

总量适度，节奏平稳

——《2023 年一季度货币政策执行报告》点评

5 月 15 日，央行发布《2023 年一季度货币政策执行报告》（下称《报告》）。对此我们点评如下：

一、形势判断：好于预期，需求不足

央行对国内经济形势的判断相对乐观，《报告》沿用政治局会议的表述，认为“三重压力得到缓解”，经济运行“有望持续整体好转”，“其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升”。国际方面，央行认为外部环境“更趋复杂严峻”。全球经济增长放缓、地缘政治冲突延续，通胀仍处高位且海外主要央行政策紧缩效应显现，使得国际金融市场波动剧烈。国内方面，央行认为当前经济增长好于预期但内生动力与需求仍不足。央行强调国内经济发展仍存在诸多约束，包括疫情的“伤痕效应”、尚未恢复的居民收入预期、青年人就业压力较大、消费复苏动能的可持续性存疑、政府撬动社会投资存在制约以及全球经济增长放缓导致的外需承压。《报告》指出下一步工作重心在于“综合施策释放内需潜能，多措并举促进外贸稳规模优结构，推动经济运行持续整体好转”。

值得注意的是，今年以来物价涨幅阶段性回落，《报告》对此进行了专题论述，认为我国“不存在长期通缩或通胀的基础”，去掉了“警惕未来通胀反弹压力”的表述。专栏 4 论述了物价涨幅回落主要与供需恢复时间差和基数效应有关，同时由于货币供应稳定、经济运行好转，因此也并未出现通缩。供需方面，在稳经济政策的有力支持下，国内供给能力较强，但受实体经济生产到消费环节滞后、疫情“伤痕效应”、收入分配分化且预期不稳等因素制约，需求复苏偏慢。基数效应方面，去年国际油价冲高至 140 美元，叠加疫情扰动使得去年 3 月鲜菜价格反

季节上涨，使得今年以来物价同比涨幅受高基数效应拖累。央行依然关注“物价走势边际变化”。央行预计“物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升”，但对通胀的关注程度相较 2022Q4 报告中“密切关注通胀走势变化”的表述进一步弱化。

二、政策立场：稳健审慎，更可持续

央行继续强调“稳健的货币政策要精准有力”，坚持三个兼顾：“短期和长期”、“经济增长和物价稳定”、“内部均衡和外部均衡”。

数量上，央行仍要求“两个保持”：“保持流动性合理充裕”、“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”。针对今年以来 M2 和人民币存款延续较快增长态势的情况，专题 2 认为要合理看待其与实体经济的关系，经济平稳增长、物价稳定是检验货币增长是否合理的标准和关键。近期 M2 和存款的较快增长既与宏观政策适度发力有关，也是市场主体行为变化的体现。一方面，稳增长政策陆续实施、商业银行信贷投放加快，使得金融数据领先于经济数据；另一方面，理财与存款利差趋于收窄，企业和居民理财资金回流为表内存款，推升 M2 增速。目前，尽管由于需求恢复存在时滞、货币流通速度暂时降低，今年一季度 M2 与名义 GDP 的增速差（7.2pct）高于过去十年季度平均（1.4pct），但随着经济扩张的微观机制继续修复，未来 M2 与社融增速、M2 与名义 GDP 增速的两个剪刀差将趋于收敛。

对于总量工具，《报告》新增表述“总量适度，节奏平稳”，重提“提升支持实体经济的可持续性”。1-4 月新增人民币贷款 11.3 万亿，据估计相当于全年总量的 47%，高于疫情前三年均值约 8pct。预计未来金融机构信贷供给速度将放缓，但同时将提升满足实体经济融资需求的实效和可持续性。对于结构工具，央行继续要求结构性工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”。《报告》披露，今年 1 月央行设立额度为 800 亿

元的房企纾困专项再贷款和额度为 1,000 亿元的租赁住房贷款支持计划，分别采取“先支后借”和“先贷后借”的直达机制。

价格上，央行重申以我为主、稳健审慎的政策立场，时隔 13 年后（2010Q4）重提“保持利率水平合理适度”。专题 1 指出，近年来央行对利率水平的把握采取“缩减原则”，符合“居中之道”，审慎决策并留有回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢，“政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，降低政策利率的波动”。继 3 月初易纲行长明确表示“目前实际利率水平是比较合适的”之后，央行的这一表述再次指向短期内政策利率或保持稳定。

三、政策操作：精准有力，总量适度

一季度，货币政策精准有力、总量适度，银行间市场流动性合理充裕，货币市场利率平稳运行。一季度，央行综合运用降准、中期借贷便利（MLF）、公开市场操作和结构性货币政策工具等多种方式精准有力投放流动性。春节前，央行前瞻通过 7D、14D 公开市场操作累积投放 2.3 万亿跨春节资金，及时平滑春节取现和缴准导致的流动性缺口。3 月下旬，在降准 0.25 个百分点释放超 5,000 亿长期资金的基础上，加大季末逆回购操作力度，有效满足全市场跨季资金需求，切实保障货币市场平稳运行。2023 年一季度末，金融机构超额准备金率为 1.70%，比上年同期高 0.1 个百分点。一季度，银行间市场存款类机构 7 天期回购加权平均利率均值 2.03%，比去年同期低 7 个基点，税期高峰、季末等时点利率运行更加平稳，为推动金融支持实体经济高质量发展提供了适宜的流动性环境。

