

“合理适度”的利率是什么水平？ ——2023年一季度货币政策执行报告解读

■ 证券研究报告

分析师：陈兴

SAC 证书编号：S0160523030002

chenxing@ctsec.com

联系人：谢钰

xieyu01@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通宏观陈兴团队】经济重启，融资先行——2月金融数据解读》2023-03-11

2. 《【财通宏观陈兴团队】信贷结构在好转——3月金融数据解读》2023-04-11

3. 《【财通宏观陈兴团队】居民“去杠杆”再现——2023年4月金融数据解读》2023-05-11

核心观点

- ❖ **贷款利率由降转升。**一季度金融机构贷款利率较去年四季度回升 20bp 至 4.34%；其中，一般贷款利率和房贷利率下行，而票据利率显著上行。3月末，金融机构超额准备金率降至 1.7%，但与去年同期持平。
- ❖ **利率水平“合理适度”，降息期待不宜过高。**针对备受关注的利率，央行在专栏中特别提及利率水平不宜持续偏高或偏低，决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。我们预计，短期政策利率调降的概率不大，结构性货币政策工具或仍是主要的调控手段。
- ❖ **存款释放有望带动 M2 增速回落。**今年 M2 和人民币存款延续高增，首先，与稳增长政策加力密不可分；其次，企业和居民理财资金回流为表内存款；最后，市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升。展望来看，随着预期好转以及经济加快恢复，居民前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，带动 M2 和存款平稳增长。
- ❖ **硅谷银行破产对我国影响可控，但仍需防范境外风险输入。**央行表示，硅谷银行破产对我国金融市场影响可控，但提出将加快推进金融稳定法制建设、加强金融风险监测和预警并完善金融风险处置资源。结合新增“强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导”的表述，我们认为，央行对于金融风险的重视和防范持之以恒，对于中小机构的监管力度或将进一步加强。
- ❖ **经济并未通缩，CPI 预计低位波动。**央行在本篇报告两度强调当前我国经济没有出现通缩。年初以来物价的回落主要由供给能力较强、需求复苏偏慢以及基数效应三个因素导致。央行指出，在去年同期高基数的背景下，未来几个月 CPI 预计低位窄幅波动，而下半年 CPI 中枢或温和抬升。我们认为，当前核心 CPI 的稳定也体现了经济的内在韧性，伴随着基数效应拖累减弱以及需求支撑增强，CPI 或将逐步从底部回升。
- ❖ **注重预期引导，支持更加稳固。**在下一阶段货币政策的思路，首先，**货币政策更加注重对于预期的引导**，央行在货政报告中专门增加了“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”的表述；其次，**央行强调货币政策要“总量适度，节奏平稳”**，我们预计，对实体经济充裕的融资支持年内不会消除，值得注意的是，报告中也删除了去年 Q4 出现的“坚持不搞‘大水漫灌’”的表述；第三，**结构性货币政策工具增加对房地产领域的支持**，央行在货政报告中专门提到，要“推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效”，这有利于地产市场景气度的恢复，也会助力地产销售改善向投资端的传导；最后，**农业农村基建值得关注。**
- ❖ **风险提示：**政策变动，经济恢复不及预期。

