

2023年05月16日

货币政策突出三“稳”——Q1央行货币政策报告点

宏观研究团队

评

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

事件：2023年5月15日央行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

● **经济：增长好于预期，但海外全球格局重塑、国内内生动力需求不足**

央行对外部环境的担忧有增无减，存在高通胀、金融机构稳定风险、全球格局日趋复杂等问题。央行指出全球主要经济体增长放缓，高通胀较为顽固；海外金融稳定风险上升；美联储货币政策不确定性加大；关注全球秩序加速演变的可能性。全球各国分工模式面临调整，逆全球化趋势逐渐明确，海外局势更加复杂多变。国内经济增长好于预期，但内外挑战仍存。海外通胀难退、增长放缓、发达经济体货币政策和金融市场不确定性或对我国造成影响。国内稳增长压力来自于内生动力和需求不足。

● **物价：物价将温和回升，无需担忧通缩**

央行对于未来通胀反弹的担忧有所缓和，并强调当前我国经济没有出现通缩。央行表示“物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升”，暗示通胀上行的风险相对缓和。专栏4《我国通胀水平处于温和区间》指出，2023年物价涨幅阶段性的回落，主要原因为疫情放开后供给恢复较强、但需求复苏偏慢出现缺口，以及2022年的基数效应。随着经济内生恢复增强，供需缺口有望弥合，CPI涨幅将低位震荡后温和回升；不存在长期通缩或通胀的基础。对于后续通胀，我们认为CPI同比先下后上，PPI通缩降幅预计不大。

● **货币&信贷政策：“稳”货币、宽信用、稳利率**

货币政策方面表述变化不大，突出三个“稳”：货币政策的稳健性、再贷款再贴现的稳定性、货币信贷节奏的平稳性；信用仍趋走宽，适度调整节奏，我们认为后续降准、降存款利率、降LPR概率仍存。结构性货币工具的发行和使用已进入平稳阶段，后续将推动结构性工具对普惠、科技、绿色等重点领域的常规化支持。

(1) **流动性方面**，新增“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”，对应一季度人民币信贷和社融强势增长之后，信贷投放将保持平稳适当节奏，4月金融数据也已经开始边际回落，但总体看2023年信用会继续走宽。

(2) **利率方面**，增加“保持利率水平合理适度”，“下一阶段主要政策思路”中延续指出“着力稳定银行负债成本；推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，因此降存款利率和降LPR概率仍存。央行作专栏1《合理把握利率水平》，指出我国利率政策考虑当前经济金融形势，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，从而降低政策利率的波动。因此，央行一直保持着以我为主的宏观调控定力。向后看，央行将延续“稳健”的利率决策，合理把控宏观利率水平。

● **房地产&金融风险：关注住房租赁金融、房地产发展新模式**

《报告》新增“加快完善住房租赁金融政策体系”以及“推动建立房地产业发展新模式”。预计后续地产供需政策加码力度或不大，但不会转向收紧，关注房地产业发展新模式。政策在逐步落实完善住房租赁金融政策体系。预计住房租赁市场和商业地产REITs将成为地产行业新的增长点。金融风险新增“防范境外风险向境内传导”，体现硅谷银行为主的美国银行业危机事件对央行起到警示作用。

其他：实体需求回升将带动储蓄释放，关注经济“新均衡”。央行在专栏2《如何看待M2和存款增长》中表示：近期M2和存款的高速增长源于稳增长政策传导显著、货币政策充分发力。而居民和企业部门需求恢复滞后提高货币持有量和预防性储蓄。央行认为后续随着经济恢复，居民消费和投资意愿回升会带动超额储蓄释放，存款增速有望回落。我们提示，当经济结构转型结束，居民资产负债表和经济增速均会迎来一个新的均衡，也将开启“消费新时代”。