四、其它目标：“降成本”“稳汇率”“防风险”

“降成本”方面，在央行的政策支持和引导下，贷款市场报价利率

(LPR) 改革效能持续释放，存款利率市场化调整机制发挥作用，企业融资成本进一步降低。2023 年 3 月 1 年期 LPR 和 5 年期 LPR 保持 3.65% 和 4.30%，新发放贷款加权平均利率同比下降 31bp 至 4.34%，其中企业和个人住房贷款利率降至历史新低，同比分别下降 41bp、135bp 至 3.95% 和 4.14%。受表内信贷大幅扩张的影响，票据融资规模稳中有降，票据利率同比上升 27bp 至 2.67%。

外部均衡方面，央行延续“以我为主兼顾内外平衡”及“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的表述。考虑到近期美欧银行业风险事件再起波澜，《报告》新增“防范境外风险向境内传导”表述。

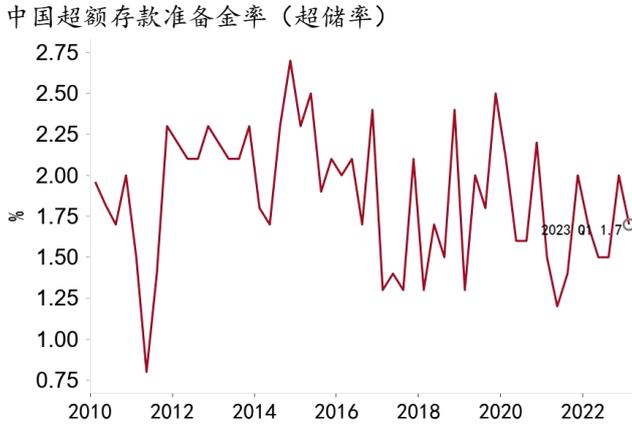
“防风险”方面，报告指出“持续推进金融风险防范化解”。专栏 3 专题研究了硅谷银行事件，指出“当前我国金融体系运行稳健，金融业总资产中占比超过 90% 的银行业总体稳定，绝大多数银行业金融机构处于安全边界内”，并总结四点启示：“货币政策应避免大收大放、中小金融机构的监管应重视、处置金融风险要迅速且强力及银行资产负债结构的稳定性应关注”。下一步央行将“加快推进金融稳定法制建设，加强金融风险监测、预警并充分发挥存款保险制度的作用以及不断充实金融风险处置资源并完善金融稳定保障基金管理机制”。

五、小结：连续、稳定、可持续

前瞻地看，未来央行货币政策将在坚持“精准有力”的同时，进一步强调货币供给量、价两方面的“合理适度”和“可持续性”，以扩大内外需为根本出发点，促进经济实现质的有效提升和量的合理增长。未来货币政策支持实体经济的关键在于提升货币流通速度、夯实政策传导效果，总量政策进一步宽松的预期有所下降。

(评论员：谭卓 张巧栩 牛梦琦 占祺)

图 1：一季度超储率与去年同期持平



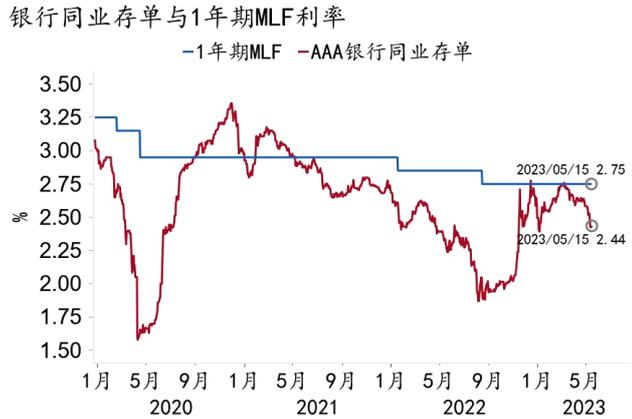
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：货币市场利率回落至 1.8%附近



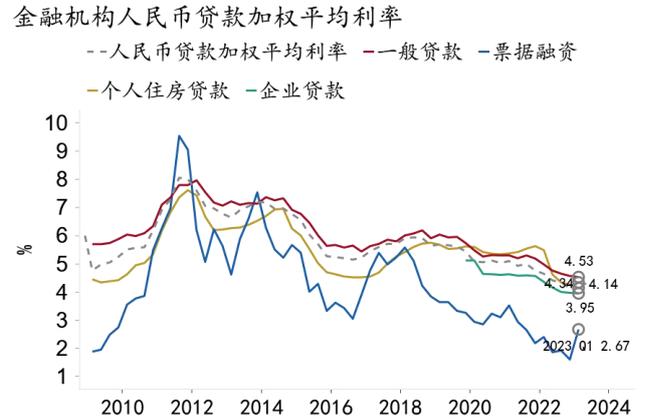
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 1：同业存单利率持续回落至 2.44%附近



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：一季度实体经济融资成本继续下降



资料来源：Macrobond、招商银行研究院