二季度央行货币政策执行报告相比，本次报告货币政策总基调并未发生明显变化，支持性货币政策基调不变。

(2) 货币供应量调整按下加快键，重点或是 M1 统计口径调整。报告释放央行将加快货币供应量调整的信号，重点或集中于 M1 统计口径。个人活期存款、非银行支付机构备付金等均具有极强的流动性，央行或将纳入 M1 统计口径。

(3) 报告对推进利率市场化改革的表述有简化，应是基本建立利率形成、调控和传导机制，由短及长的传导关系亦基本理顺，同时央行或对当前国债利率期限结构较为满意，当前国债期限利差或可作为央行进行国债利率期限结构进行调控的短期参考标准。

(4) 价格调控的货币政策框架转型持续推进，信贷等间接融资对经济增长的影响有所减弱。报告在专栏 4 专门介绍直接融资发展与货币政策框架转型，我们理解，这再次传递央行的货币政策框架从数量调控向价格调控转变，亦传递我国经济结构调整过程中，信贷等间接融资与经济相关性有所弱化，不必对信贷需求放缓、M1 与 M2 同比增速负剪刀差走阔过于悲观。

(5) 风险化解或接近尾声，社会风险偏好有望持续修复。本次报告进行了较大幅度调整，我们理解，这并不是央行不关注防风险，或者传达了目前相关领域的风险正在稳步收敛，有助于持续修复社会风险偏好。

● 风险提示：

海外地缘政治冲突加剧；海外突发金融风险事件；基准利率快速反弹。

目录

1 支持性货币政策基调不变.....	4
2 货币供应量调整按下加快键，重点或是 M1 统计口径调整.....	5
3 利率传导机制基本建立形成，当前利率期限结构或可作为短期央行调控的参考标准	7
4 价格调控的货币政策框架转型持续推进，信贷等间接融资对经济增长的影响有所减弱	9
5 风险化解或接近尾声，社会风险偏好有望持续修复.....	9
风险提示	11

图表目录

图表 1: 经济形势研判和货币政策总基调对比	5
图表 2: 我国货币供应量统计口径调整	6
图表 3: 按照居民活期存款调整后的 M1 同比增速	6
图表 4: 利率传导机制	7
图表 5: 国债收益率曲线	8
图表 6: 防风险内容对比	10
图表 7: 2024 年三季度中国货币政策执行报告与 2024 年二季度中国货币政策执行报告核心要点对比	11

我们理解，与 2024 年二季度央行货币政策执行报告相比，央行三季度货币政策报告总基调基本保持一致，坚定坚持支持性货币政策，但货币政策调控方式更加强调从数量型向价格型调控转变，货币供应统计量调整亦按下加快键。

1 支持性货币政策基调不变

在货币政策思路表述方面，报告虽然删除“增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节”，我们理解，这并不意味着货币政策放松对短期稳增长目标的关注，而是因为 9 月底以来增量货币政策持续加码，政策效果会逐步兑现。本次报告亦强调“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控力度”，说明短期政策目标仍是平衡短期稳增长和长期调结构。不过政策目标表述有所调整，从“为完成全年经济社会发展目标任务营造良好的货币金融环境”调整为“为经济稳增长和高质量发展创造良好的货币金融环境”，或意味着四季度经济增长压力仍不小。

从总量货币政策和结构性货币政策表述来看，本次报告内容基本与上期报告内容表述一致。其中，在总量货币政策方面，本次更加明确“两重”“两新”、房地产支持政策组合等抓手，推动储备项目转化，这或是年内政策发力重点方向；在结构性货币政策，本次报告表述删除“保障性住房再贷款落地生效”，新增“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”和“实施好创业担保贷款、国家助学贷款政策，研究细化金融支持稳岗扩岗举措”，前者属于近期已落地的增量政策，后者属于处于研究中增量政策，货币政策的支持性较为明显。

