

# 稳增长基调延续，货币政策将侧重结构性发力

## ——央行货币政策委员会一季度例会解读

### 相关研究：

1. 《货币政策维持稳健基调，进一步宽松的必要性减弱—2022年四季度货币政策执行报告点评》

2023.03.03

2. 《政策基调偏稳健，在稳增长与防风险中寻平衡—2023年政府工作报告宏观政策解读》

2023.03.10

3. 《估值效应整体为负，外储规模环比转降—2月外汇储备数据点评》

2023.03.15

4. 《稳增长仍需加码，年内有望进一步降准—从2018年以来历次降准看2023年降准空间》

2023.03.24

5. 《经济边际改善，但隐忧仍在—一季度央行调查问卷点评》

2023.04.14

分析师：仇华

证书编号：S0500519120001

Tel: 021-50295323

Email: qh3062@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

### 核心要点：

#### □ 事件

2023年4月14日，央行公布了货币政策委员会2023年第一季度例会内容。

#### □ 经济恢复基础不牢固，政策稳增长基调延续

一季度例会反映出当前央行对于经济恢复的信心增加，宏观调控压力有所缓解。但在经济回升向好的同时，结构仍存隐忧，经济修复的斜率和可持续还需观察，内需发力还有较大空间。数据显示，2022年以来民间固定资产投资累计同比增速持续低于固定资产投资，并呈加速回落态势。此外，当前青年就业形势依旧严峻。为此央行提出“着力支持扩大内需、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、促进政府投资带动民间投资”等表述。整体而言，当前经济恢复基础仍不牢固，预计货币政策稳增长基调仍将延续。

#### □ 突出精准有力，货币政策将侧重结构性发力

关于后续货币政策展望，一季度例会的表述特别突出“精准有力”，同时本次例会不再提及“逆周期调节”，只保留“跨周期调节”，并要求“更好发挥”货币政策工具的总量和结构双重功能，反映出货币政策目标从对冲疫情冲击转向支持重点领域和薄弱环节，政策力度需要适度回调，保持向正常化回归，更加注重“总量稳、结构优”，这在一定程度上反映出下一阶段货币政策基调更加偏向稳健，预计总量工具发力频次将较2022年有所减少，更加侧重使用再贴现、再贷款等结构性工具进行精准调节。

#### □ 信贷增长动能或将减弱，后续新发贷款利率下行趋势将有所收敛

一季度例会对信贷节奏相关表述由“有效增长”转变为“合理增长、节奏平稳”。在当前经济延续弱复苏的格局下，预计二季度信贷增长动能或将减弱。同时一季度例会从去年四季度的“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”转为“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，考虑到易刚行长在3月3日新闻发布会上表示“实际利率的水平是比较合适的”，这意味着随着宏观经济企稳、信贷需求复苏以及银行净息差持续承压，央行再次降息的空间收窄，后续银行新发贷款利率下行趋势将有所收敛。关于房地产，一季度例会同时关注供给侧和需求侧，供给侧继续强调优质房企风险化解和资产负债状况改善，需求侧提及住房租赁政策改善，可见保主体仍在地产调控政策中占据重要地位。

