

一季度货政执行报告点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

 分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

 分析师：杨飞（执业 S1130521120001）
 yang_fei@gjzq.com.cn

 分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

一季度报告，透露了什么？

事件：

5月15日，央行发布2023年一季度货币政策执行报告。

央行对国内经济研判中性、但并未通缩，外部环境“更趋复杂严峻”

央行对国内经济判断相对中性，对海外基本面判断更加谨慎。一季度货币政策执行报告指出，“经济增长好于预期”，比四季度“经济循环将更为顺畅”更偏中性，同时强调“国内经济内生动力还不强、需求仍然不足”，主要缘于疫情“伤痕效应”、居民收入预期尚在修复、青年人就业压力、消费复苏可持续等。相较国内，外部环境从四季度的“依然复杂严峻”变成“更趋复杂严峻”，除增长放缓、通胀高位外，另增地缘冲突、国际金融市场波动加剧等问题。

政策对通胀关注度较高，强调“当前经济没有通缩”。报告指出，今年以来物价涨幅阶段性回落，主要与供需恢复时间差和基数效应等有关，并非通缩。通缩主要指价格持续负增长且伴随经济衰退，当前我国物价仍在温和上涨，金融数据表现良好，经济运行持续好转，不符合通缩的特征。这与我们在《通缩讨论，可以休矣》中的观点不谋而合。

货币政策精准有力、政策利率变化的可能性较低，信贷政策不再突出“增长”、强调“节奏平稳”

货币政策基调未变、依然“精准有力”，强调保持“利率水平合理适度”。相较于去年四季度，一季度货币政策基调延续“精准有力”，或指向稳增长财政加力、货币配合，更加侧重结构性引导，与新增的“总量要适度”相互印证。同时，新增“保持利率水平合理适度”的同时，并在专栏1中指出实际利率总体略低于潜在经济增速，或指向通过下调政策利率引导贷款利率回落的概率相对较低。

信贷政策不再突出“增长”、强调节奏平稳，结构性工具也突出“合理适度、有进有退”。相较于四季度的“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，一季度报告增加侧重“把握信贷投放节奏和力度”。操作层面，结构性货币政策工具方面，“实施好普惠小微贷款支持工具...”、“实施好碳减排支持工具”等，结合一季度工具使用进度来看，普惠小微贷款支持工具、碳减排等支持工具使用完成进度在40%-70%左右，普惠养老专项再贷款等才刚刚开始使用。

其他方面：专栏2指出M2高增是政策发力、市场主体行为变化等的体现；防风险依然是政策重心

专栏2中指出，M2高增是宏观政策发力、市场主体行为变化的体现，并不意味资金“空转”加剧。去年以来，稳增长一揽子政策陆续实施，配套资金先行到位，表现为金融数据领先于经济数据。同时，银行购债力度加大、居民理财回表、预防性储蓄上升等共同推升M2。M2与通胀、经济增速间存在一定缺口，与需求恢复时滞等有关；我们在《资金“空转”加剧的幻象》中也提及相似观点，并指出伴随资金对实体支持效果逐步显现，经济修复动能将持续增强。

政策对防风险的关注度依然较高，更加侧重于“早期纠正”等。政策基调部分，四季度报告强调“持之以恒做好风险防范化解”，并突出要“稳步开展早期纠正”等。另设专栏详细论述硅谷银行事件始末，并提出对国内的启示，主要包括：货币政策应避免大放大收、重视中小金融机构监管、处置金融风险要迅速且强力、及关注银行资产负债结构的稳定性等。此外，地产“房住不炒”基调不变，强调“有效防范化解优质头部房企风险”等。

