

## 预期难定，资金为锚

### 核心观点：

我们对于本轮经济复苏的态度其实是一以贯之的：一方面我们确实关注到好的改变正在发生。另一方面，也必须要从客观层面认识到当下经济增长的问题不仅仅是疫情三年的冲击，同时包括了国内经济结构转型、全球总需求回落、逆全球化背景下全球产业链条重塑对于当下正处在升级之中的制造业的影响。

本轮基本面的复苏会是平稳且平缓的进程，四季度政策面依旧会是债券市场的重要主线之一，但政策重心或从逆周期调控转为防风险。化债思路下，债券置换对于流动性的冲击相对有限，但利息支出减少的压力对银行体系造成直接影响。整体来看，不论居民、企业还是政府部门的问题本质上都是中国经济长期结构问题，这意味着复苏周期可能会较市场预期要长久，前期利好政策进入数据验证阶段后，流动性以及货币政策将成为重要的边际变量。

---

风险点：财政节奏前置、海外通胀超预期

南华研究院  
投资咨询业务资格：  
证监许可【2011】1290 号

高翔 分析师  
投资咨询证号：Z0016413

请务必阅读正文之后的免责条款部分

# 目录

## 章节

1. Q3：政策主线博弈.....	1
2. 复苏是平稳且平缓的进程.....	3
3. 流动性会是重要的边际变量 .....	12

## 目录

### 图表

图 1.1: 政策主线主导 Q3 利率市场 .....	1
图 1.2: 9 月资金紧平衡 .....	2
图 2.1: 商品零售修复 .....	4
图 2.2: 限额以上消费当月同比 .....	4
图 2.3: 消费意愿回暖 .....	5
图 2.4: 消费倾向弱改善 .....	5
表 2.1 房地产优化政策 .....	6
图 2.5: 地产长期需求中枢回落 .....	6
图 2.6: 地产去库周期拉长 .....	7
图 2.7: 一二线城市销售面积占比 .....	8
图 2.8: 政策框架 .....	9
图 2.9: 特殊再融资债可用额度 .....	10
图 2.10: 城投债务结构 .....	10
图 2.11: 隐性债务压力较大 .....	11
图 3.1: 社融增速仍处低位 .....	12
图 3.2: 存款增速依旧偏高 .....	13
图 3.3: 三季度货币政策例会 .....	14
图 3.4: 公开市场投放加码 .....	15
图 3.5: 杠杆水平回落 .....	15

## 1. Q3：政策主线博弈

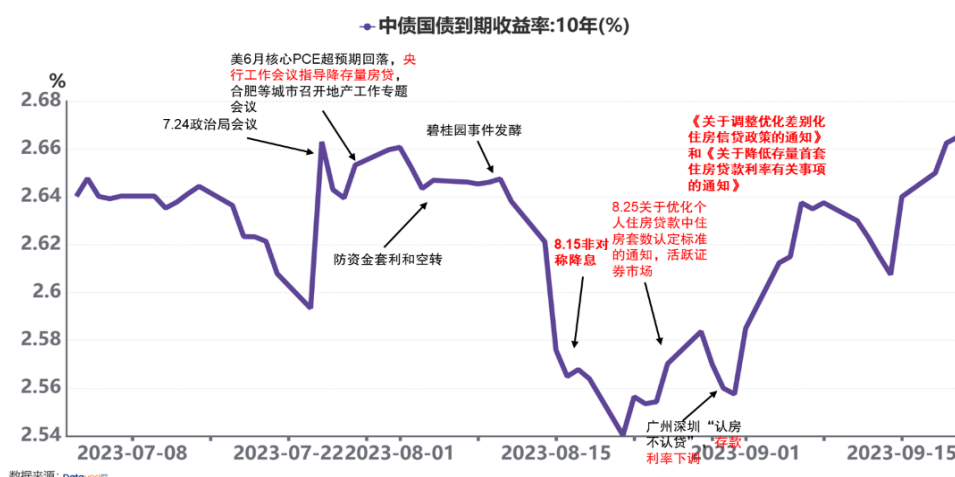
回顾整个三季度利率市场的表现，政策主线贯穿始终，但前后其实略有不同。

三季度10年期国债收益率整体呈现宽幅震荡的走势，具体来看行情主要有三个较为关键的时点：1）7月底政治局会议前后，市场根据政策预期进行定价，尽管前期在促消费相关文件出台后基本面预期一度偏弱，但会议表态整体偏积极，对于市场较为关注的稳增长以及防风险问题给予了正面表态，市场信心回升带动利率快速上行，在短期内走出“V”字。2）8月上旬随着政策预期降温（多部委发布会内容未达市场预期）、经济数据增速放缓以及房企信用事件发酵等影响，国债收益率下行突破2.6%。另外由于政策利率的超预期调降，国债收益率进一步下行来到年内低点2.54%。3）然而利率下行趋势并未持久，8月下旬稳市场、稳增长政策持续发力，其中地产优化政策大幅提振基本面预期，同时由于进入9月后流动性压力边际增加，资金利率维持偏高水平，与经济预期共振导致债市大幅回调。而机构端的止盈行为以及预防性提前赎回则是加剧了短期内的波动。

回顾整个三季度利率市场的表现，政策主线贯穿始终，但前后其实略有不同。季初重要会议仍待落地，缺乏基调指引的情况下市场主要博弈政策预期，或者说市场预期和政策之间的预期差。而自八月中下旬开始，货币政策率先落地，后续活跃资本市场、地产优化等政策相继跟随，行情主线阶段转换，从预期博弈转为交易政策出台利好。展望四季度，我们认为政策主线将进入第三阶段：政策验证期。在这一阶段，市场以及领导层或更加关注前期出台政策的真实效力，这也意味着除非基本面出现超预期的上行阻力，短期内继续加码的概率有限，而这某种程度上也可以算是“数据依赖”的做法。而除了政策验证以外，来自货币政策端的“确定性”或为短周期维度的交易提供更多支撑。如果说增长的斜率决定利率下限，那么资金中枢就决定了行情的波动程度，前者贡献趋势，后者提供边际动量，而在震荡偏强的市场中，“边际”思维或许更加重要。