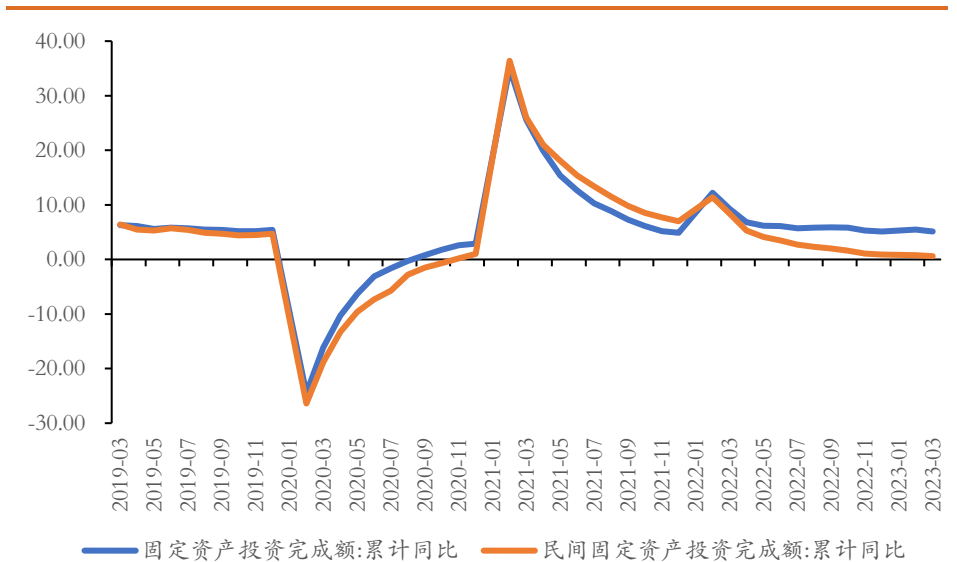
#### □ 风险提示

消费复苏不及预期；房地产超预期下行；货币政策超预期调整。

## 1 经济恢复基础不牢固，政策稳增长基调延续

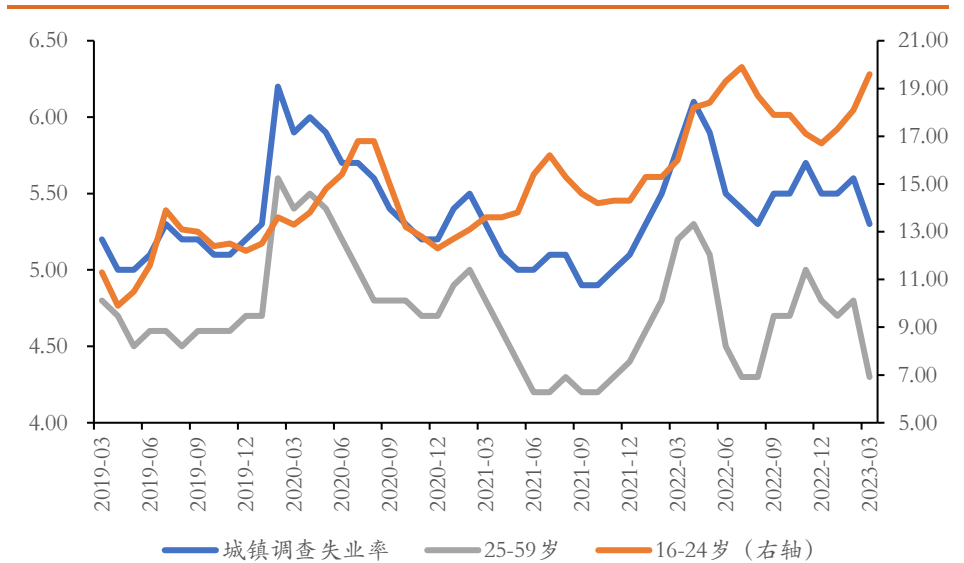
一季度例会对宏观经济的相关表述为“国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固”，删除“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”等描述，反映出当前央行对于经济恢复的信心增加，宏观调控压力有所缓解。年初以来国内经济出现回暖，回暖的动力主要来自基建投资、消费，同时一季度出口也较预期要好。但是从环比的角度来看，经济恢复的速度边际放缓，因而货币政策主动收紧的风险较小。另一方面，一季度在经济回升向好的同时，结构仍存隐忧，经济修复的斜率和可持续还需观察。例如一季度CPI、PPI读数延续偏低，汽车和耐用品消费等数据仍偏弱，内需发力还有较大空间。数据显示，2022年以来民间固定资产投资累计同比增速持续低于固定资产投资，并呈加速回落态势。此外，当前青年就业形势依旧严峻。3月城镇调查失业率较2月小幅回落至5.3%，但16-24岁的人口失业率上升至19.6%，达到去年9月以来最高水平，就业压力尤其是年轻人口的就业压力仍不容忽视。为此央行提出“着力支持扩大内需、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、促进政府投资带动民间投资”等表述。整体而言，当前经济恢复基础仍不牢固，预计货币政策稳增长基调仍将延续。