图表1：经济形势研判和货币政策总基调对比

【中邮宏观】2024年二季度和2024年一季度货币政策执行报告内容对比			
分类	2024年 Q3 (2024年11月8日)	2024年 Q2 (2024年8月9日)	备注
经济形势	当前外部环境的不确定性增多， 世界经济增长总体放缓 ，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、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。	经济稳定运行仍面临一些挑战， 外部环境复杂性、严峻性、不确定性仍然较大 ，带来的不利影响增多， 全球经济增长动能偏弱 ， 局部冲突和动荡频发 ， 全球性问题加剧 ，国内有效需求不足，经济运行呈现分化， 重点领域风险隐患仍然存在 ，但看到，这些是发展中、转型中的问题，既要坚持底线思维，也要坚定发展信心。我国经济稳定运行、长期向好的基本面没有改变，有利条件多于不利因素，要坚持稳中求进、以进促稳，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。	★世界经济增长动能偏弱与总体放缓 ★新增“局部冲突和动荡频发” ★新增“经济分化出现分化，重点领域风险隐患仍然存在” ★新增“社会预期偏弱”
货币政策基调	坚定不移走中国特色金融发展之路，持续推动金融高质量发展和金融强国建设，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度，进一步健全货币政策框架。注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系， 坚定支持性的货币政策立场，加大货币政策调控力度，提高货币政策精准性，为经济稳健增长和高质量发展创造适宜的货币金融环境。	坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚定不移走中国特色金融发展之路， 加快建设金融强国，推动金融高质量发展，深化金融体制改革，加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型。稳健的货币政策要注重平衡好短期和长期、稳增长和防风险、内部均衡和外部均衡的关系，增强宏观政策取向一致性，加强逆周期调节，增强经济持续回升向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造适宜的货币金融环境。	★新增“坚定不移走特色的货币政策，加大货币政策调控力度，提高货币政策精准性” ★新增“稳健的货币政策取向一致性，加强逆周期调节” ★政策目标表述调整，有弱化化，由“增强经济持续向好态势，为完成全年经济社会发展目标任务营造适宜的货币金融环境”调整为“为经济稳健增长和高质量发展创造适宜的货币金融环境”。
总量货币政策	保持融资和货币总量合理增长。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活运用公开市场操作、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。在防范资金空转的同时， 支持金融机构和实体经济活化流动性，加大信贷投放力度，提升“两新”、房地产支持政策组合等抓手， 加快推动储备项目转化，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。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。	保持融资和货币总量合理增长， 充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖 。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活运用公开市场操作，必要时开展临时正、逆回购操作，搭配运用多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。在防范资金空转的同时， 支持金融机构按照市场化法治化原则，深入挖掘有效信贷需求，加快推动储备项目转化，引导信贷合理增长、均衡投放，增强信贷增长的稳定性和可持续性，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。	★新增“充实货币政策工具箱，丰富和完善基础货币投放方式，在央行公开市场操作中逐步增加国债买卖” ★新增“保持‘两新’、‘两新’、房地产支持政策组合等抓手，加快推动储备项目转化”，明确储备项目转化的方向
结构性货币政策	坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，保持再贷款再贴现政策稳定性，用好普惠小微贷款支持工具， 实施好存量专项再贷款工具，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 。聚焦国家重大科技任务，科技型中小企业等重点领域薄弱环节，持续提升金融支持科技创新的能力、强度和水平。有序推进落实《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》， 稳步推进科创金融改革试验区建设，优化碳减排支持工具的政策安排，建立健全绿色金融服务体系中国建设工作机制，持续推动绿色债券市场高质量发展，深入开展中小微企业金融服务能力提升工程，金融支持乡村振兴专项行动，及时组织开展金融服务民营经济和中小微企业信贷政策专项效果评估，强化金融机构服务乡村振兴考核评价结果运用，实施好创业担保贷款、国家助学贷款政策，研究细化金融支持稳岗扩岗举措，继续完善养老金融政策体系，服务银发经济高质量发展。推动加大消费品以旧换新支持力度，持续激发消费潜力。	坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，保持再贷款再贴现政策稳定性，用好普惠小微贷款支持工具， 实施好存量专项再贷款工具，推动科技创新和技术改造再贷款、保障性住房再贷款落地生效 。深入实施《关于扎实做好科技金融大文章的工作方案》， 构建同科技创新相适应的科技金融体制，加强对国家重大科技任务和科技型中小企业的金融支持，完善普惠企业金融支持政策，引导金融机构持续做好民营企业金融服务，开展中小微企业金融服务能力提升工程，金融支持乡村振兴专项行动，加快构建商业可持续的普惠金融发展长效机制，优化碳减排支持工具的政策安排，持续推动绿色债券市场高质量发展。健全养老金融政策体系，加大健康产业、养老产业和银发经济的金融支持力度。推动消费品以旧换新，助力释放消费潜力。	★新增“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” ★新增“保障绿色再贷款落地生效” ★新增“做好科技金融大文章，国家科技金融改革试验区建设，研究细化金融支持稳岗扩岗举措”