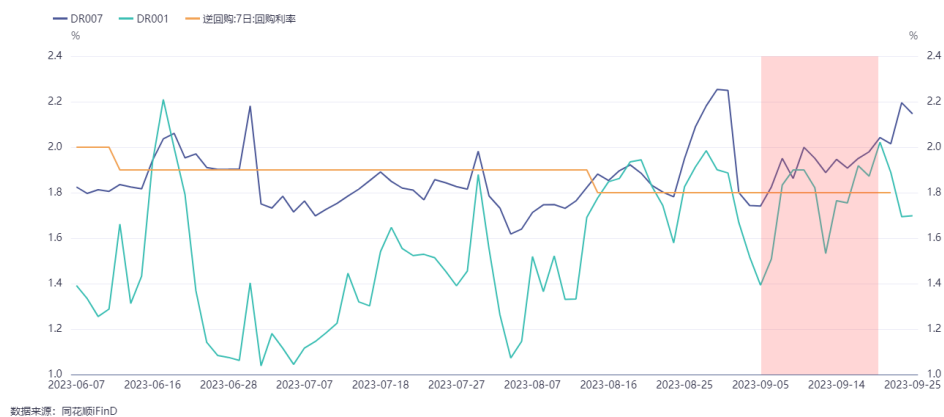
增长的斜率决定利率下限，那么资金中枢就决定了行情的波动程度，前者贡献趋势，后者提供边际动量，而在震荡偏强的市场中，“边际”思维或许更加重要。

图 1.1：政策主线主导 Q3 利率市场



资料来源：Datayes、南华研究

图 1.2: 9 月资金紧平衡



资料来源: Ifind、南华研究

## 2. 复苏是平稳且平缓的进程

我们对于本轮经济复苏的态度其实是一以贯之的：一方面我们确实关注到好的改变正在发生，譬如消费端的持续改善、工业生产的边际好转。另一方面，也必须要从客观层面认识到当下经济增长的问题不仅仅是疫情三年的冲击，同时包括了国内经济结构转型、全球总需求回落、逆全球化背景下全球产业链条重塑对于当下正处在升级之中的制造业的影响。本轮基本面的复苏会是平稳且平缓的进程，对于上述的结构性问题，保持一定程度的宏观政策支持力度，理性看待稳增长政策的效力是管理预期差的有效措施。

### 2.1 内生动能修复

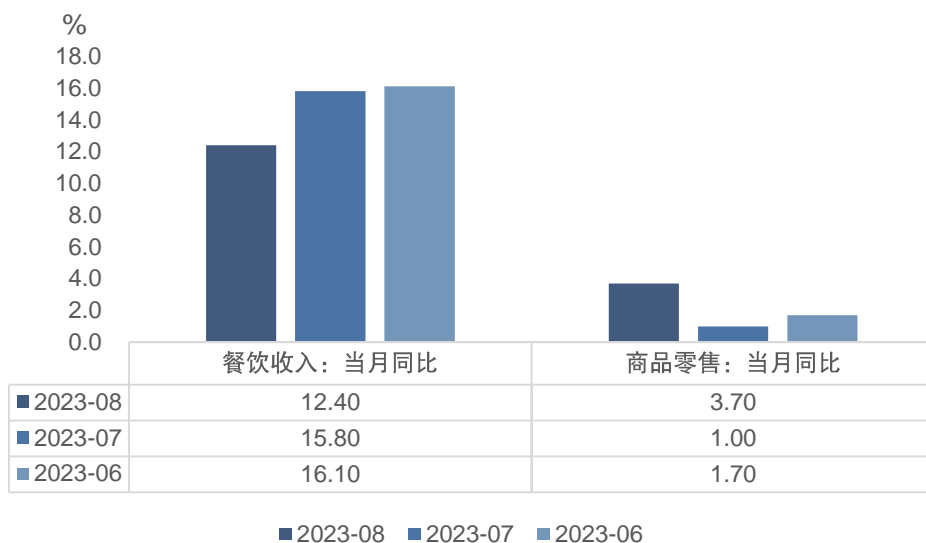
在年中总结时我们曾经指出，在当下的宏观环境中，稳增长的核心矛盾在于地方政府和居民部门杠杆水平高、加杠杆能力较弱，企业部门由于需求以及收入预期偏弱，资本开支的意愿较低。经济增长的程度由质（循环效率）与量（剩余价值资本化程度）决定，前者代表简单再生产缓解的循环是否畅通，而后者则取决于投资回报是否具备足够的吸引力，二者相辅相成。举例来说，当经济出现改善，需求回暖通过通胀向名义利率传导，最终抬升全社会的投资回报率。而投资回报上行则会强化资本扩大再生产的意愿，体现为投资趋势上行以及资本流通速度的增加，这就是我们在关注经济运行时观察消费以及投资的意义。值得高兴的是，从经济指标来看，三季度环比修复明显，而需要留意的是，依然有很大的修复空间。

#### 2.1.1 消费弱改善

从消费端来看，7、8月份社会消费品零售总额的同比增速较前值持续上行，但8月最新录得同比增速4.6%也不算高。从结构上来说，此前我们指出需要关注的商品零售消费明显修复，这与核心CPI的回暖可以相互印证，指向的是终端需求的反弹，但限额以上细分项中可以看到可选消费环比改善的同时，同比口径依旧处于负增长，同时油价对于能源项的支撑也指向消费的修复不完全在于内需。