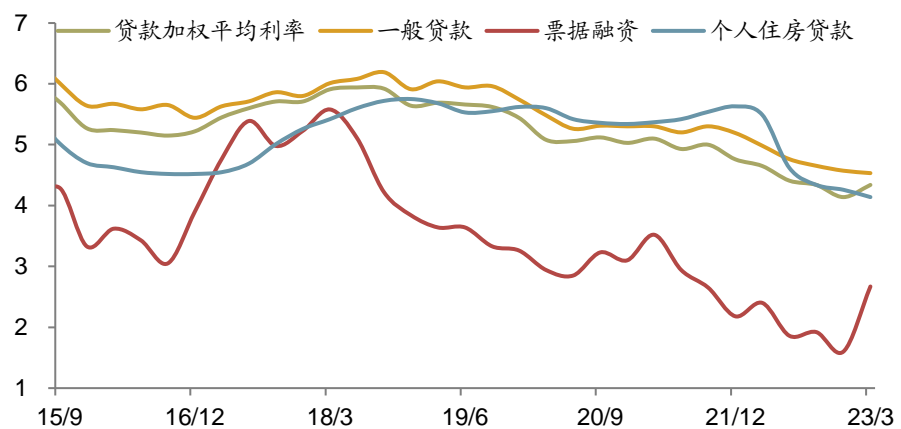
图表目录

图 1. 我国金融机构人民币贷款利率 (%)	3
图 2. 我国和美国利率走势 (%)	4
图 3. 居民和企业存款同比多增额及 M2 增速	4
图 4. 硅谷银行历年资产端构成 (%)	5
图 5. 历年同期 CPI 环比增速 (%)	6

事件：央行发布 2023 年第一季度货币政策执行报告，报告指出，下一阶段，稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳。

贷款利率由降转升。央行公布今年一季度金融机构贷款利率较去年四季度回升 20bp 至 4.34%；其中，一般贷款利率下行 4bp 至 4.53%，房贷利率延续下行 12bp 至 4.14%，为 2008 年 12 月以来新低水平，而票据利率显著上行 107bp 至 2.67%，创 2021 年 9 月以来的新高。3 月末，金融机构超额准备金率为 1.7%，较 2022 年末下行 0.3 个百分点，但与去年同期持平。

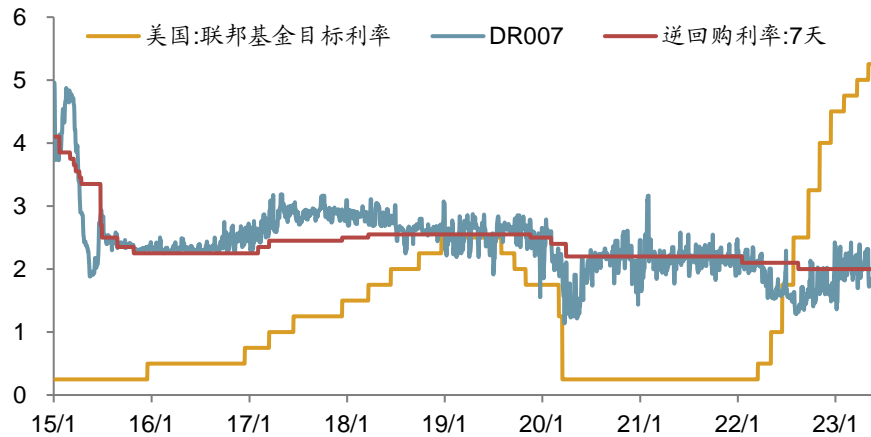
图1.我国金融机构人民币贷款利率（%）



数据来源：WIND，财通证券研究所

利率水平“合理适度”，降息期待不宜过高。Q1 报告在政策展望部分指出，要“完善”央行政策利率体系，并新增了“保持利率水平合理适度”的要求。随着 5 月 MLF 小幅超量平价续作，市场对于降息的预期再度落空，针对备受关注的利率，央行在专栏中特别提及利率水平不宜持续偏高或偏低，应采取“缩减原则”，符合“居中之道”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。换句话说，也就是**央行会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**。举例来说，2018 年、2020 年和 2022 年全球主要央行分别大幅加息、大幅降息和再度持续大幅加息，而央行在这三个时期分别仅上调政策利率 5bp、下调 20bp 和下调 20bp，政策利率波动极小。对于下阶段的货币政策，央行延续“稳健”的表达，并提出要“合理把握宏观利率水平”，我们预计，**短期政策利率调降的概率不大，结构性货币政策工具或仍是主要的调控手段**。