● **风险提示：**经济超预期下行；政策力度不及预期。

相关研究报告

《国资央企要加快推动高质量发展——宏观周报》-2023.5.14

《服务消费恢复是最大亮点——4月通胀数据点评——宏观经济点评》-2023.5.14

《居民降杠杆下的经济新均衡与消费新时代——宏观经济点评》-2023.5.12

目 录

1、 经济：增长好于预期，但外部全球格局重塑、内部内生动力需求不足.....	3
2、 物价：物价将温和回升，无需担忧通缩.....	3
3、 货币&信贷政策：“稳”货币、宽信用、控利率.....	4
4、 房地产：关注住房租赁金融等房地产发展新模式.....	6
5、 金融风险：境外风险对金融监管的警示和启示.....	7
6、 实体需求回升将带动储蓄释放，关注经济“新均衡”.....	7
7、 风险提示.....	7

图表目录

图 1： 美联储加息后期银行倒闭数量较多.....	3
图 2： 服务消费复苏对宽信用的效果有限.....	3
图 3： CPI 和 PPI 预测.....	4
图 4： CPI-PPI 预测.....	4
图 5： 4 月信贷社融增速放缓.....	5
图 6： 资金利率围绕政策利率波动.....	5
图 7： 一季度金融机构贷款余额增速显著增长.....	6
图 8： 4 月房价总体呈下行趋势.....	6
图 9： 货币供应量增速与名义经济增速出现一定背离.....	7

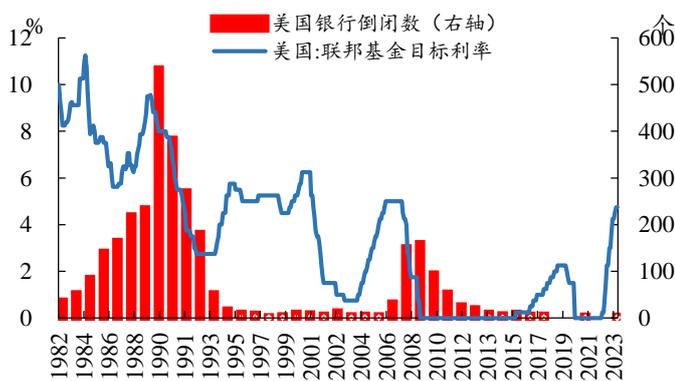
1、经济：增长好于预期，但外部全球格局重塑、内部内生动力需求不足

(1) 全球经济方面，央行对外部环境的担忧有增无减，存在高通胀、金融机构稳定风险、全球格局的不确定性等问题。首先，全球主要经济体增长放缓，高通胀较为顽固。美欧为主的发达经济体劳动力供给不足仍未解决，服务通胀韧性较强。其次，海外金融稳定风险上升，其本质是利率上升引发银行账面资产亏损、非金融企业偿债压力增加，以及对中小银行监管的疏漏等。此外，海外银行业危机让美联储货币政策决策陷入两难，不确定性加大。最后，央行指出全球秩序加速演变的可能性。地缘政治引发的制裁使全球各国分工模式面临调整，逆全球化趋势逐渐明确，即“全球产业链供应链格局朝着区域化、本土化的方向加速重塑”。

(2) 国内经济增长好于预期，但内外挑战仍存。海外通胀难退、增长放缓、发达经济体货币政策和金融市场不确定性或对我国造成影响。国内稳增长压力来自于内生动力和需求不足。消费方面，央行认为疫情“伤痕效应”下居民收入、就业还未充分恢复，担忧“消费复苏动能的可持续性”；投资方面，政府投资对社会投资的拉动有限；全球增长放缓导致外需承压，或不利于我国出口恢复持续性。

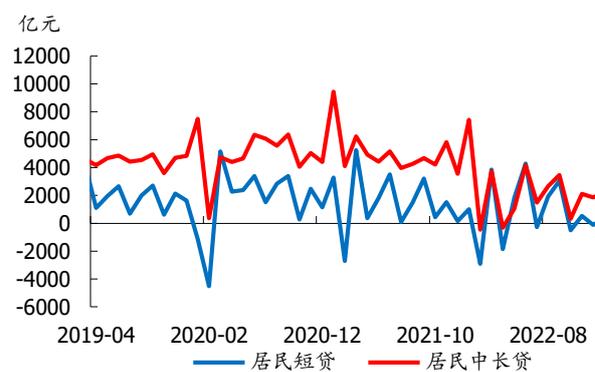
(3) 政策基调表述延续 4.28 政治局会议的中性偏积极。坚持“稳中求进”、扎实推进中国式现代化。强调对民营经济、市场主体的支持，例如“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”。值得注意的是，本次央行删除“加大宏观政策调控力度”。但总体不改延续稳增长基调，“乘势而上，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。