图1 民间固定资产投资增速依旧疲弱 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

图2 当前青年人口失业率延续上行 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

## 2 突出精准有力，预计二季度货币政策将侧重结构性发力

关于后续货币政策展望，一季度例会的表述特别突出“精准有力”，同时本次会议不再提及“逆周期调节”，只保留“跨周期调节”，并要求“更好发挥”货币政策工具的总量和结构双重功能，反映出货币政策目标从对冲疫情冲击转向支持重点领域和薄弱环节，政策力度需要适度回调，保持向正常化回归，更加注重“总量稳、结构优”，这在一定程度上反映出下一阶段货币政策基调更加偏向稳健，预计总量工具发力频次将较2022年有所减少，更加侧重使用再贴现、再贷款等结构性工具进行精准调节。

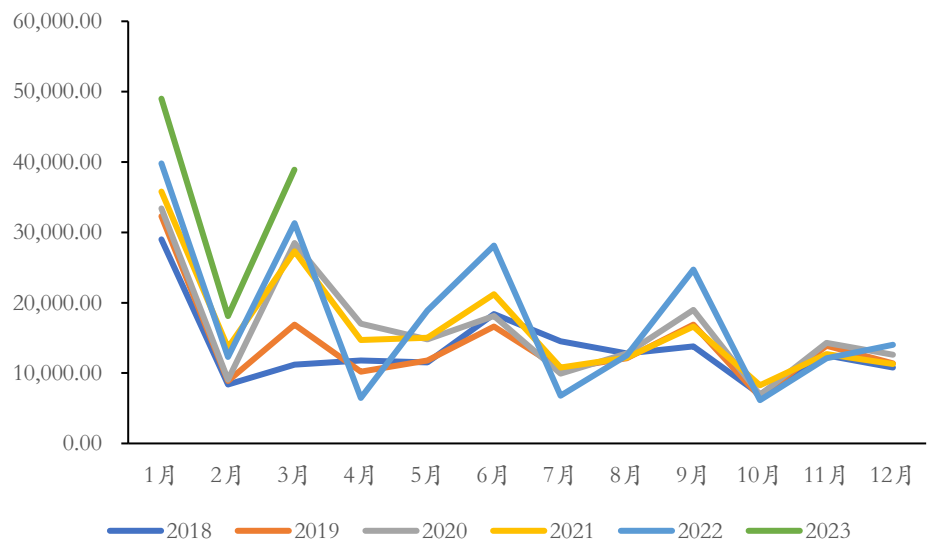
关于结构性工具，一季度例会删去“做加法”的同时强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”。在货币政策总体取向更倾向于稳健的基础上，“聚焦重点”意味着宏观政策更多关注扩大内需、改革创新和防范化解风险等经济重要领域，“合理适度”表明政策力度较疫情期间将有所回调，“有进有退”表明适时退出增量结构性工具的同时，已达成政策目标的工具将即时退出，避免造成大水漫灌。政策方向上删去了受疫情冲击的行业，后续将向普惠金融、绿色发展、科技创新、基建等领域更多发力。正如人民银行刘国强副行长表示，“投向要准，就是要持续加大对普惠小微、科技创新、绿色发展、基础设施等重点领域和薄弱环节的支持力度。要继续落实好一系列结构性货币政策，效果好的可以酌情加力。对一些具有明确阶段性要求的政策，要及

时评估，可以按时有序退出，也可以根据需要延长，或者让别的货币政策工具进行接续。”。

### 3 新增信贷合理增长、节奏平稳，预计二季度信贷增长动能或将减弱

一季度例会对信贷节奏相关表述由“有效增长”转变为“合理增长、节奏平稳”。2月份发布的四季度货币政策执行报告也提到“增强信贷总量增长达到稳定性和持续性”。在当前经济延续弱复苏的格局下，预计二季度信贷增长动能或将减弱。从数据上来看，2023年一季度社会生产持续修复，信贷投放节奏出现明显前置。4月3日央行第一季度银行家问卷调查报告中显示，贷款总体需求指数为78.4%，环比上升19个百分点，比上年同期上升6.1个百分点。一季度信贷新增规模10.6万亿，已达到了近年来最高位。