资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

2 货币供应量调整按下快捷键，重点或是 M1 统计口径调整

我们理解，本次报告释放央行将加快货币供应量调整的信号，重点或集中于 M1 统计口径。随着金融服务便利化、金融市场和移动支付等金融创新迅速发展，部分流通中现金、银行活期存款或转化为具有高流动性，甚至具有直接支付功能的金融产品，符合货币供应量特别是 M1 统计定义的金融产品范畴发生了重大演变，这对我国货币供应量统计产生技术性扰动，目前货币供应量指标的参考性和预期性有所弱化，这在近期 M1 和 M2 数据变化亦有所体现，如 M1 同比增速连续 6 个月转负，与我国经济基本面长期向好的特征不一致。央行行长潘功胜在陆家嘴论坛亦强调了“需要考虑对货币供应量的统计口径进行动态完善”。报告通过专栏着重回顾和展望了我国货币供应量统计体系，释放货币供应量或将进入加快的信号。

按照国际通行的标准和规则，流动性和价值稳定性是货币统计和货币层次划分的重要标准。随着科技发展、金融创新等，货币供应量统计口径会发生变化，历史上我们经历了四次较大程度修订，主要集中于 M2，M1 统计口径并未发生大的变化。但近年来，美联储、英格兰银行等均已对 M1 统计口径进行了调整，调整重点是将储蓄存款纳入 M1 统计。根据报告内容，我们理解，个人活期存款、非银行支付机构备付金等均具有极强的流动性，央行或将纳入 M1 统计口径。