图1：美联储加息后期银行倒闭数量较多



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：服务消费复苏对宽信用的效果有限



数据来源：Wind、开源证券研究所

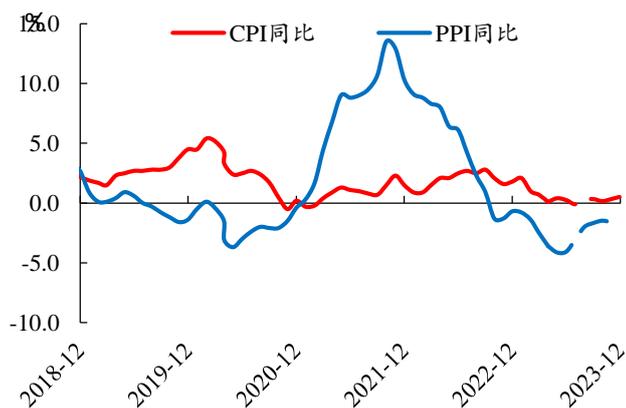
2、物价：物价将温和回升，无需担忧通缩

央行对于未来通胀反弹的担忧有所缓和，并强调当前我国经济没有出现通缩。相较于2022Q4报告“也要警惕未来通胀反弹压力”的担忧，本次央行认为“物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升”，暗示通胀上行的风险相对缓和。《报告》专栏四《我国通胀水平处于温和区间》指出，我国历史上曾多次出现CPI阶段性下行，

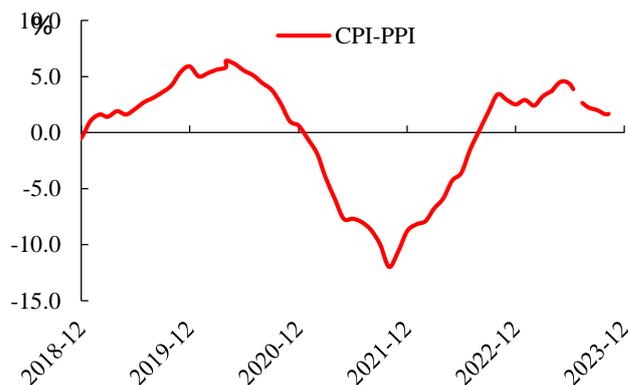
但并不影响宏观经济走势。2023 年物价涨幅阶段性的回落，主要原因为疫情放开后供给恢复较强、但需求复苏偏慢出现缺口，以及 2022 年的基数效应。央行再次指明，“当前我国经济没有出现通缩”。短期来看，随着基数降低，经济内生恢复增强，供需缺口有望弥合，CPI 涨幅将在低位震荡后温和回升；中长期来看，不存在长期通缩或通胀的基础。

对于后续通胀，我们认为 CPI 同比先下后上，PPI 通缩降幅预计不大。

CPI 方面，向后看，蔬菜价格将回落、猪价上半年难大幅上涨，下游接触性服务消费需求持续修复，核心通胀将继续温和回升，非食品消费表现可能与季节性相似，**后续 CPI 同比预计先下后上，受基数因素等影响，全年预测我们下修至 0%-1% 之间。**全年 PPI 同比可能整体处于通缩区间，全年同比下修至 -2.3% 左右。不过，基建端有望持续形成实物工作量，需求持续回升，**因此 PPI 通缩幅度预计不大。**由于 2023 年经济支撑一大亮点在于服务消费，我们提示关注核心 CPI，预计后续服务消费将维持上行态势，带动核心 CPI、服务 CPI 继续温和回升，无需担忧通缩和衰退问题。（详情请见《服务消费恢复是最大亮点——4 月通胀数据点评》）