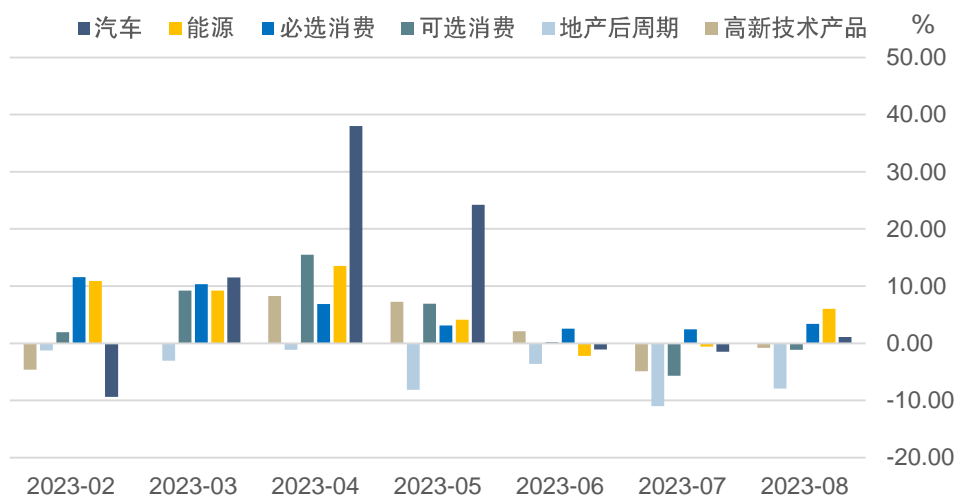
从经济指标来看，三季度环比修复明显，而需要留意的是，依然有很大的修复空间。

图 2.1：商品零售修复



资料来源：iFind、南华研究

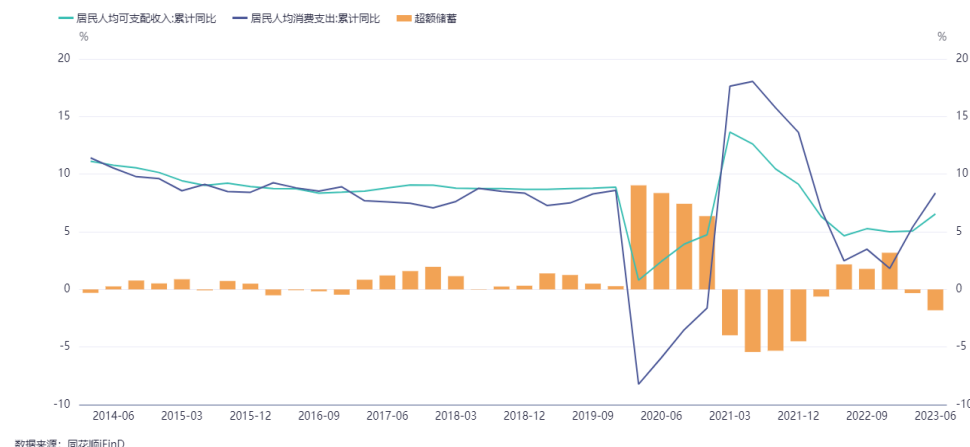
图 2.2：限额以上消费当月同比



资料来源：iFind、南华研究

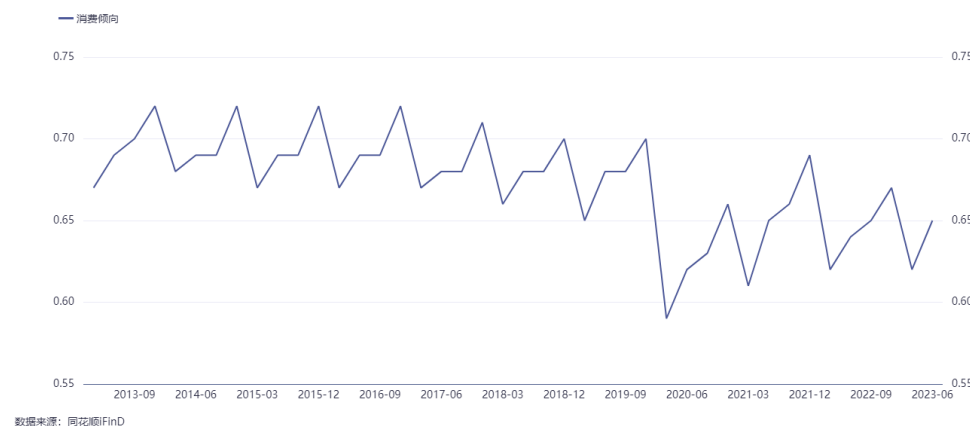
另外，随着居民收入增速的企稳回升，消费欲望也有所改善，截止上半年超额储蓄以及消费意愿的指标均有不同程度的回升。但从中枢水平来看，居民收入水平离疫情前的平台仍有一定距离，而同样在2020年后消费倾向中枢出现了回落，因此尽管消费端出现改善，但绝对水平的回落仍可能对长期的增速中枢形成制约。结合今年五一假期旅游消费的表现也不难理解，消费意愿的回暖与消费能力受损二者并无冲突。

图 2.3：消费意愿回暖



资料来源：iFind、南华研究

图 2.4：消费倾向弱改善



资料来源：iFind、南华研究

## 2.2 如何理解地产政策的利好

不论是从中长期的行业走向还是短期内的政策力度来看，我们对于地产的期待会逐渐向基建靠拢，即成为增长引擎的托底项而非拉动项。

8月下旬以来包括“认房不认贷”、首套房首付比例调整以及存量房贷利率调整在内的房地产优化政策是政策预期改善的主要来源。这是因为地产作为我国传统经济的支柱，不仅产业体量庞大，同时与上游原材料、中下游建材、家居家电乃至餐饮医疗等社区服务相关行业都密切相关，乘数效应较强，因此也是以往逆周期调解中的重要抓手。地产行业在传统经济模式下的重要性使其成为了许多投资者心目中政策信号的风向标，然而与认知相违的是，在足具诚意的地产优化政策出台后，风险资产的表现却依旧低迷，A股房地产板块指数更是直接开启下行趋势。站在经济结构转型的风口，如何理解房地产这一行业的重要性，以及优化政策对于基本面的切实影响，很大程度决定了我们对宏观环境的认知。