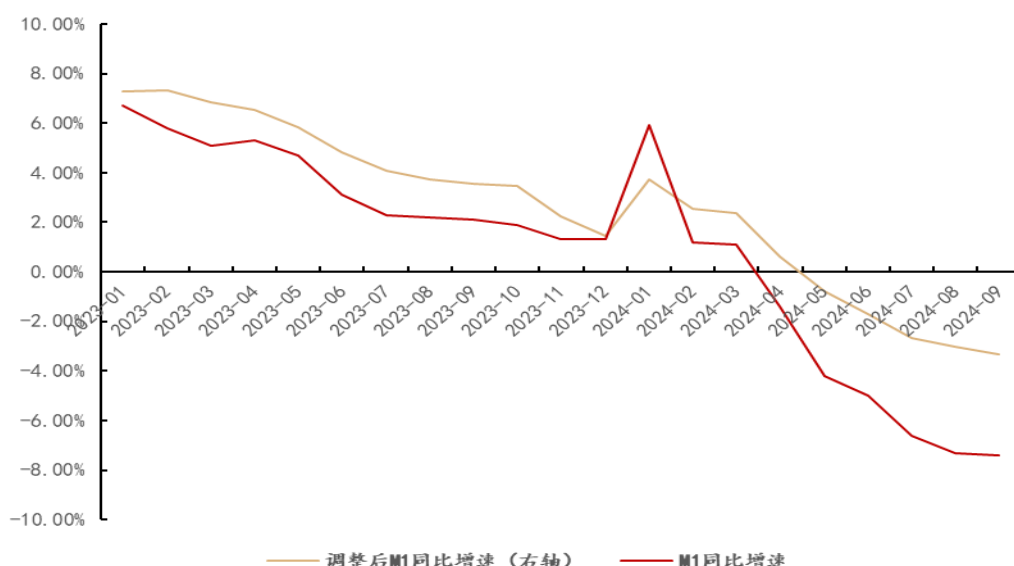
图表2：我国货币供应量统计口径调整



资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

鉴于暂无法获取非银行支付机构备付金数据, 仅将境内住户活期存款纳入 M1 统计口径, 以此计算 2023.1-2024.9 的 M1 同比变化。通过观察可以看出, (1) M1 统计口径调整后, 并未改变 M1 同比增速呈现持续回落的趋势, 央行亦对此做出解释, “货币供应量的可控性以及和主要经济变量的相关性正趋于减弱, 即使结合金融业态的发展不断修订货币供应量统计口径, 也不会改变这一趋势”; (2) 与调整前 M1 同比增速比较, 我们发现, M1 统计口径调整对 M1 统计量产生较为明显影响, 调整后 M1 同比增速下降幅度明显小于当前 M1 同比增速下降幅度, 如 2024 年 9 月调整后 M1 同比增速为-3.31%, 较当前 M1 同比增速-7.4%高 4.09pct。

图表3：按照居民活期存款调整后的 M1 同比增速



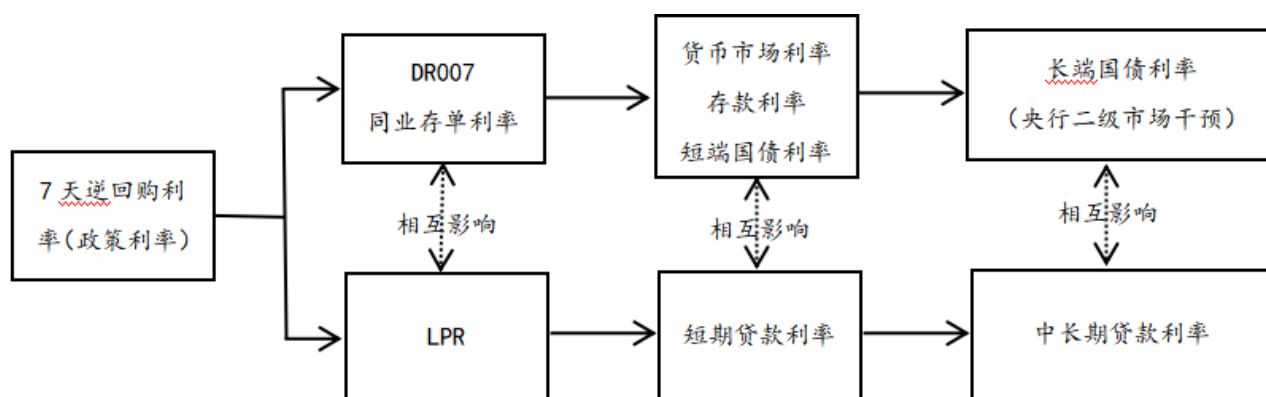
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3 利率传导机制基本建立形成，当前利率期限结构或可作为短期央行调控的参考标准

我们理解，报告对推进利率市场化改革的表述有简化，应是基本建立利率形成、调控和传导机制，由短及长的传导关系亦基本理顺，同时央行或对当前国债利率期限结构较为满意，此期限利差或是央行进行国债利率期限结构进行调控的短期参考标准。

第一，利率形成、调控和传导机制基本形成，由短及长的传导关系基本理顺。我们理解，一方面，目前央行基本确定了以 7 天期逆回购操作利率为短期政策利率，政策利率通过向银行间存款类金融机构以利率债为质押的 7 天期回购利率、同业存单利率、LPR 传导，可影响货币市场利率、短端国债利率、存款利率等，进而影响长端国债收益率和中长期贷款利率；另一方面，长期国债收益率作为引导长端利率的变量，可以实现信贷市场和债券市场的有效联动，如若信贷市场利率明显高于长期国债收益率，则融资需求会转向债券市场，信贷市场和债券市场的供需再平衡，可实现信贷市场和债券市场利率再均衡。