图3: CPI 和 PPI 预测


数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

图4: CPI-PPI 预测


数据来源：Wind、开源证券研究所 虚线代表预测值

3、货币&信贷政策：“稳”货币、宽信用、稳利率

货币政策方面表述变化不大，突出三个“稳”：货币政策的稳健性、再贷款再贴现的稳定性、货币信贷节奏的平稳性；信用仍趋走宽，适度调整节奏，我们认为后续降准、降存款利率、降 LPR 概率仍存。

《报告》中货币政策总基调不改“稳健的货币政策要精准有力”，新增“总量适度，节奏平稳”，应是针对信贷节奏而言。另外，本次《报告》删除“坚持不搞‘大水漫灌’”表述，或指向后续总量政策有一定空间。一方面，近期监管部门要求银行下调协定存款、通知存款利率上限，一定程度上会降低银行负债端成本，但由于这两类存款规模相对有限，更多是起到降银行成本的信号作用。另一方面，部分城市将触发房贷利率上涨至全国统一首套房贷利率下限机制，导致按揭利率出现下调空间。我们认为，**当下实体经济尤其是个人住房和消费信贷需求仍有待恢复，贷款利率有下调的可能。**我们维持年初以来的判断，2023 年是“稳货币+宽信用”，货币政

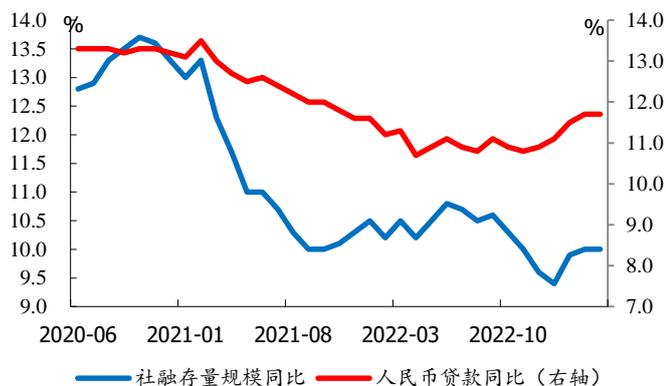
策总量可能是克制的宽松，宽信用保持合理节奏；后续降准、降存款利率、降 LPR 概率仍存。

结构性政策重提 2022 年 Q2-Q3 的“聚焦重点、合理适度、有进有退”，并新增“保持再贷款再贴现工具的稳定性”。表明结构性货币工具的发行和使用已进入平稳阶段，后续将推动结构性工具对普惠、科技、绿色等重点领域的常规化支持。此外，还将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。2023 年 5 月，央行首批租赁住房贷款支持计划试点贷款落地济南，设立 1000 亿元再贷款，用于收购存量住房、扩大保障性租赁住房、长租房供给。该项再贷款对于发展住房租赁市场、扩大租赁供给起到积极作用。此外，《报告》提到“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”，预计后续政策性金融工具可能常态化、分配次推出。

(1) **流动性方面**，新增“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”。我们认为，这对应着一季度人民币信贷和社融强势增长之后，后续信贷投放将保持平稳适当节奏，4 月金融数据也已经开始边际回落，但信用会继续走宽。此外，央行强调要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，体现扩大需求是稳增长的关键。

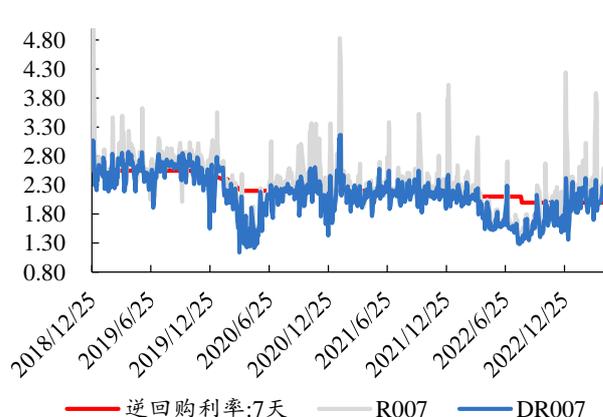
(2) **利率方面**，变化在于增加“保持利率水平合理适度”，“下一阶段主要政策思路”中延续指出“落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”。值得关注的是，央行针对利率作专栏《合理把握利率水平》，讨论了央行历史上对利率引导的效果和采取的主要原则。央行认为，过去二十年，我国实际利率总体略低于潜在经济增速，而近几年我国利率政策采取较为审慎的缩减原则，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，从而降低政策利率的波动。因此，央行一直保持着以我为主的宏观调控定力。向后看，央行将延续“稳健”的利率决策，合理把控宏观利率水平。