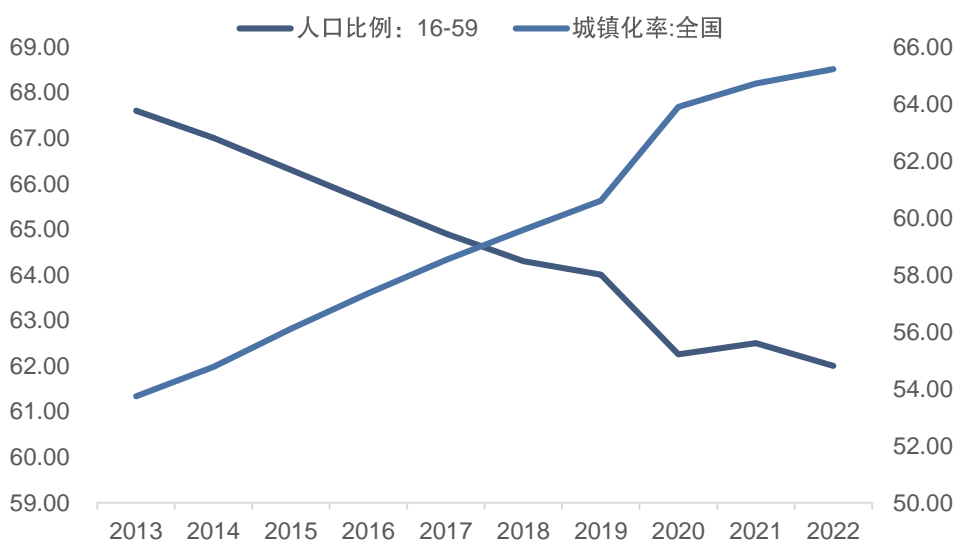
表 2.1 房地产优化政策

关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知	居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时， <b>家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套住房执行住房信贷政策。</b> 此项政策作为政策工具，纳入“一城一策”工具箱，供城市自主选用。
关于调整优化差别化住房信贷政策的通知	对于贷款购买商品住房的居民家庭， <b>首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例</b> 统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。 首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限按现行规定执行， <b>二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限</b> 调整为不低于相应期限贷款市场报价利率加 20 个基点
关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知	存量首套住房商业性个人住房贷款，是指 <b>2023 年 8 月 31 日前金融机构已发放的</b> 和已签订合同但未发放的首套住房商业性个人住房贷款，或借款人实际住房情况符合所在城市首套住房标准的其他存量住房商业性个人住房贷款。 新发放贷款的利率水平由金融机构与借款人自主协商确定，但在 <b>贷款市场报价利率（LPR）上的加点幅度，不得低于原贷款发放时所在城市首套住房商业性个人住房贷款利率政策下限。</b>

资料来源：南华期货整理

从长期逻辑来看，房地产长期需求中枢的回落决定了该行业在经济体系中重要性下行的必然结果。通常来说，购房的主力是 25-50 岁的青壮年群体，而在当前我国人口老龄化的趋势之下，16-59 岁区间人口比重持续回落。另一方面，根据海外房地产的发展经验来看，城镇化率达到 60% 之前房地产以刚需为主，而当城镇化率进入 60-70% 的区间后，市场则主要靠改善型需求支撑，这也意味着需求弹性的增加，相较于刚需来说，改善型需求受宏观环境、收入预期的影响更大。

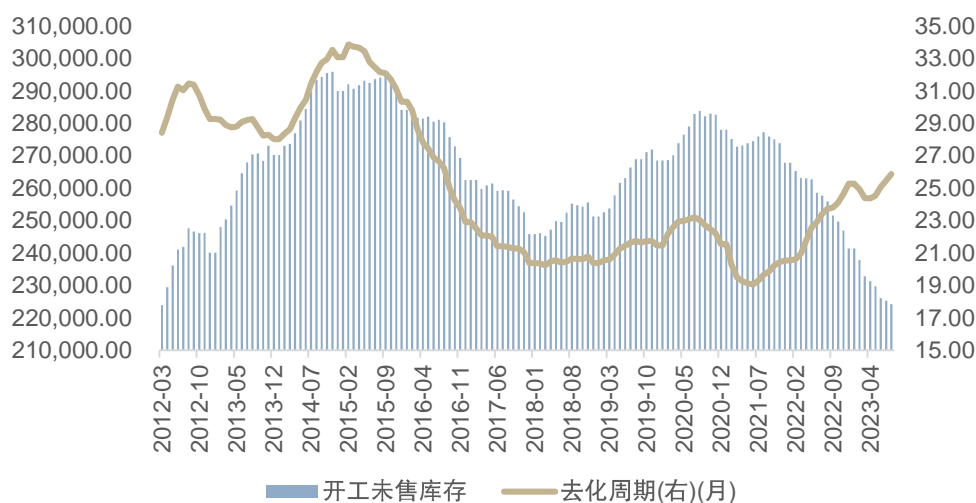
图 2.5：地产长期需求中枢回落



资料来源：iFind、南华研究

从产业模式来说，过去几年房企在预售制度下快速扩张，依靠高杠杆实现了快速增长，而不论是房价还是房企的资产负债表都产生了巨大的泡沫，也次生了诸如烂尾楼这样的民生问题。因此在本轮房企风险出清的过程中，以往地产行业运营模式也遭遇变革，例如7月底合肥市率先召开房地产工作专题会议，就改进市场定价模式（套内面积定价）、推进现房销售试点以及预售金监管等问题进行讨论。9月20日雄安新区住房管理中心宣布取消商品住房预售，实行现房销售。从房企以及地产行业的角度来说，现房销售制度对企业现金流有更高的要求，能够最大程度保障住户的权益，但库存周转时间拉长其拉动经济的乘数效应会有所减弱。

图 2.6：地产去库周期拉长

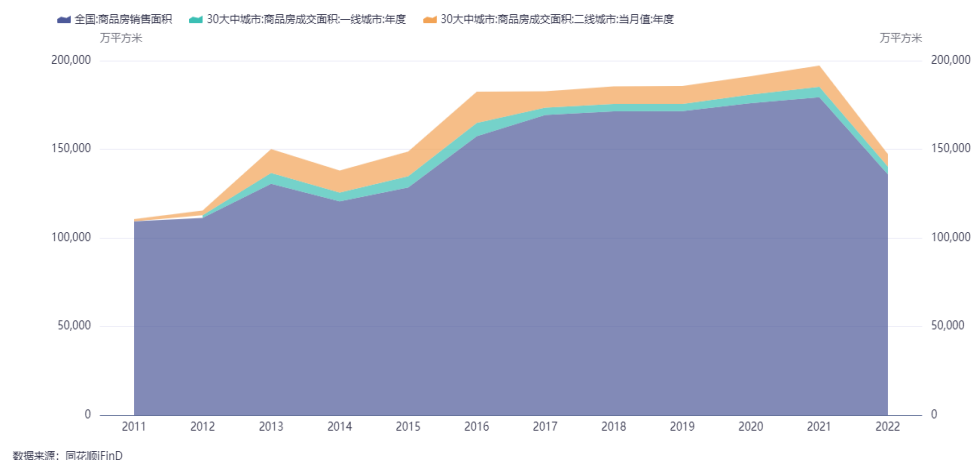


资料来源：iFind、南华研究

综上，用过去的刻度来称量房地产行业在当下乃至高质量发展转型后的未来经济体系中的权重，难免会刻舟求剑。而如果我们将时间维度缩短，仅仅考虑8月底增量政策对未来房地产销售乃至于基本面的潜在影响，是否也会有类似预期差的存在？