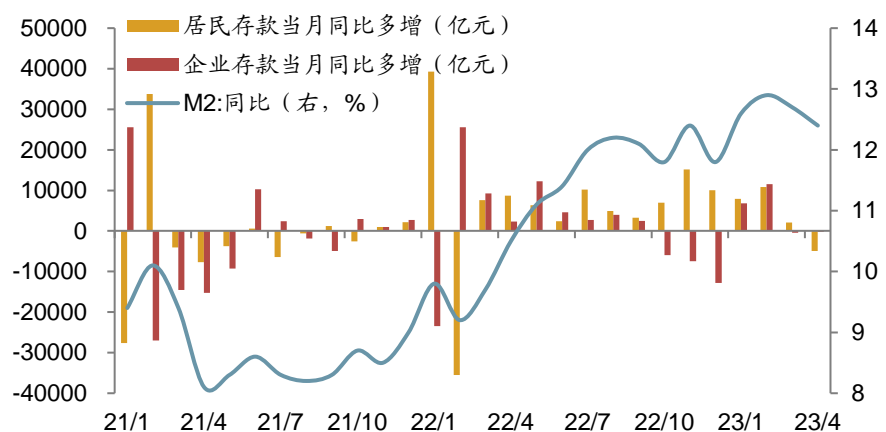
图2.我国和美国利率走势 (%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

存款释放有望带动 M2 增速回落。针对今年 M2 和人民币存款延续高增的现象，央行在专栏中特别提出其与实体经济的关系要合理看待。理论上来说，货币与存款的增长一是经济增长驱动、二是转轨阶段的货币化需求，我国也有居民储蓄习惯和统计口径大的特殊原因。实践中，**首先**，M2 和存款的快速增长与稳增长政策加力密不可分；**其次**，随着理财打破刚兑、净值化后，利率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 走高；**最后**，疫后经济循环尚未完全畅通，导致货币流通速度降低，因此市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升。针对 M2 增速与通胀和经济增速间的缺口，央行指出是政策效果显现、需求恢复存有时滞所致。**展望来看**，随着预期好转以及经济加快恢复，居民前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，带动 M2 和存款平稳增长。

图3.居民和企业存款同比多增额及 M2 增速

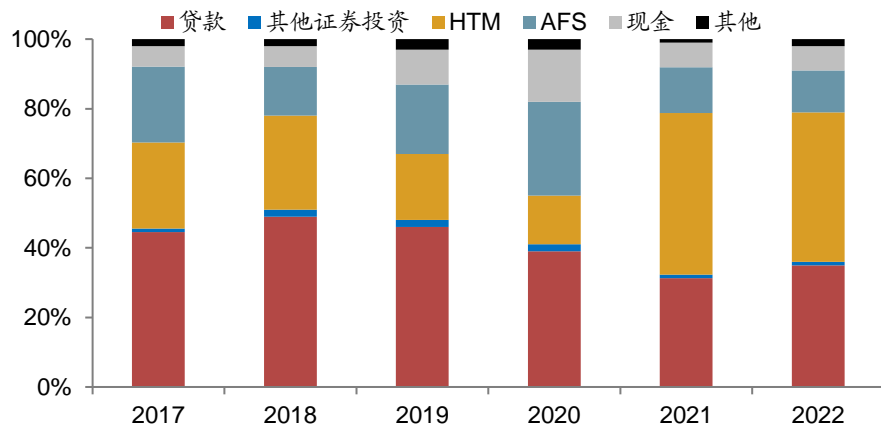


数据来源：WIND，财通证券研究所

硅谷银行破产对我国影响可控，但仍需防范境外风险输入。在海外金融市场波动较大的背景下，央行本篇报告对于境外风险的着墨明显增多，且以专栏的形式详细了解了硅谷银行破产经过以及对我国的启示。央行表示，硅谷银行破产对我国金融

市场影响可控，我国金融体系运行也较为稳健，但提出以下四点反思，**第一**，货币政策应避免大放大收；**第二**，中小金融机构的监管应重视；**第三**，处置金融风险要迅速且强力；**第四**，是银行资产负债结构的稳定性应关注。针对于此，央行提出下一步将加快推进金融稳定法制建设、加强金融风险监测和预警并完善金融风险处置资源。结合 Q1 报告在金融风险防范方面新增的“强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导”的表述，我们认为，**央行对于金融风险的重视和防范持之以恒，对于中小机构的监管力度或将进一步加强。**