图5：4月信贷社融增速放缓

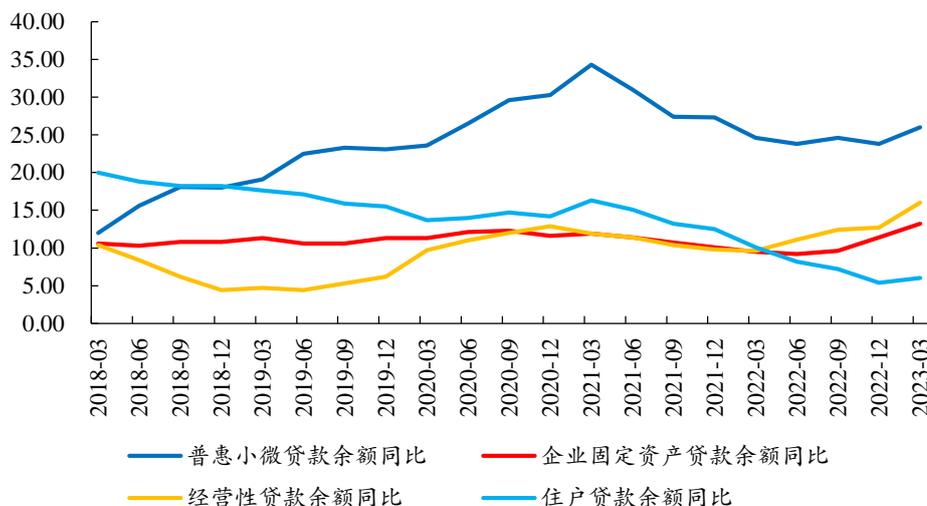


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：资金利率围绕政策利率波动



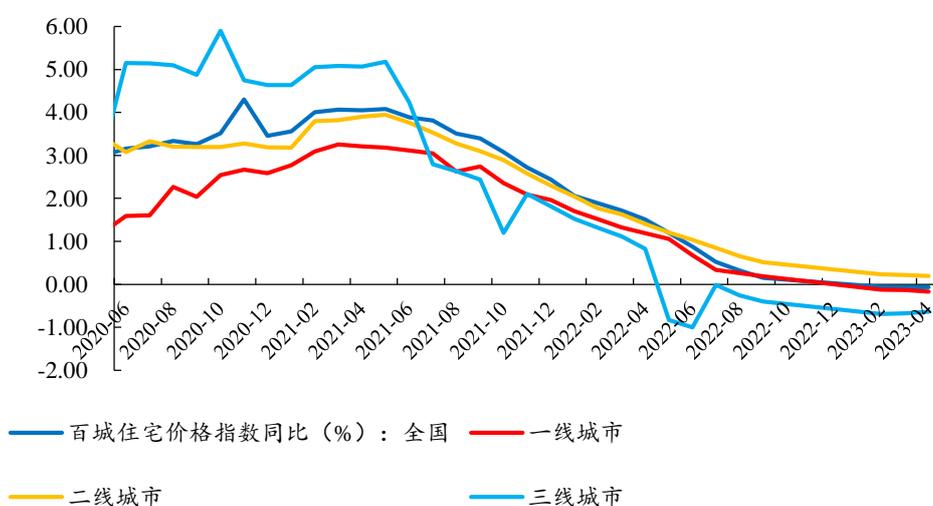
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：一季度金融机构贷款余额增速显著增长