回到本轮地产优化政策，我们其实可以从“存量”（降低购房者负债支出）以及“增量”（刺激新的购房需求）两个角度来进行划分。那么“认房不认贷”以及首套房首付比例的调整会被归入后一类，具体来说，该政策主要针对的是改善性需求以及部分刚需，例如在老家有住房但有意愿在一线城市新购房产的，在过去的认定规则下需要承担较高的首付比例以及房贷利率，而新政落地后首付比例会大大降低。据统计，2023年二季度三四线城市平均首付比例约35%，二线城市平均约40%，而一线城市平均在55%以上，因此受影响的主要交易市场或集中在一线以及强二线城市。而从市场规模来看，2022年全国商品房销售面积约13.58亿平方米，一二线城市全年销售面积合计约1.14亿平方米，占总量的8.4%。

图 2.7：一二线城市销售面积占比



资料来源：iFind、南华研究

降低存量房贷利率的目的则更多在于降低购房主体的负债压力，以《金融时报》做出的估算为例：“平均降幅 0.8 个百分点”作为参考，以 100 万元、25 年期、原利率 5.1% 的存量房贷为例，假设房贷利率降低 0.8 个百分点，可节约借款人利息支出每年超 5000 元”。诚然这样规模的补贴并不算少，但似乎也无法支撑基本面预期的快速扭转。综上，不论是从中长期的行业走向还是短期内的政策力度来看，我们对于地产的期待会逐渐向基建靠拢，即成为增长引擎的托底项而非拉动项。这并不代表地产就不再重要，但在综合评估政策力度以及市场认知后我们认为，最为关键的刺激政策反而有可能带来最大的预期差。我们在年初对 2023 进行展望时候曾提出“放开并不是经济复苏的灵丹妙药”，仅仅放松地产也绝不是稳增长的唯一答案。正如前文所述：当下经济增长的问题是包括了国内经济结构转型、全球总需求回落等多重因素在内的结构性问题。将复杂的问题简单化，亦或是将简单地问题复杂化，都不可取。

## 2.3 地方化债：或为四季度政策目标

四季度政策面依旧会是债券市场的重要主线之一，但政策重心或从逆周期调控转为防风险。

### 2.3.1 化债或为四季度主线

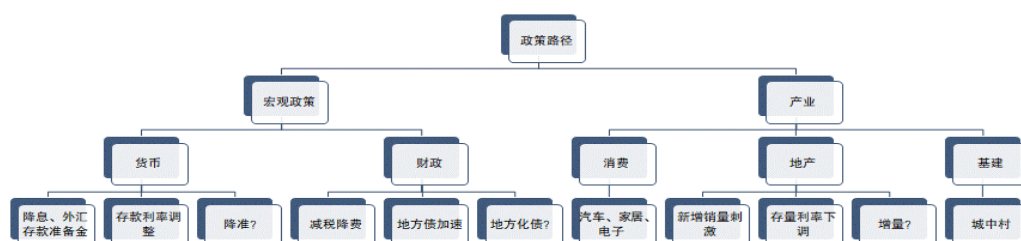
7 月底召开的政治局会议已经给出了较为明确的政策路径指引：1）针对内需偏弱的问题，“加大宏观政策调控力度；积极扩大国内需求，发挥消费拉动经济增长的基础性作用；更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用”。2）在具体产业方面，“提振汽车、电子产品、家居等大宗消费，推动体育休闲、文化旅游等服务消费”。3）在投资方面，“要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和‘平急两用’公共基础设施建设”。4）在防风险方面，“适时调整优化房地产政策；有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。

而针对上述政策部署，截至 9 月末，有多数已经落地。例如 7 月多部委先后发布

四季度政策面依旧会是债券市场的重要主线之一，但政策重心或从逆周期调控转为防风险

关于促进家居、汽车、电子产品消费的措施文件，8月中旬货币政策先行出台，下旬活跃资本市场的相关措施、地产优化政策先后落地，8、9月地方政府专项债加速发行等。从会议给出的政策框架来看，当前仅有地方化债以及城中村改造具体措施仍未落地。有媒体报道城中村改造项目将被纳入专项债支持范围内，考虑到本年度新增专项债规模剩余有限以及年内实现经济增速目标的压力并不算太大，预计城中村改造将于明年落地。因而地方化债大概率成为四季度政策的主要目标。

图 2.8：政策框架



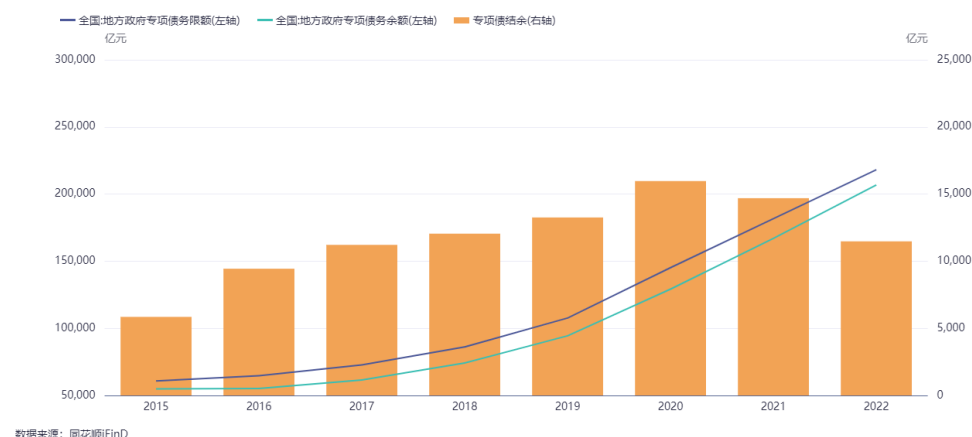
资料来源：iFind、南华研究

### 2.3.2 化债主线下的利率市场

化债行为对流动性的冲击有限。本轮化债主要途径或有三种：地方政府发行特殊再融资债券；设立应急流动性金融工具（SPV）；与当地银行协商进行再融资或展期。由于本轮化债的主要目的在于存量债务置换，本金不受影响的情况下，化债行为对于流动性的实质冲击有限。