图3 一季度新增信贷投放规模处于近年高位（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

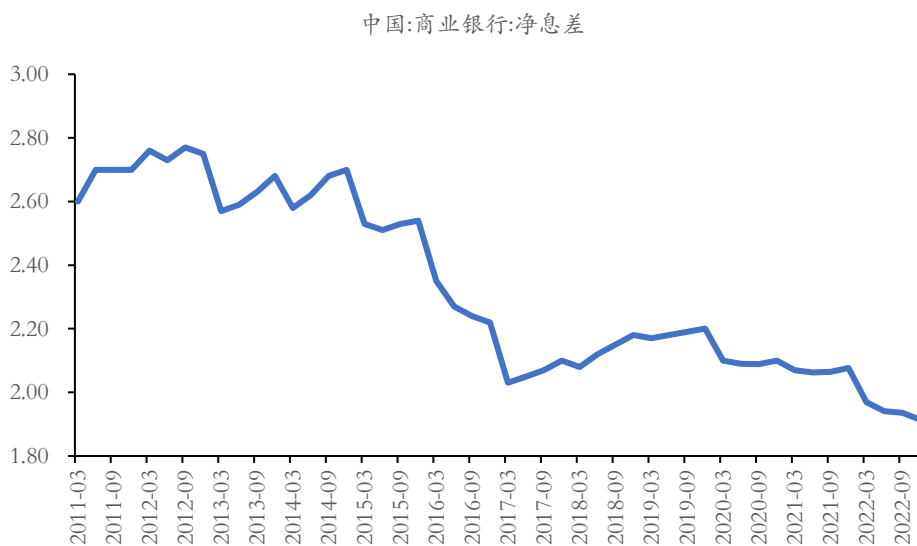
考虑到易刚行长3月3日在国新办发布会明确指出“货币信贷的总量要适度，节奏要平稳”以及3月5日央行副行长刘国强表示“不盲目追求信贷高增长”，且从过去几年新增信贷数据来看我国信贷投放总体上呈现前高后低的分布态势，其中2022年全年信贷投放的比例接近于4:3:2:1，结合4月份票据利率震荡下行走势来看，预计二季度信贷投放节奏较一季度或将有所放缓，未来新增信贷的聚焦点将逐渐从“量”向“质”转换，商业银行将适度调整信贷投放节奏，逐渐聚焦投放质量，远超预期和季节性的信贷增长将有所放缓。在结构性货币政策发力的背景下，小微普惠和绿色金融或将成

为新增信贷聚焦点。

## 4 融资成本稳中有降，后续新发贷款利率下行趋势将有所收敛

2022 年以来，在政策利率下行、信贷供需失衡等多因素作用下，银行贷款利率持续下行，再创有统计以来新低。2022 年 12 月金融机构人民币贷款加权平均利率、一般贷款利率、企业贷款利率以及个人住房贷款利率分别为 4.14%、4.57%、3.97%、4.26%，同比大幅下降 62BP、62BP、60BP、137BP，其中企业贷款利率首次降至 4% 以下，个人住房贷款利率罕见下降 100 多个基点。贷款利率的快速下行，也使得商业银行净息差持续降至 1.91% 的历史低位。关于利率的表述，一季度例会从去年四季度的“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”转为“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，考虑到易刚行长在 3 月 3 日新闻发布会上表示“实际利率的水平是比较合适的”，这意味着随着宏观经济企稳、信贷需求复苏以及银行净息差持续承压，央行再次降息的空间收窄，后续银行新发贷款利率下行趋势将有所收敛。

图 4 商业银行净息差已处于历史最低位 (%)



资料来源：Wind、湘财证券研究所

值得关注的是，一季度例会首次新增存款利率相关表述，强调“存款利率市场化调整机制作用有效发挥”。2022 年 4 月央行曾指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以 10Y 国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利

率水平。在利率自律机制下，存款基准利率变动的必要性不大，各成员银行可根据自身负债压力情况对存款利率做出合理调节。随着商业银行陆续公布2022年年报，可以观察到其负债成本继续上行趋势。而不断走高的商业银行负债成本或将影响其作为货币政策传导中介的效率。近期一些中小银行陆续下调存款利率，考虑到当前商业净息差处于历史低位，为了进一步促进商业银行加大对实体经济支持力度，预计后续引导银行负债成本下行或将阶段性成为政策重心。