数据来源：Wind、开源证券研究所 单位：%

4、房地产：关注住房租赁金融、房地产发展新模式

房地产方面，《报告》基本延续 2022Q4 报告的表述。供给端“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”，需求端继续支持刚性和改善性住房需求。变化在于新增“加快完善住房租赁金融政策体系”以及“推动建立房地产业发展新模式”。近期房地产销售量缩价跌，我们维持此前判断，预计后续供需政策加码力度或不大，但不会转向收紧，突出房地产新发展模式。需要关注，政策在逐步落实完善住房租赁金融政策体系。据央行总结，2023 年一季度住房租赁贷款同比大幅增长 93.5%。结合上文的租赁住房贷款支持计划，预计后续住房租赁市场和商业地产 REITs 将成为地产行业新的增长点。此外，城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设、房地产长效机制等也需持续关注。

图8：4 月房价总体呈下行趋势


数据来源：Wind、开源证券研究所

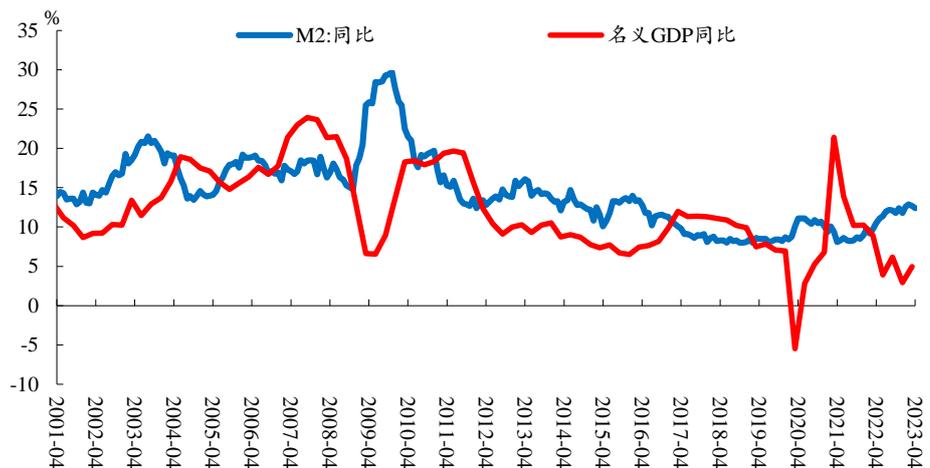
5、金融风险：境外风险对金融监管的警示和启示

金融风险方面，新增“防范境外风险向境内传导”，体现硅谷银行为主的美国银行业危机事件对央行起到警示作用。央行在《报告》专栏3《硅谷银行事件及其启示》中提及，硅谷银行事件对我国的启示在于货币政策应避免大收大放；应重视中小金融机构监管；迅速且强力处置金融风险值得借鉴；应关注银行资产负债结构的稳定性。我国银行业监管部门将加快推动《金融稳定法》出台、加强风险监测和预警、完善金融稳定保障基金管理机制，与存款保险基金和相关行业保障基金双层运行。报告正文中也再次提到推动存款保险市场化、法制化处置平台支持重点区域和机构风险化解，完善金融稳定保障基金制度等。

6、实体需求回升将带动储蓄释放，关注经济“新均衡”

除了上文已提及的专栏1、3、4，央行在专栏2《如何看待M2和存款增长》中详细阐述了近期金融体系与经济增速“冷热不均”的成因和影响。央行指出，近期M2和存款的高速增长源于2022年以来一揽子稳增长政策传导显效，以及货币财政政策充分发力推升配套资金。而居民和企业部门由于理财收益率下行、经济和需求恢复有时滞等原因提高货币持有量和预防性储蓄。体现在数据上，M2与名义增速、通胀增速出现缺口。央行认为后续随着经济恢复，居民消费和投资意愿回升会带动超额储蓄释放，存款增速有望回落。我们的报告也曾指出，2023年经济修复主要动能落在消费。向后看，居民收入预期的实质性改善、房地产市场转暖、居民消费倾向回升后，居民超额储蓄将逐渐转向消费与投资。当地产占比下行、消费占比上行的经济结构转型结束，居民资产负债表和经济增速均会迎来一个新的均衡，也将开启“消费新时代”。

图9：货币供应量增速与名义经济增速出现一定背离



数据来源：Wind、开源证券研究所 单位：%

7、风险提示

经济超预期下行；政策力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn