

2023年一季度货币政策执行报告评论

管窥货币政策的四个变化

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐 投资咨询资格编号
S1060522100001
ZHANGLU150@pingan.com.cn

常艺馨 投资咨询资格编号
S1060522080003
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

- 2023年5月15日，中国人民银行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》。本文对其中呈现的四个重要变化提出我们的理解，借此展望货币政策动向。
- 1、如何理解“总量适度、节奏平稳”？一季度货币政策执行报告中，明确提出了货币信贷“总量适度、节奏平稳”的要求。我们认为：1）总量上，按照社融增速与名义GDP增速相匹配的要求，当前货币对实体经济的支持力度不弱，事实上并不要求今年社融增速进一步大幅增长。2）节奏上，4月我国信贷投放大幅下挫引发市场担忧。但应看到，历年4月都是全年信贷投放的低点，在今年前3个月天量投放、居民房贷早偿率显著提升情况下，4月信贷增长下降亦属正常。
- 2、如何理解“保持利率水平合理适度”？对于货币政策的价，按照本次报告介绍的政策利率决策框架：首先，从贷款实际利率与潜在经济增速的差值来看，考虑到2023年我国通胀水平预计将较2022年明显回落，实际利率水平对我国经济的驱动有下降趋势。因此，在物价中枢下移、企业投资回报率下行的背景下，2023年仍有必要推动贷款名义利率进一步下行，后续存在降准、降息的可能性。其次，“居中之道”留有余地，政策利率下调的幅度不会太大。再次，在银行净息差极端低位情况下，“市场利率+央行引导”意味着，2023年存款利率市场化改革或将在降低融资成本中发挥重要作用。
- 3、多次提及“居民预防性储蓄”意味着什么？本次报告中，居民预防性储蓄被央行两次提及：一方面，居民预防性储蓄是M2较快增长的原因之一；另一方面，居民预防性储蓄是物价低迷的原因之一。可见，居民超额储蓄成为当前“高货币供应 vs 低物价水平”并存现象的重要蓄水池。这凸显出4月中央政治局会议所强调“社会预期持续改善”的重要性，超额储蓄也应当成为我们观察中国经济复苏、从而观测货币政策风向的重要指标。4月居民存款出现2022年3月以来的首次同比少增，但我们推测，其驱动因素更多是家庭资产的再配置，流向消费的规模可能尚有限，促进超额储蓄释放仍需着力于稳增长。
- 4、“防范境外风险向境内传导”有何所指？本次报告在防风险部分的论述中，新提出“防范境外风险向境内传导”，以此取代去年四季度关于“稳步推动重点企业集团、中小机构等风险化解”的表述。对于“境外风险”有何所指，报告在“值得关注的问题和趋势”中提到三点：金融稳定风险上升、货币政策不确定性加大、全球经济秩序或加速演变，这构成了境外风险的关注线索。央行在防风险部分积极吸取了美国银行业危机中的经验教训，并隐含了货币政策支持“稳外贸”、警惕美联储政策路径不确定加大资本市场波动等政策含义。

2023年5月15日，中国人民银行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》。本文对其中呈现的四个重要变化提出我们的理解，借此展望货币政策动向。我们认为：

- 1) 对于货币政策的量，当前货币对实体经济的支持力度不弱，从社融增速与名义 GDP 增速相匹配的标准来看，事实上并不要求今年社融增速进一步大幅增长。
- 2) 对于货币政策的价，按照本次报告介绍的政策利率决策框架，首先，在物价中枢下移、企业投资回报率下行的背景下，2023年仍有必要推动贷款名义利率进一步下行，后续存在降准、降息的可能性；其次，“居中之道”留有余地，政策利率下调的幅度不会太大；再次，在银行净息差极端低位情况下，“市场利率+央行引导”意味着，2023年存款利率市场化改革或将在降低融资成本中发挥重要作用。
- 3) 央行在分析中认为，居民超额储蓄成为当前“高货币供应 vs 低物价水平”现象的重要蓄水池。这凸显出4月中央政治局会议所强调“社会预期持续改善”的重要性，超额储蓄也应当成为我们观察中国经济复苏、从而观测货币政策风向的重要指标。
- 4) 央行新提出“防范境外风险向境内传导”，在防风险部分积极吸取了美国银行业危机中的经验教训，并隐含了政策支持“稳外贸”、警惕美联储政策路径不确定加大资本市场波动的政策含义。