图表4：利率传导机制



资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

第二，报告并未着重强调调控国债利率期限结构，应是对当前国债收益率期限结构较为满意，当前期限利差或可作为央行进行国债利率期限结构调整的短期参考标准。报告删除“加强市场预期引导，关注经济回升过程中，长期债券收益率的变化”“对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险”等表述，说明央行认为当前国债利率期限结构与我国经济回升的

特点基本相吻合。8月9日二季度央行货币政策执行报告公布以来，10年期国债到期收益率与1年期国债到期收益率利率在0.63%-0.82%区间，中枢位于0.7%左右。考虑央行或认可当前国债利率期限结构与我国经济回升的特点基本相吻合，则0.63%-0.82%期限利差或可作为短期央行调控的参考标准。

图表5：国债收益率曲线



资料来源：同花顺 iFinD，中邮证券研究所

第三，未来利率市场化改革的方向是提高利率传导效率，着力点则是改善存贷款市场的利率传导效率。根据报告内容，存贷款利率与政策利率调整幅度存在较大偏离，1年期LPR累计下降0.9个百分点，而银行贷款平均利率降幅为1.9个百分点；定期存款平均利率的降幅则仅为0.5个百分点。目前央行有意通过引导长端国债利率，实现债券市场与信贷市场有效联动，但因有效需求不足，银行存在过度竞争，部分贷款利率，特别是大企业贷款利率明显低于同期限国债收益率，在一定程度上影响了利率传导机制。目前央行通过加强自律管理、建立存款招投标利率报备机制、规范手工不息以及督促银行按照风险定价原则等，疏通存贷款利率传导机制，稳定银行净息差，但未来央行或仍会加强银行良性竞争。鉴于当前经济运行需要加大逆周期调节力度，则需缓解进一步降息面临的净息差，这就需要存款利率、贷款利率与政策利率保持同频调整是关键，也就意味着未来银行存款利率或仍存在下降空间。

4 价格调控的货币政策框架转型持续推进，信贷等间接融资对经济增长的影响有所减弱

报告在专栏 4 专门介绍直接融资发展与货币政策框架转型，我们理解，这再次传递央行的货币政策框架从数量调控向价格调控转变，亦传递结构调整过程中，信贷等间接融资与经济相关性有所弱化，不必对信贷需求放缓、M1 与 M2 同比增速负剪刀差走阔过于悲观。

我们前期报告已经多次强调，我国经济处于从高速增长向高质量发展的转换阶段，新增社融和信贷规模的指示作用有所弱化，亦会对货币供应量增速产生扰动。背后逻辑较为明确，经济结构调整必然引起产业结构调整 and 变迁，会对居民就业和收入预期产生扰动，进而居民消费会偏谨慎，同时我国新旧动能转换存在阵痛，以创新驱动为核心的新动能的信贷需求，弱于以投资为核心的旧动能的信贷需求，而前者未能完全弥补后者下降幅度。经济增长动能转变亦会引发融资方式变化，部分融资需求或在信贷融资与直接融资相互转化。本次报告亦明确了“信贷等间接融资对经济增长的影响相应减弱，货币供应量的可测性、可控性 以及与经济的相关性下降”。

此外，考虑当前通胀水平处于温和水平，货币总量与通胀水平相关性有所弱化，背后核心仍是有效需求不足导致。此阶段，以数量调控为主的货币政策框架的适用性有所弱化，美联储货币政策框架调整可提供具有参考的借鉴意义。20 世纪 70 年代，美国出现滞胀问题，美联储政策主张逐渐由凯恩斯主义转向现代货币主义学派，采用货币数量目标制，核心是控制通胀。但 20 世纪 80 年代末，随着金融脱媒的加剧，货币供应量与经济增长、通胀等目标的关系弱化，美联储于 1993 年 7 月宣布不再以任何货币总量作为货币政策实施目标，重新选择价格调控，并确定了以联邦基金利率作为政策工具。

