

央行一季度货币政策执行报告点评

如何理解总量适度的信贷政策

北京时间5月15日，央行发布2023年一季度货币政策执行报告。本次报告整体来看较上个季度有所调整，删去了“不搞大水漫灌”措辞，但更加强调“货币信贷总量适度”和“保持利率水平合理适度”。从货币政策导向来看，我们认为后续货币政策操作将会更加注重保守调整和相机抉择，具体来看：1. 为保证全年宏观杠杆率保持基本稳定目标，后续流动性投放可能偏稳，但下半年存在中期借贷便利大额到期的降准时间窗口；2. 政策利率调整需同时顾及金融稳定，LPR下调可能会跟进存款利率下调；3. 不宜夸大CPI阶段震荡的影响，但缓解内需不足仍是货币政策重心，加强与财政政策等协调配合，形成扩大需求的合力是政策关键，预计政策性开发性金融工具仍将扮演重要角色，政策性金融工具的落地时间往往在二季度后，今年下半年政策性开发性金融工具大概率延续。

- **宏观杠杆率限制后续流动性投放力度。**本次报告中，信贷政策保持“总量适度”贯穿全文，可以看出一季度信贷投放水平已达央行预期。鉴于今年货币政策发力靠前，一季度宏观杠杆率上升，比上年末高8个百分点，为达到“全年宏观杠杆率保持基本稳定”的要求，后续流动性投放可能偏稳。从历次货币政策执行报告来看，上次提及“总量适度”为2019年一季度执行报告，对比两个时期的执行报告可以发现，在一季度信贷投放超预期的情况下，央行往往会根据全年目标预调二季度货币政策力度同时引导市场调整预期。
- **下半年存在降准时间窗口。**在货币供给与名义GDP增速基本匹配的要求下，为了适配整个系统的资产负债表扩张，央行每年至少要投放2万亿美元的长期资金。从一季度降准、MLF、结构性工具共投放了超过1.4万亿元中长期流动性来看，下半年仍有每次25bp的1-2次降准空间。其中，二季度资金缺口相对较小，而8月起MLF到期量增加，资金缺口加大，更可能是降准的时间窗口。
- **政策利率调整相对保守，同时关注金融稳定和物价稳定。**本次报告在专栏1中，提及了人民银行的“缩减原则”与“居中之道”，易纲行长曾在PIIE会议中提及这两点，结合来看，这一原则主要是考虑到货币政策的时间滞后性，即政策利率的信号意义。由于政策利率的信用意义大于实质性意义，因此市场利率的形成更多由市场决定。
- **如何理解政策利率合理适度？**本次报告在提出信贷投放总量适度的要求以外，也提出了“保持利率水平合理适度”的要求，综合来看合理适度即意味着同时顾及金融稳定和物价稳定。
- **核心CPI稳定，不宜夸大CPI阶段震荡的影响。**本次报告在专栏4《我国通胀水平处于温和区间》中再次强调了通胀问题。专栏重点提出“当前我国经济没有出现通缩……特别是核心CPI同比稳定在0.7%左右”，就目前情况而言，我国不具备物价水平持续负增长的情况，4月核心CPI也呈现同比稳定、环比上行的趋势，表明央行可以容忍CPI同比水平在一定程度上的震荡，不宜夸大CPI阶段震荡的影响。
- **缓解内需不足是下一阶段工作重心。**本次报告提到“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解……也要看到，国内经济内生动力还不强”，与一季度例会中并未提及“三重压力”形成对比，意味着弱复苏形势对于货币政策考量形成了边际影响。
- **风险提示：**全球通胀上行过快；流动性回流美债；地产修复不及预期。

相关研究报告

《4月金融数据点评：居民去杠杆再现》
20230512

《4月通胀点评：关注生产端降价去库存对盈利的影响》20230511

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)66229353

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

北京时间5月15日，央行发布2023年一季度货币政策执行报告，我们认为以下三方面边际变化值得关注。

如何理解“总量适度”的信贷政策

宏观杠杆率限制后续流动性投放力度。本次报告中，信贷政策保持“总量适度”贯穿全文，分别在摘要、专栏2、宏观审慎制度、专栏4、下阶段政策思路部分一共提及六次，可以看出一季度信贷投放水平已达央行预期。2019年以来货币政策靠前发力逐渐成为常态化，其中2022年一季度新增社融占全年37.6%，若按照2023年全年社融存量同比增速10.1%的中性预期来看，今年一季度新增社融占全年41.2%，同比上升3.6个百分点，达历史最高。鉴于今年货币政策发力靠前，一季度宏观杠杆率上升，比上年末高8个百分点，为达到“全年宏观杠杆率保持基本稳定”的要求，后续流动性投放可能偏稳。