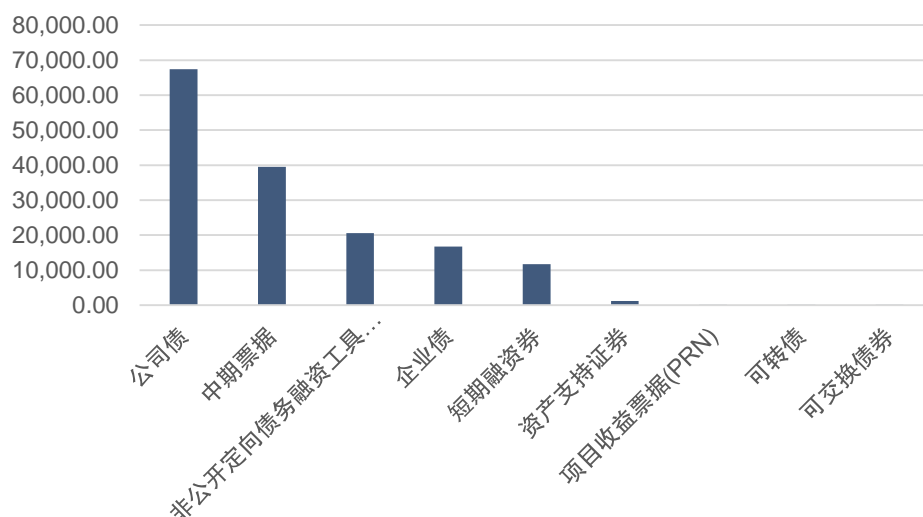
具体来看，特殊再融资债券或主要用于置换隐债，重点落于贵州、天津、云南、陕西、重庆等12个偿债压力较大的省份和地区（据媒体报道）。资金来源为往年地方政府的余额额度，截至2022年末，地方政府专项债结余约1.2万亿，地方政府债务结余约2.58万亿，对应城投债务中非公开定向债务融资工具约2.05万亿。在特殊再融资债券置换隐性非标融资的过程中，对于政府部门来说，通过使用往年结余债务额度实现隐性债务显性化，资产负债表对应扩张。而对于银行来说则是在其资产端将贷款以及其他融资供给调整为持有地方债，并不会涉及多余的流动性投放。

图 2.9：特殊再融资债可用额度



资料来源：iFind、南华研究

图 2.10：城投债务结构



资料来源：iFind、南华研究

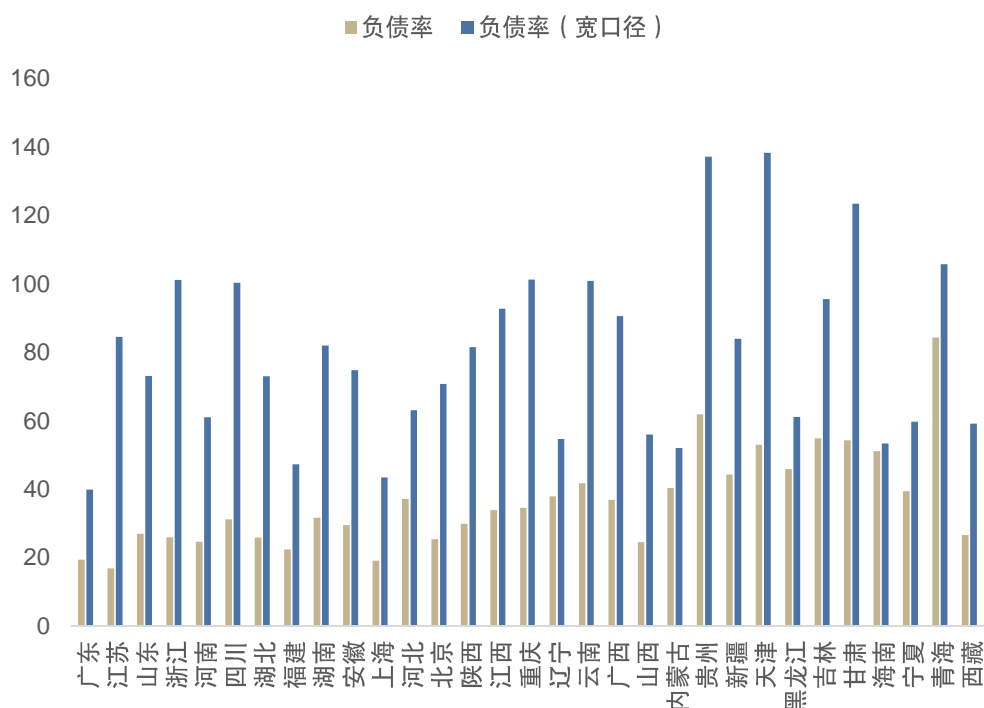
SPV并不算是新的货币政策工具了，2020年6月央行创设的普惠小微企业信贷支持计划就是通过SPV将4000亿的再贷款用于购买部分银行发放的贷款，本质上相当于央行对于地方银行进行一定程度的贴息来提供资金支持。

化债的直接压力落于银行体系。正如前文所述，再融资置换存量债务的过程对于流动性冲击并不大，因为置换过程中政府利息支出的削减才是本轮化债的主要目的，而减少的利息支出作为银行体系收入来源，势必对本就临近警戒线的净息差带来更大的压力。未来银行负债端成本或需进一步回落，参考第三季度的货币政策操作，通过降低资金成本带动存款利率下行或为可行措施。

化债思路体现经济增长的长期思维。地方债务的压力本质上来自三个方面：存量债务规模高企、融资成本高以及地方政府现金流问题。通过与地方银行协商进行

再融资或是发行特殊再融资债券来进行置换就是为了解决融资成本高的问题，而地方政府收入下降导致偿债能力下降的根源则在于经济结构改革之下地产行业面临转型，从而导致过去土地财政模式有些难以为继，这似乎又回到了最开始段落中讨论的结构性问题。通过对照我们可以发现，居民以及政府部门（主要是地方政府）面临的问题其实是类似的，领导层给出的解法也是类似的：面对经济增长的结构性问题以及资产负债表的压力，一方面降低负债成本修复资产负债表（居民部门降存量房贷，政府部门隐债置换），与此同时通过引导产业升级、财政体系改革来改善现金流以及偿债能力。而结构的调整并不像逆周期政策一样立竿见影，我们可能需要迎接的是经济增速以及利率水平在较长时间内维持在相对过去偏低的水准，正如本章标题所说：复苏是平稳且平缓的进程。