5 风险化解或接近尾声，社会风险偏好有望持续修复

在防风险方面，本次报告进行了较大幅度调整，我们理解，这并不是央行不关注防风险，或者传达了目前相关领域的风险正在稳步收敛，有助于持续修复社会风险偏好。

一是，报告删除“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，有序做好存量风险处置项目收尾。对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。健全风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。强化风险源头防控和监测预警，实现风险早识别、早预警、早暴露、早处置。健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制”，结合9月24日一行两会新闻发布会内容，“房地产、地方债、以及中小金融机构三大风险逐步化解和缓释，金融风险正在稳步收敛”，可以理解报告删除相关内容，或意味着相关基本收尾。

二是，在系统重要性金融机构监管方面，报告将“研究修订系统重要性银行评估方法，组织开展恢复计划模拟演练”调整为“研究修订系统重要性银行评估方法，组织更新恢复计划和处置计划建议”，指向相关工作将进入实质推进阶段。

三是，报告新增“稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置，紧盯高风险机构集中的省（区），积极支持推动有关地方政府制定完善并落实地方法人金融机构改革化险方案”，我们理解，在房地产、地方债等领域风险化解接近尾声，央行风险化解焦点转向高风险机构集中的省（区）化险工作。

图表6：防风险内容对比

【中邮证券】2024年二季度和2024年一季度货币政策执行报告内容对比			
分类	2024年 Q3(2024年11月8日)	2024年 Q2(2024年8月9日)	对比
防风险	进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱。持续完善系统重要性金融机构监管框架，研究修订系统重要性银行评估方法， 组织更新恢复计划和处置计划建议 ，夯实系统重要性银行附加监管，推动制定系统重要性保险公司附加监管规定，发挥好宏观审慎管理与微观审慎监管合力，巩固金融体系稳定的基础。 稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置，紧盯高风险机构集中的省（区），积极支持推动有关地方政府制定完善并落实地方法人金融机构改革化险方案 ，健全金融稳定保障体系，进一步研究扩大风险处置基金积累，强化存款保险专业化风险处置职能，持续推动金融稳定立法工作。	进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱。持续完善系统重要性金融机构监管框架，研究修订系统重要性银行评估方法， 组织开展恢复计划模拟演练 ，夯实系统重要性银行附加监管，推动制定系统重要性保险公司附加监管规定，发挥好宏观审慎管理与微观审慎监管合力，巩固金融体系稳定的基础。稳妥有序推进重点领域风险和重点机构风险，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，有序做好存量风险处置项目收尾，对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。健全风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。强化风险源头防控和监测预警，实现风险早识别、早预警、早暴露、早处置。健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制。扩大金融风险处置基金积累，强化存款保险专业化风险处置职能。	★“研究修订系统重要性银行评估方法，组织开展恢复计划模拟演练”调整为“研究修订系统重要性银行评估方法，组织更新恢复计划和处置计划建议”，相关工作将进入实质推进阶段。 ★新增“稳妥有序推进重点领域风险和重点风险项目处置，紧盯高风险机构集中的省（区），积极支持推动有关地方政府制定完善并落实地方法人金融机构改革化险方案” ★删除“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，有序做好存量风险处置项目收尾，对金融机构持有债券资产的风险敞口开展压力测试，防范利率风险。健全风险早期纠正硬约束制度，筑牢有效防控系统性风险的金融稳定保障体系。强化风险源头防控和监测预警，实现风险早识别、早预警、早暴露、早处置。健全权责一致、激励约束相容的风险处置责任机制，建立科学合理的金融风险处置成本分担机制”

资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

资料来源：中国人民银行官网，中邮证券研究所

海外地缘政治冲突加剧：海外突发金融风险事件：基准利率快速反弹。