节奏上更接近2019年。从历次货币政策执行报告来看，上次提及“总量适度”为2019年一季度执行报告，该报告专栏1主要提及了“M2/GDP持续上升往往意味着债务积累，这不利于经济结构调整优化，也容易产生金融风险隐患”的观点。对比两个时期的执行报告可以发现不少内容可以相互呼应，两篇报告都以专栏的形式分析了M2较快增长的主要原因，包括高储蓄水平、间接融资为主的融资机构、金融深化、货币流通速度降低等，体现出在一季度信贷投放超预期的情况下，央行往往会根据全年目标预调二季度货币政策力度同时引导市场调整预期。

不过有所不同的是，由于两个时期面临的经济复苏环境并不一样，因此2019年一季度执行报告更强调“结构性去杠杆”和防范风险，而2023年一季度执行报告更突出国内经济内生动力不强、需求不足的特点。需求不足导致了M2增速与通胀和经济增速间的缺口，扩大内需仍需货币政策提供相对宽松环境。

下半年存在降准时间窗口。在货币供给与名义GDP增速基本匹配的要求下，为了适配整个系统的资产负债表扩张，央行每年至少要投放2万亿美元的长期资金。从一季度降准、MLF、结构性工具共投放了超过1.4万亿元中长期流动性来看，下半年仍有每次25bp的1-2次降准空间。其中，二季度资金缺口相对较小，而8月起MLF到期量增加，资金缺口加大，更可能是降准的时间窗口。

图表 1. 一季度社融占比



资料来源：万得，中银证券

注：2023年为社融10.1%情景。

图表 2. M2同比与社融存量同比增速



资料来源：万得，中银证券

“缩减原则”与“居中之道”

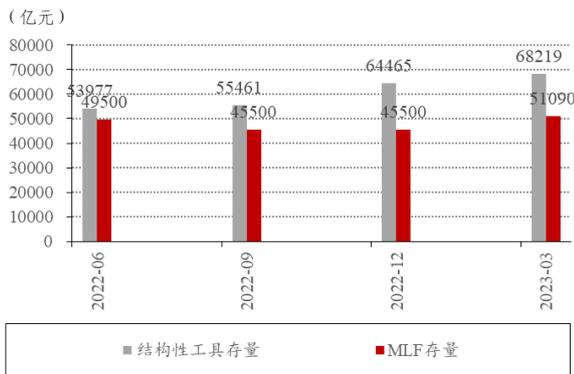
政策利率调整相对保守，同时关注金融稳定和物价稳定。本次报告在专栏1《合理把握利率水平》中，提及了人民银行的“缩减原则”与“居中之道”，易纲行长曾在PIIE会议中提及这两点，结合来看，这一原则主要是考虑到货币政策的时间滞后性，即政策利率的信号意义。由于政策利率牵一发而动全身，因此保守地调整政策利率，更有利于金融稳定和物价稳定，政策利率的过度波动对于金融稳定的冲击主要体现在资产价格的大幅波动可能引发系统性金融危机，对于物价稳定的冲击则主要体现在居民的储蓄消费及企业投融资预期的大幅波动可能引发严重通货膨胀，二者在人民银行的考量中必须同时考虑，这一特点也体现在《合格审慎评估实施办法（2023年修订版）》中新纳入“存款利率市场化定价情况（扣分项）”。

由于政策利率的信用意义大于实质性意义，因此市场利率的形成更多由市场决定，本次报告与易纲行长PIIE演讲中都多次提及这一点。近期多家银行调整存款利率就是由于市场供求关系的变化造成，主要是理财打破刚兑、净值化后，与存款利差逐渐收窄，导致资管产品投资增长放缓、住户部门存款大幅增长，带动存款利率下行。

结构性工具可能影响政策利率的传导。但值得一提的是，结构性工具对于政策利率的信号意义存在影响，可能影响政策利率向市场利率的传导。随着结构性工具投放比重越来越大，这一工具的体量也逐渐膨胀，而结构性工具利率普遍偏低，因此客观上造成了央行投放的基础货币价格比政策利率即1年期中期借贷便利更低，一定程度上可能影响了政策利率的传导。

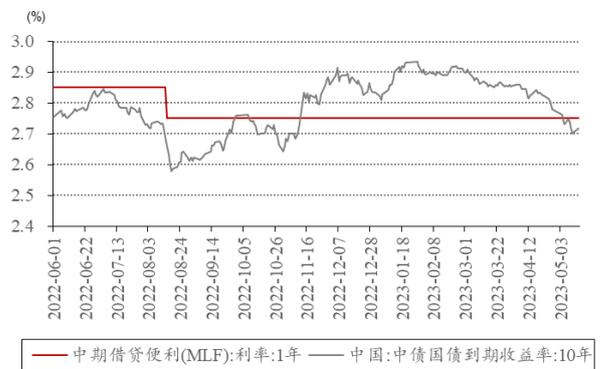
如何理解政策利率合理适度？本次报告在提出信贷投放总量适度的要求以外，也提出了“保持利率水平合理适度”的要求，综合来看合理适度即意味着同时顾及金融稳定和物价稳定。就目前而言，存款利率的调整有助于金融稳定，核心CPI同比稳定意味着当前并未形成通缩，近期政策利率相对合理，但由于内需仍旧不足、“伤痕效应”持续，下半年依旧存在不确定性。

图表 3. 结构性工具与 MLF 存量



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 政策利率与市场利率



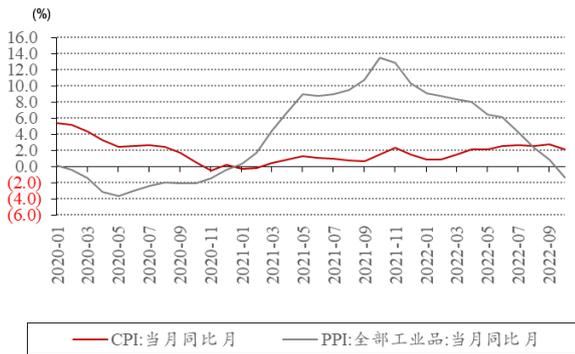
资料来源：万得，中银证券

通胀水平的稳定基础

核心 CPI 稳定，不宜夸大 CPI 阶段震荡的影响。本次报告在专栏 4《我国通胀水平处于温和区间》中再次强调了通胀问题。与 2022 年二季度报告强调结构性通胀压力不同，本次报告主要分析了 CPI 阶段性回落的原因，主要为供给能力较强、需求复苏偏慢、基数效应明显。值得注意的是，专栏重点提出“当前我国经济没有出现通缩……特别是核心 CPI 同比稳定在 0.7% 左右”，就目前情况而言，我国既不具备物价水平持续负增长的情况，4 月核心 CPI 也呈现同比稳定、环比上行的趋势，表明央行可以容忍 CPI 同比水平在一定程度上的震荡，与 2019 年底、2022 年中类似，不宜夸大 CPI 阶段震荡的影响。

缓解内需不足是下一阶段工作重心。市场对于通缩的看法主要由两方面构成，其一是内需不足造成的物价回落，其二在于居民资产负债表收缩导致的居民消费意愿不足，在专栏 4 央行提及了这两点问题，主要症结仍在于需求不足。本次报告提到“需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解……也要看到，国内经济内生动力还不强”，与一季度例会中并未提及“三重压力”形成对比，意味着弱复苏形势对于货币政策考量形成了边际影响。

图表 5. CPI 与 PPI 同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 6. CPI 与核心 CPI 同比



资料来源: 万得, 中银证券

后续的货币政策方向

本次报告整体来看较上个季度有所调整, 删去了“不搞大水漫灌”措辞, 但更加强调“货币信贷总量适度”和“保持利率水平合理适度”。从货币政策导向来看, 我们认为后续货币政策操作将会更加注重保守调整和相机抉择, 具体来看: 1. 为保证全年宏观杠杆率保持基本稳定目标, 后续流动性投放可能偏稳, 但下半年存在中期借贷便利大额到期的降准时间窗口; 2. 政策利率调整需同时顾及金融稳定, LPR 下调可能会跟进存款利率下调; 3. 不宜夸大 CPI 阶段震荡的影响, 但缓解内需不足仍是货币政策重心, 加强与财政政策等协调配合, 形成扩大需求的合力是政策关键, 预计政策性开发性金融工具仍将扮演重要角色, 政策性金融工具的落地时间往往在二季度后, 今年下半年政策性开发性金融工具大概率延续。

风险提示: 全球通胀上行过快; 流动性回流美债; 地产修复不及预期。

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任何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