

央行货币政策委员会第一季度例会点评

信贷节奏保持平稳

事件：中国人民银行货币政策委员会2023年第一季度（总第100次）例会于4月14日在北京召开。我们认为，一季度例会对于货币政策的目标有所修正，从加大力度转变为精准有力，我们认为两点值得关注：**1. 后续信贷投放可能更趋平稳。**2023年一季度信贷回升幅度较大，同比多增2.26万亿元，达到去年全年49.7%，结合央行删去“三重压力”的判断，信贷投放或适当收敛。**2. 结构性工具有进有退。**从一季度中长期流动性投放来看，总量性工具占据主导，其中降准和中期借贷便利分别贡献约5000亿元和5590亿元，结构性工具中如果抵押补充贷款新增较少，其余再贷款工具增量可能有限。但结合货币政策精准有力和融资成本稳中有降的表述，低成本的结构工具仍将持续实施。

- **保持信贷节奏平稳，货币政策精准有力。**对于当前经济形势的判断，一季度例会删去了“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”，新增表述为“国内经济呈现恢复向好态势”，表达出一季度经济形势相对去年四季度边际复苏的趋势。在货币政策目标上，一季度例会删去了保持信贷“总量有效增长”，新增表述为保持信贷“合理增长、节奏平稳”，同时删去了“逆周期调节”、“加大”稳健货币政策实施力度等表述，结合2023年一季度新增人民币贷款达到10.6万亿元，同比多增2.26万亿元，信贷修复程度较往年同期水平偏高，可以看出在经济复苏的背景之下，央行对于下阶段货币政策目标有所修正，从加大力度转变为精准有力，后续信贷投放可能更趋平稳。此外，对于外部经济的判断，一季度例会删去了“外部环境动荡不安”，新增表述为“国际金融市场波动加剧”，反映出央行对于外部银行业危机的关注。
- **结构性工具有进有退。**对应货币政策目标的改变，货币政策工具力度也有所调整。从量上来看，结构性工具的使用从“继续做好‘加法’”调整为“聚焦重点、合理适度、有进有退”，依旧延续了今年1月29日以来对于结构性工具的提法，其中碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款、交通物流专项再贷款延续实施，普惠养老再贷款则适时到期，实现了结构性工具新的三点目标。具体数值来看，结构性工具成为中长期流动性的重要投放方式，体量与降准相当。2022年两次降准释放大约10300亿元。央行发布的结构性货币政策工具情况表中，2022年12月末结构性工具余额为64465亿元，环比9月末增长9004亿元，其中阶段性工具环比增长8145亿元，其中抵押补充贷款、科技创新再贷款、设备更新改造贷款分别贡献62.0%、14.7%、10.0%。
- **融资成本稳中有降。**从价上来看，企业综合融资成本和个人消费信贷成本的目标从“推动降低”调整为“稳中有降”，与2022年四季度央行货币政策执行报告中“综合融资成本稳中有降”保持一致。居民信贷成本方面，尽管今年以来三重压力有所缓解，工业生产端和居民消费端均呈现复苏，但需求收缩局面仍未完全改善，央行一季度城镇储户调查问卷中倾向于“更多消费”的居民占23.2%，与2021年二季度25.1%相比仍然偏低，个人消费信贷成本仍有调整需求。企业融资成本方面，由于银行贷款意愿较高且再贷款工具提供的利率普遍偏低，企业信贷成本持续下降，2022年12月末企业贷款加权平均利率已降至3.97%。综合来看，个人消费信贷成本调整可能性更高。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

相关研究报告

《3月美国CPI点评：通胀超预期回落，5约或为最后一次加息》20230413

《一季度进出口数据点评：出口同比增速明显超预期》20230413

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：孙德基

(8610)66229363

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

事件: 中国人民银行货币政策委员会 2023 年第一季度(总第 100 次)例会于 4 月 14 日在北京召开, 要点如下:

图表 1. 中国人民银行货币政策委员会例会内容对比

主题	2023 年第一季度例会	2022 年第四季度例会
经济形势	国际经济增长放缓, 通胀仍处高位, 地缘政治冲突持续, 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。	全球经济增长放缓、通胀高位运行, 地缘政治冲突持续, 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。
货币政策目标	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, 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, 保持信贷合理增长、节奏平稳, 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。	要坚持稳字当头、稳中求进, 强化跨周期和逆周期调节, 加大稳健货币政策实施力度, 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, 攻坚克难, 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, 保持信贷总量有效增长, 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。
政策性工具	用好政策性开发性金融工具, 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。	用好政策性开发性金融工具, 重点发力支持和带动基础设施建设。
物价水平	在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下, 保持物价水平基本稳定。	在国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下, 保持物价水平基本稳定。
结构性工具	结构性货币政策工具要坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”, 延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具, 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。	结构性货币政策工具要继续做好“加法”, 强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响行业的支持, 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, 综合施策支持区域协调发展。
供给侧结构性改革	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。
利率水平	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, 推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。	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, 推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本。
汇率	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“风险中性”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。	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“风险中性”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。
实体经济	构建金融有效支持实体经济的体制机制, 完善金融支持科技创新体系, 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, 努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。	构建金融有效支持实体经济的体制机制, 完善金融支持创新体系, 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, 努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。
消费	优化大宗消费品和社会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。	优化大宗消费品和社会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。
房地产	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。	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, 因城施策支持刚性和改善性住房需求, 做好新市民、青年人等住房金融服务, 维护住房消费者合法权益, 确保房地产市场平稳发展。
平台经济	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。	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。
对外开放	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。	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。
会议精神	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, 进一步加强部门间政策协调, 充分发挥货币信贷政策效能, 把握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。	坚持稳中求进工作总基调, 完整、准确、全面贯彻新发展理念, 加快构建新发展格局, 着力推动高质量发展。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, 落实好稳经济一揽子政策和接续政策, 充分发挥货币信贷政策效能, 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, 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, 为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。

资料来源: 万得, 中银证券

保持信贷节奏平稳，货币政策精准有力。对于当前经济形势的判断，一季度例会删去了“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力仍然较大”，新增表述为“国内经济呈现恢复向好态势”，表达出一季度经济形势相对去年四季度边际复苏的趋势。在货币政策目标上，一季度例会删去了保持信贷“总量有效增长”，新增表述为保持信贷“合理增长、节奏平稳”，同时删去了“逆周期调节”、“加大”稳健货币政策实施力度等表述，结合 2023 年一季度新增人民币贷款达到 10.6 万亿元，同比多增 2.26 万亿元，信贷修复程度较往年同期水平偏高，可以看出在经济复苏的背景之下，央行对于下阶段货币政策目标有所修正，从加大力度转变为精准有力，后续信贷投放可能更趋平稳。此外，对于外部经济的判断，一季度例会删去了“外部环境动荡不安”，新增表述为“国际金融市场波动加剧”，反映出央行对于外部银行业危机的关注。

结构性工具有进有退。对应货币政策目标的变化，货币政策工具力度也有所调整。从量上来看，结构性工具的使用从“继续做好‘加法’”调整为“聚焦重点、合理适度、有进有退”，依旧延续了今年 1 月 29 日以来对于结构性工具的提法，其中碳减排支持工具、煤炭清洁高效利用专项再贷款、交通物流专项再贷款延续实施，普惠养老再贷款则适时到期，实现了结构性工具新的三点目标。具体数值来看，结构性工具成为中长期流动性的重要投放方式，体量与降准相当。2022 年两次降准释放大约 10300 亿元。央行发布的结构性货币政策工具情况表中，2022 年 12 月末结构性工具余额为 64465 亿元，环比 9 月末增长 9004 亿元，其中阶段性工具环比增长 8145 亿元，其中抵押补充贷款、科技创新再贷款、设备更新改造贷款分别贡献 62.0%、14.7%、10.0%。

融资成本稳中有降。从价上来看，企业综合融资成本和个人消费信贷成本的目标从“推动降低”调整为“稳中有降”，与 2022 年四季度央行货币政策执行报告中“综合融资成本稳中有降”保持一致。居民信贷成本方面，尽管今年以来三重压力有所缓解，工业生产端和居民消费端均呈现复苏，但需求收缩局面仍未完全改善，央行一季度城镇储户调查问卷中倾向于“更多消费”的居民占 23.2%，与 2021 年二季度 25.1% 相比仍然偏低，个人消费信贷成本仍有调整需求。企业融资成本方面，由于银行贷款意愿较高且再贷款工具提供的利率普遍偏低，企业信贷成本持续下降，2022 年 12 月末企业贷款加权平均利率已降至 3.97%。综合来看，个人消费信贷成本调整可能性更高。

利率自律机制显示成效。除市场融资主体的融资成本外，对于银行融资成本，一季度例会中也新增了表述为“存款利率市场化调整机制作用有效发挥”。4 月 8 日以来部分中小银行下调存款利率，一方面减小自身净息差压力，另一方面降低实体企业资金空转程度，更好地发挥了存款利率市场化调整机制的作用。

此外，房地产政策方面，一季度例会新增表述“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”，主要关联 2 月 24 日发布的《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，其中重点提及了加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度、支持发放住房租赁经营性贷款等方面内容。

总体来看，一季度例会对于货币政策的目标有所修正，从加大力度转变为精准有力，我们认为两点值得关注：1. 后续信贷投放可能更趋平稳。2023 年一季度信贷回升幅度较大，同比多增 2.26 万亿元，达到去年全年 49.7%，结合央行删去“三重压力”的判断，信贷投放或适当收敛。2. 结构性工具有进有退。从一季度中长期流动性投放来看，总量性工具占据主导，其中降准和中期借贷便利分别贡献约 5000 亿元和 5590 亿元，结构性工具中如果抵押补充贷款新增较少，其余再贷款工具增量可能有限。但结合融资成本稳中有降的表述，低成本的结构工具仍将持续实施。

风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371