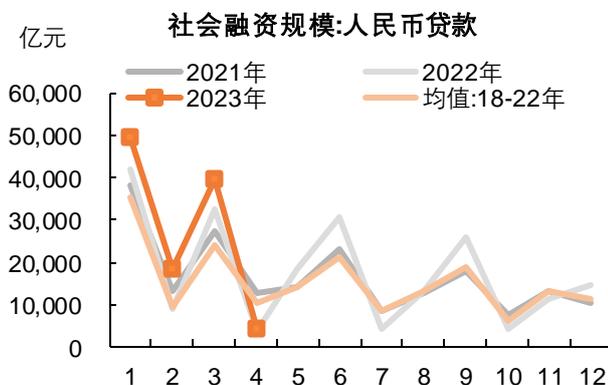
一、如何理解“总量适度、节奏平稳”？

2023年一季度货币政策执行报告中，明确提出了货币信贷“总量适度、节奏平稳”的要求。我们认为：

1、总量上，按照社融增速与名义 GDP 增速相匹配的要求，当前货币对实体经济的支持力度不弱。2018年全国两会起，我国不再设置全年 M2 及社融增速目标，改之为“与名义 GDP 增速相匹配”。2018年至2022年间，我国社融存量的平均增速为 10.8%，而名义 GDP 平均增速为 7.9%。以此推断，“总量适度”的社融增速可大致定位在“名义 GDP 增速 + 2 到 3 个百分点”。按照 2023 年名义 GDP 增速 6%-7% 的预测（假设全年录得 5-6% 的实际 GDP 增速，加上 1 个百分点左右的 GDP 平减指数），当前 10% 的社融增速应足够与之匹配，事实上并不要求今年社融增速进一步大幅增长。

2、节奏上，4月我国信贷投放大幅下挫引发市场担忧。但应看到，历年4月都是全年信贷投放的低点，在今年前3个月天量投放之后，4月信贷增长下降亦属正常。历史上，新增人民币贷款一季度往往同比多增（仅2017年金融严监管环境下有例外），但4月信贷投放规模并不稳定。2012-2022年的11年中，有7个年份人民币信贷在4月同比少增；且4月新增人民币贷款在全年信贷中的平均占比仅 6.9%（假设各月均匀投放，月均占比应为 1/12=8.3%）。尤其是，2023年4月居民偿还房贷意愿更强，房贷早偿率显著提升，居民中长期贷款单月大额净偿还，进一步放大了4月新增信贷的下滑。

图表1 历史上4月都是信贷投放的相对低点



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 2023年4月我国房贷早偿率指数处于高位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

3、不容忽视的是，结构性货币政策工具较快投放，正在对“稳信用”形成持续性支持。2023年一季度，央行新推出两项结构性再贷款工具：1月设立800亿元房企纾困专项再贷款，支持五家全国性AMC对受困房地产企业项目并购化险；2月设立租赁住房贷款支持计划，支持8个城市开展试点市场化批量收购存量住房、扩大租赁住房供给。我们测算，2023年一季度10项阶段性再贷款工具合计投放规模约3067亿元，对人民币信贷的直接贡献高达4465亿元，较2022年一季度的贡献高3382亿元。截至今年3月末，结构性货币政策工具一共17项，余额大约6.8万亿元，占基础货币的18.7%。

图表3 结构性再贷款工具投放使用情况

单位 (亿元)	工具名称	额度	余额	使用 进度	变化图	单季变化: 21年Q4	单季变化: 22年Q1	单季变化: 22年Q2	单季变化: 22年Q3	单季变化: 22年Q4	单季变化: 23年Q1	
结构性 工具 前期	支农再贷款	7600	5960	78.4%		220	194	243	183	417	-44	
	支小再贷款	16400	14331	87.4%		2414	964	682	-134	308	160	
	再贴现	7050	6061	86.0%		61	344	-102	-696	134	478	
	抵押补充贷款 PSL	/	31291			-827	-654	-1160	278	5047	-237	
	投放金额 (对人民币信贷的直接贡献)						1868	848	-337	-369	5906	357
21年四 季度以 来新设	碳减排支持工具	8000	3994	49.9%		855	531	441	642	628	897	
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	1365	45.5%		27	198	132	221	233	554	
	科技创新再贷款	4000	3200	80.0%		-	-	-	800	1200	1200	
	普惠养老专项再贷款	400	10	2.5%		-	-	-	4	3	3	
	交通物流专项再贷款	1000	354	35.4%		-	-	-	103	139	112	
	设备更新改造专项再贷款	2000	1105	55.3%		-	-	-	-	809	296	
	民企债券融资支持工具II	500	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	保交楼贷款支持计划	2000	5	0.3%		-	-	-	-	-	5	
	房企纾困专项再贷款	800	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	租赁住房贷款支持计划	1000	0	0.0%		-	-	-	-	-	-	
	投放金额						882	729	573	1770	3012	3067
	对人民币信贷的直接贡献						1452	1083	867	2731	4231	4465

资料来源: Wind, 平安证券研究所

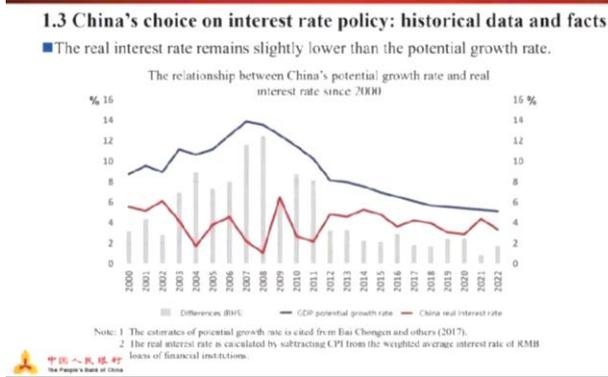
二、 如何理解“保持利率水平合理适度”？

本次报告用“保持利率水平合理适度”，代替去年四季度“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”的表述。央行特别在专栏1中总结了此前易纲行长在PIIEs上的演讲，实际上向市场介绍了央行的政策利率决策框架。其要义主要包含三点：