关于房地产，一季度会议表示要有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，因城施策支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。其中“加快完善住房租赁金融政策体系”是新增的表述。此外，一季度例会还将整体目标更新为“推动房地产业向新发展模式平稳过渡”，2022年四季度则为“确保房地产市场平稳发展”。上述表述与相关的政策出台相照应。2023年2月人民银行、银保监会发布《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》提出，加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度，并加强住房租赁信贷产品和服务模式创新，如支持商业银行向各类主体新建、改建长期租赁住房发放开发建设贷款，期限一般3年，最长不超过5年。此外，一季度例会同时关注供给侧和需求侧，供给侧继续强调优质房企风险化解和资产负债状况改善，需求侧提及住房租赁政策改善，可见保主体仍在地产调控政策中占据重要地位。

表1 2023年一季度货币政策例会与2022年四季度货币政策例会各项内容对比

类别	2023年一季度货币政策例会	2022年四季度货币政策例会
国内外经济形势研判	当前国际经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续， <u>发达国家央行政策紧缩效应显现，国际金融市场波动加剧。国内经济呈现恢复向好态势，但恢复的基础尚不牢固。</u>	当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续， <u>外部环境动荡不安，国内经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大。</u>
下阶段货币政策展望	<u>要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</u> ，全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作，着力支持扩大内需，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，	要坚持稳字当头、稳中求进， <u>强化跨周期和逆周期调节</u> ，加大稳健货币政策实施力度， <u>要精准有力，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，增强信心</u> ，攻坚克难， <u>着力稳增长稳就业稳物价，着力支持扩大内需，着力为实体经济提供更有力的</u>

	<p><b>保持信贷合理增长、节奏平稳</b>，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。用好政策性开发性金融工具，<b>重点发力支持和带动基础设施建设，促进政府投资带动民间投资。</b></p>	<p><b>支持。</b>进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕，<b>保持信贷总量有效增长</b>，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。用好政策性开发性金融工具，<b>重点发力支持和带动基础设施建设。</b></p>
<p><b>结构性货币政策</b></p>	<p>结构性货币政策工具要坚持“<b>聚焦重点、合理适度、有进有退</b>”，延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具，<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</b>，综合施策支持区域协调发展。</p>	<p>结构性货币政策工具要继续做好“<b>加法</b>”，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持，<b>落实好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款和普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具</b>，综合施策支持区域协调发展。</p>
<p><b>利率</b></p>	<p>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，<b>推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。</b></p>	<p>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，<b>推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。</b></p>
<p><b>汇率</b></p>	<p>深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“<b>风险中性</b>”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>	<p>深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性，引导企业和金融机构坚持“<b>风险中性</b>”理念，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p>
<p><b>房地产</b></p>	<p>有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，<b>扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作</b>，因城施策支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，<b>推动房地产业向新发展模式平稳过渡。</b></p>	<p><b>扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况</b>，因城施策支持刚性和改善性住房需求，<b>做好新市民、青年人等住房金融服务</b>，维护住房消费者合法权益，确保房地产市场平稳发展。</p>

<p>货币政策目标</p>	<p><u>打好宏观政策、扩大需求、改革创新和防范化解风险组合拳</u>，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，进一步加强部门间政策协调，充分发挥货币信贷政策效能，兼顾好内部均衡和外部均衡，统筹金融支持实体经济与防风险，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。</p>	<p><u>加大宏观政策调控力度，大力提振市场信心，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，进一步加强部门间政策协调</u>，落实好稳经济一揽子政策和接续政策，<u>充分发挥货币信贷政策效能</u>，把握好内部均衡和外部均衡的平衡，统筹金融支持实体经济与防风险，<u>推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长</u>，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。</p>
---------------	---	---

资料来源：中国人民银行官网、湘财证券研究所

## 5 风险提示

消费复苏不及预期；房地产超预期下行；货币政策超预期调整。



## 分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰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。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

## 重要声明

湘财证券股份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。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。