风险提示

政策落地效果不及预期，疫情反复。

图表1: 2023年一季度与2022年四季度货币政策执行报告主要内容比较

	2022Q4	2023Q1
经济形势分析	<p>展望2023年,我国经济运行有望总体回升,经济循环将更为顺畅...当前外部环境依然严峻复杂,国内经济恢复的基础尚不牢固...发达经济体通胀仍处高位,加息进程尚未见顶,对我国经济的影响加深...从国内看,疫情演进的扰动影响仍需关注,居民储蓄向消费转化的动能有待观察,房地产业转向新发展模式尚需时日,地方财政收支平衡压力持续存在,人口增长红利消退、绿色转型推进等也可能带来中长期挑战...着力扩大国内需求,保持外贸外资稳定,巩固和拓展经济运行回升势头...</p> <p>预计通胀水平总体保持温和,也要警惕未来通胀反弹压力...我国经济供需大体平衡,货币政策保持稳健,居民通胀预期平稳...对未来国内物价走势的不确定性也需关注,疫情防控优化后消费动能可能逐步升温...劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响;各方面政策累积效果还在逐步显现;...海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导,要加强监测研判,持续关注通胀反弹压力...</p>	<p>我国经济增长好于预期。2023年以来,我国社会全面恢复常态化运行,需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解...展望未来,经济延续复苏态势有诸多有利条件...当前外部环境更趋复杂严峻,国内经济内生动力还不强、需求仍然不足...主要央行政策紧缩效应显现,国际金融市场波动加剧,不稳定、不确定、难预料因素较多。从国内看,疫情“伤痕效应”尚未消退,居民收入预期还在恢复,青年人就业压力较大,消费复苏动能的可持续性面临挑战,政府投资撬动社会投资仍存制约,全球经济增长放缓也可能使外需持续承压...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。</p> <p>物价水平温和上涨,下半年可能逐步回升...当前我国经济还处于恢复发展过程中,有效需求不足仍是主要矛盾,二季度CPI涨幅可能继续保持低位;随着政策效果持续显现,市场需求稳步恢复,供需缺口趋于弥合,对价格的带动会逐步增强,加之基数效应消退,下半年通胀中枢有望温和回升,CPI可能逐步向往年均值水平靠拢。</p>
政策基调	<p>稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节,既着力支持扩大内需...又兼顾短期和长期,经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡,坚持不搞“大水漫灌”...保持信贷总量有效增长...助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应...结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退...推动消费有力复苏,增强经济增长潜能。持续发挥政策性开发性金融工具的作用,更好地撬动有效投资...推动降低企业融资和个人消费信贷成本。密切关注通胀走势变化,支持能源和粮食等保供稳价,保持物价水平基本稳定...增强人民币汇率弹性,优化预期管理...统筹金融支持实体经济与风险防范,稳步推动重点企业集团、中小金融机构等风险化解...</p>	<p>稳健的货币政策要精准有力,总量适度,节奏平稳,搞好跨周期调节...着力支持扩大内需,为实体经济提供有力、稳固支持,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,提升支持实体经济的可持续性。关注物价走势边际变化,引导稳定社会预期...发挥存款利率市场化调整机制的重要作用,保持利率水平合理适度。结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”,保持再贷款再贴现工具的稳定性,运用好实施期内的阶段性工具...统筹金融支持实体经济与风险防范,强化金融稳定保障体系,防范境外风险向境内传导,守住不发生系统性金融风险的底线...</p>
政策展望	<p>保持货币信贷合理平稳增长...保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配...满足实体经济有效融资需求,增强信贷总量增长的稳定性和持续性。密切关注国内外经济金融走势和主要央行货币政策变化...灵活开展公开市场操作,进一步提高操作的前瞻性、灵活性和有效性</p> <p>发挥结构性货币政策工具的激励引导作用...继续并行实施碳减排支持工具和支农支小再贷款...用好科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款...继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策...推动保交楼贷款支持计划落地生效...</p> <p>推动政策性开发性金融工具加快支付使用,及时跟进配套贷款,强化存续期管理,发挥资金支持项目促投资稳大盘功能...</p> <p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,稳妥实施房地产金融审慎管理制度,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,确保房地产市场平稳发展...</p> <p>继续推进利率市场化改革,畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制,完善中央银行政策利率体系,引导市场利率围绕政策利率波动...坚持市场在汇率形成中起决定性作用,增强人民币汇率弹性,加强预期管理,坚持底线思维,做好跨境资金流动的监测分析和风险防范,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定,发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能...健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系,构建防范化解金融风险长效机制。进一步完善宏观审慎政策框架...丰富宏观审慎政策工具箱,稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...密切关注重点领域风险,继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针,压降存量风险、严控增量风险...健全金融风险问责机制,对重大金融风险严肃追究问责,有效防范道德风险,坚决守住不发生系统性金融风险的底线...</p>	<p>保持货币信贷总量适度、节奏平稳...引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度,按照市场化、法治化原则满足实体经济有效贷款需求,增强信贷总量增长的稳定性和可持续性...密切关注国内外经济金融形势和主要央行货币政策变化...</p> <p>结构性货币政策聚焦重点、合理适度、有进有退...实施好碳减排支持工具和支农支小再贷款,支持符合条件的金融机构为具有显著碳减排效益的重点项目和煤炭煤电的清洁高效利用提供优惠利率资金。继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策,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...</p> <p>持续发挥政策性开发性金融工具的作用,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。</p> <p>牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段,坚持稳地价、稳房价、稳预期,稳妥实施房地产金融审慎管理制度,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,有效防范化解优质头部房企风险,改善资产负债状况,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,促进房地产市场平稳健康发展,推动建立房地产业发展新模式。</p> <p>深化利率汇率市场化改革,以我为主兼顾内外平衡...继续推进利率市场化改革,完善中央银行政策利率体系,健全市场化利率形成和传导机制,引导市场利率围绕政策利率波动...坚持市场在汇率形成中起决定性作用,增强人民币汇率弹性,发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理,坚持底线思维,做好跨境资金流动的监测分析和风险防范,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定...</p> <p>持之以恒做好风险防范化解...丰富宏观审慎政策工具箱,稳步扩大宏观审慎政策覆盖面...密切关注重点领域风险,继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针,统筹发展和安全,压实金融风险处置各方责任,压降存量风险、严控增量风险...更好发挥存款保险功能,稳步开展早期纠正,推动风险早识别、早预警、早纠正、早处置。发挥存款保险市场化、法治化处置平台作用,支持重点区域和机构风险化解...</p>

来源: 中国人民银行、国金证券研究所

风险提示

- 1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地,资金滞留金融体系等。
- 2、疫情反复。国内疫情反复,对项目开工、线下活动等抑制加强。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402