图 2.11：隐性债务压力较大



资料来源：iFind、南华研究

### 3. 流动性会是重要的边际变量

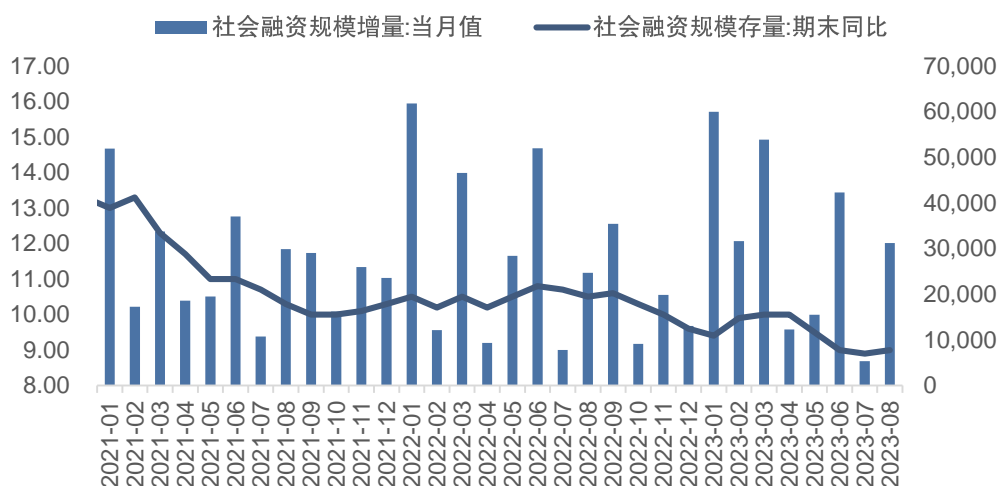
未来货币政策的博弈点不在于松紧，在于宽松程度。

我们预期四季度基本面平缓修复，而在数据观察期内出台增量政策的概率相对有限。9月过后债券供给方面对于资金面的压力将会有所缓解，根据财政部指示今年地方政府专项债新增专项债限额计划在9月底前发完，10月底前用完，未来财政支出下资金回流银行体系，流动性或边际转松。未来货币政策的博弈点不在于松紧，在于宽松程度。

#### 3.1 宽货币是宽信用的前提

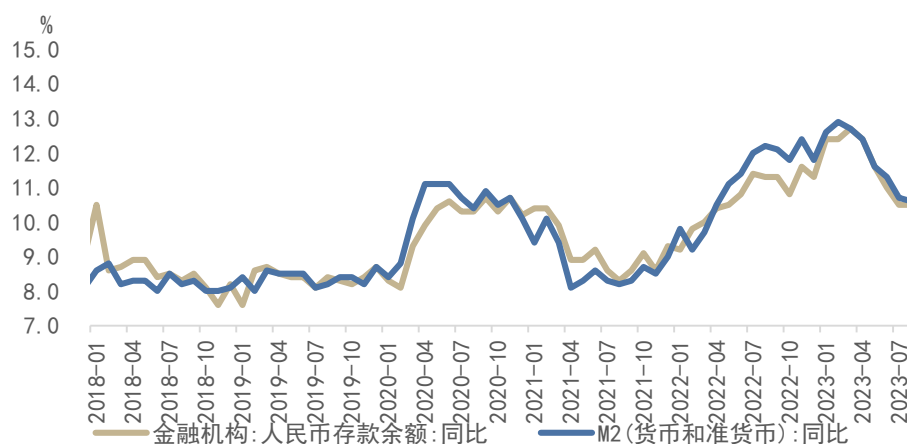
临近三季末，随着基本面数据的边际好转以及稳增长政策的陆续落地，市场宽信用预期再度升温，有声音认为地产景气度回升会加速推动宽信用的落地。我们在前文中已经做出论述，认为地产刺激政策对于复苏斜率上的影响可能会存在预期差。另一方面，从金融信贷数据的表现来看，尽管8月社融总量有所回升，但结构上仍需改善。例如在信贷结构中，8月居民部门中长期贷款同比少增近1000亿，企业中长期贷款同样弱于去年同期，票据冲量的问题依然存在。在社融结构中，增量主要来自政府债券融资，这是前后两年财政节奏错位所致。目前社融增速9%依然落于低位，居民部门储蓄意愿偏高、实体贷款意愿不强导致的乘数偏低等资本流通过程中的问题依旧存在。在这样的背景下，信用环境很难称得上已经明显好转，而从以往货币—信用周期的轮动规律来看，在信用环境改善前，流动性将长期维持充裕水平。

图 3.1：社融增速仍处低位



资料来源：iFind、南华研究

图 3.2：存款增速依旧偏高



资料来源：iFind、南华研究

### 3.2 政策基调依旧积极

央行三季度货币政策委员会例会提出要“持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好逆周期和跨周期调节...加大已出台货币政策实施力度”，整体来看表态依旧偏向积极。其中逆周期为9月底会议新增，二季度例会上并未提及，此外“持续用力”以及“加大...力度”的说法均为本次新增，强调力度的措辞也意味着总量政策的窗口仍然没有关闭。