图4.硅谷银行历年资产端构成(%)

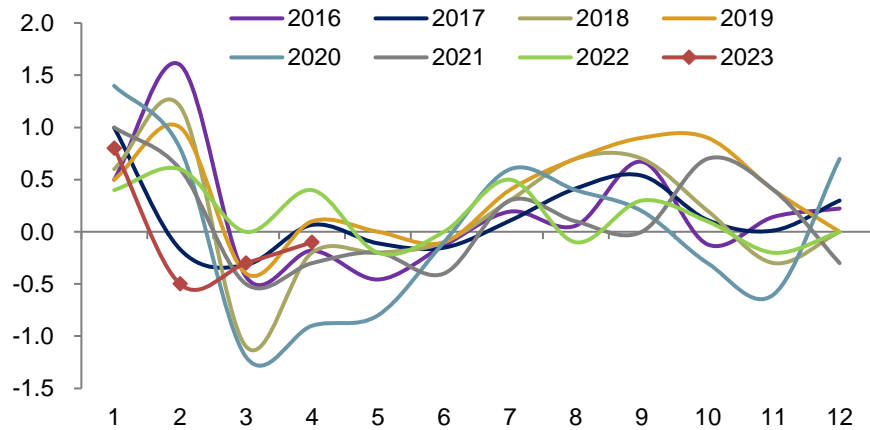


数据来源：WIND，财通证券研究所

经济并未通缩，CPI 预计低位波动。央行在本篇报告的展望部分指出，“我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础”。此外，央行在专栏中再度强调，通缩指的是价格持续负增、货币供应量呈下降趋势，且伴随经济衰退，对比来看，**当前我国经济并没有出现通缩。**针对今年以来 CPI 和 PPI 增速的连续走低，央行指出，只要经济保持正常增长态势，则无需夸大 CPI 阶段性下行的影响；而 PPI 的波动本就相对较大，其不能代表总体物价水平的趋势。

具体来看，年初以来物价的回落主要由供给能力较强、需求复苏偏慢以及基数效应三个因素导致。央行指出，在去年同期高基数的背景下，未来几个月 CPI 预计低位窄幅波动，而下半年 CPI 中枢或温和抬升。从环比增速上来看，4 月 CPI 处在历年同期中等水平，并没有体现出很弱的季节性，而核心 CPI 的稳定也体现了经济的内在韧性。我们认为，伴随着基数效应拖累减弱以及需求支撑增强，CPI 或将逐步从底部回升。

图5.历年同期CPI环比增速(%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

注重预期引导，支持更加稳固。一季度我国经济快速恢复，三重压力得到缓解，但同时，今年Q1货币政策执行报告中，央行对于国内经济形势的判断延续了4月底政治局会议“国内经济内生动力还不强，需求仍然不足”的表述，在分析物价时同样指出“需求复苏偏慢”。外部环境方面，2023年Q1货政报告强调了海外金融稳定风险有所上升。基于这样的判断，在下一阶段货币政策的思路上，首先，**货币政策更加注重对于预期的引导**，这同4月底政治局会议的表态一脉相承，央行在货政报告中专门增加了“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”的表述；其次，**央行强调货币政策要“总量适度，节奏平稳”**，在前期信贷投放靠前发力的情况下，4月信贷投放节奏略有放缓，但我们预计，对实体经济充裕的融资支持年内不会消除，货政报告也提到要为实体经济提供“**稳固**”的支持，值得注意的是，报告中也删除了去年Q4出现的“坚持不搞‘大水漫灌’”的表述；第三，**结构性货币政策工具增加对房地产领域的支持**，央行在货政报告中专门提到，要“推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效”，我们认为，这有利于地产市场景气度的恢复，也会助力地产销售改善向投资端的传导；最后，**农业农村基建值得关注**。央行在货政报告展望中特别强调了金融对农业农村基础设施建设的重点支持，结合在年内基建高增可期的背景下，我们认为，该部分投资的扩张机会值得关注。

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通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本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。