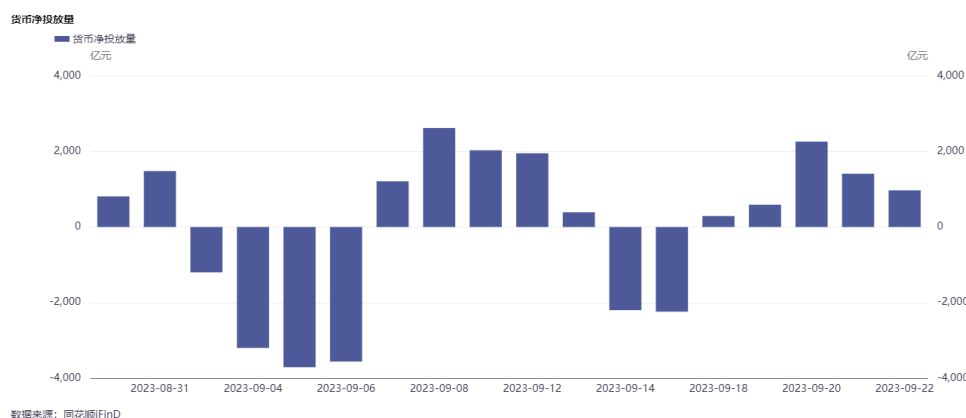
图 3.3：三季度货币政策例会

	2023Q3	2023Q2
国内外金融、经济形势	会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度，综合运用利率、准备金等政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强， <b>社会融资成本明显下降</b> 。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。会议指出，当前外部环境更趋复杂严峻，国际经济贸易投资放缓，通胀仍处高位， <b>发达国家利率将持续保持高位（新增）</b> 。国内经济持续恢复、回升向好、动力增强，但仍面临需求不足等挑战。	会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，推动经济运行整体好转。 <b>稳健的货币政策精准有力，加大逆周期调节力度（新增）</b> ，综合运用政策工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强， <b>贷款利率明显下降</b> 。 <b>外汇市场供求基本平衡，经常账户延续稳定顺差，外汇储备充足（新增）</b> ，人民币汇率双向浮动，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。
货币政策	要 <b>持续用力</b> 、乘势而上，加大宏观政策调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，搞好 <b>逆周期</b> 和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，加快经济良性循环，为实体经济提供更有力的支持。 <b>加大已出台货币政策的实施力度（新增）</b> ，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资。促进物价低位回升，保持物价在合理水平。	要克服困难、乘势而上， <b>加大宏观政策调控力度（新增）</b> ，精准有力实施稳健的货币政策，搞好跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作， <b>切实支持（措辞修改）</b> 扩大内需， <b>改善消费环境，促进经济良性循环（新增）</b> ，为实体经济提供更有力的支持。进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长、节奏平稳，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配。
政策工具	落实好调增的再贷款再贴现额度， <b>实施好存续结构性货币政策工具</b> ，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。	保持再贷款再贴现工具的稳定性， <b>延续实施普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划（新增）</b> ，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。
金融供给侧改革	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。
健全利率传导机制	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，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	完善市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。
汇率	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念，综合施策、 <b>校正背离、稳定预期，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念， <b>综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险（新增）</b> ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
金融创新与帮助实体	构建金融有效支持实体经济的体制机制，落实好加大力度支持科技型企业的融资行动方案，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。优化大宗消费品和服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。 <b>因城施策精准实施差别化住房信贷政策，支持刚性和改善性住房需求，落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，调降首付比和二套房贷利率下限，推动降低存量首套房贷利率落地见效（新增）</b> ，加大对“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度（新增），推动建立房地产业发展新模式，促进房地产市场平稳健康发展。 <b>落实促进平台经济健康发展的金融政策措施</b> ，推动平台企业规范健康持续发展。切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	构建金融有效支持实体经济的体制机制， <b>落实好加大力度支持科技型企业的融资行动方案</b> ，引导金融机构增加制造业中长期贷款，支持加快建设现代化产业体系。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。优化大宗消费品和服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。 <b>因城施策支持刚性和改善性住房需求，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，促进房地产市场平稳健康发展，加快完善住房租赁金融政策体系，推动建立房地产业发展新模式。（地产，措辞有删减）</b> 引导平台企业金融业务规范健康发展，提升平台企业金融活动常态化监管水平。推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
政策基调	坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。坚持“两个毫不动摇”，打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来，进一步加强部门政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，不断推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。	坚持稳中求进工作总基调，牢牢把握高质量发展首要任务，扎实推进中国式现代化，完整、准确、全面贯彻新发展理念，加快构建新发展格局，更好统筹质的有效提升和量的合理增长，推动经济运行持续整体好转。坚持“两个毫不动摇”，打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来， <b>把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来（新增）</b> ，进一步加强部门政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡， <b>统筹推动经济运行持续好转、内生动力持续增强、社会预期持续改善、风险隐患持续化解（措辞修改）</b> ，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

资料来源：中国人民银行、南华研究

从资金利率来看，8月初央行在新闻发布会上指出关注资金空转现象，因此8、9月资金中枢小幅上移。截止三季末，银行间隔夜成交占比表征的债市杠杆水平明显回落，后续预计对于防空转的关注逐渐弱化，市场预期有望好转。从公开市场操作情况来看，9月中下旬资金面持续收紧，而央行超预期降准以及MLF放量续作同步执行，同时在第一时间开启14天逆回购投放跨季资金熨平流动性波动，呵护意图明显。不论从近期表态还是9月以来公开市场操作情况来看，货币政策基调依旧会偏积极。

图 3.4：公开市场投放加码



资料来源：iFind、南华研究

图 3.5：杠杆水平回落



资料来源：iFind、南华研究

### 3.3 银行负债成本仍需下行

如前文所述，地方化债可能成为四季度政策端的主要方向，这意味着银行净息差需要更多呵护，通过货币宽松来进一步引导存款利率下行存在必要性。以发行特殊再融资债券为例，从政府视角来看，使用的是往年地方政府债务的结余额度，隐形债务置换后显性债务扩表但利息支出减少。而对于银行来说，利息下行意味着收入减少，这会进一步冲击本就不高的净息差水平，因此通过降低资金成本来引导负债端利率整体下行十分必要。

### 3.4 汇率依旧制约政策空间

从目前央行表态来看，稳增长与汇率稳定的重要性基本相当，因此在三季度例会上除了坚定政策力度以外，同样强调“校正背离”，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险。在高息美元周期延长之后，稳汇率对于国内政策宽松空间的掣肘依然存在。

从今年以来货币政策举措可以看出，央行试图在稳增长以及汇率稳定之间找寻相对的平衡，因此我们看到在8月降息半个月后外汇存款准备金率的调降，以及9月降准后央行发布会表态“坚决防范汇率超调风险”。但在内部结构问题仍存以及高息美元周期可能会延续更久的背景下，通过货币手段维系汇率平衡还是通过进一步降低资金成本加速经济增速和通胀回升换取人民币币值中枢的上行，二者之间的取舍值得再次考量。前者相对稳妥，但随着油价上行，输入型通胀可能会导致新一轮上游挤压下游利润的情况出现，而后者则可能需要承担资金成本下行后短期内汇率的脉冲式反馈。本次的FOMC会议带给我们的利好在于，虽然高息周期可能更长，但终值的高度已经是触手可及，而对于国内的政策取舍来说，钝刀割肉下失血只会越来越多。

## 免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

本公司的销售人员或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和/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。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

---

公司总部地址：	浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦
邮编：	310008
全国统一客服热线：	400 8888 910
网址：	<a href="http://www.nanhua.net">www.nanhua.net</a>
股票简称：	南华期货
股票代码：	603093

---



南华期货营业网点