1、实际利率略低于潜在经济增速

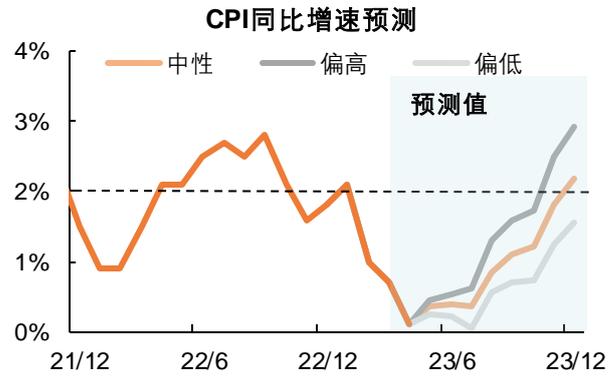
报告指出“从过去二十年的数据看，我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一‘黄金法则’(Golden Rule)水平上。与潜在经济增长水平基本匹配，有利于实现宏观均衡，保持物价基本稳定”。结合易纲行长此前演讲中的数据，2022年我国实际利率比潜在经济增速低将近2个百分点。考虑到2023年我国通胀水平预计将较2022年明显回落(预计2023年我国CPI同比增速中枢在1%左右，较2022年的2%下行)，此时若贷款名义利率保持相对稳定，则贷款的实际利率将有所抬升，因而“GDP潜在增速-实际利率”的差值也将缩小，这意味着2023年利率水平对我国经济的驱动本身就有所下降的趋势。

图表4 2022年我国实际利率较潜在GDP增速2个点



资料来源：人民银行,平安证券研究所

图表5 预计2023年我国CPI增速中枢下行至1%附近

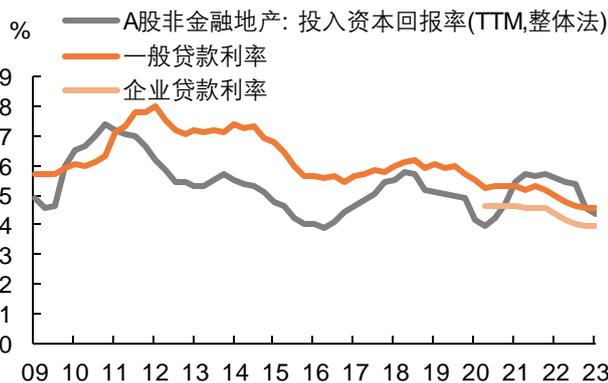


资料来源：Wind,平安证券研究所

从贷款利率与上市公司投入资本回报率的对比出发，也意味着贷款利率仍有必要进一步调降。2022年，我国一般贷款、企业贷款加权平均利率分别累计下降62bp、60bp，2022年末分别为4.57%、3.97%。而我们考察的非金融地产行业上市公司可比口径投入资本回报率(ROIC)在2022年末降至4.53%，全年累计下行了117bp，约是贷款利率下行幅度的两倍。2023年一季度，尽管宏观经济有所回温，但企业盈利依然承压，非金融地产行业上市公司的投入资本回报率较2022年末下行20bp至4.34%；而同期一般贷款、企业贷款加权平均利率下行幅度分别为4bp、1bp，相比于投入资本回报率的下行幅度明显偏弱。为刺激企业贷款有效需求，贷款利率仍有进一步下调的必要性。

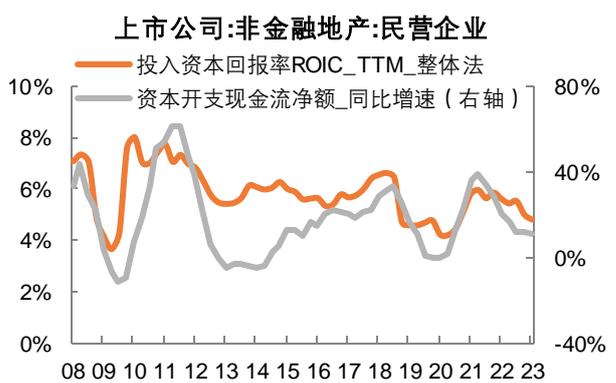
因此我们认为，在物价中枢下移、企业投资回报率偏弱的背景下，2023年仍有必要推动贷款名义利率进一步下行，后续存在降准降息的可能性。

图表6 2023年一季度，我国一般贷款利率高于A股非金融地产企业投入资本回报率(ROIC)



资料来源：ifind,平安证券研究所

图表7 民营上市公司资本开支增速跟随其ROIC变化



资料来源：ifind,平安证券研究所

2、政策利率调整采取“居中之道”，避免“大升大降”

报告指出，人民银行对利率水平的把握可采取“缩减原则”(Attenuation Principle)，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。政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各个区域的平均值收敛，降低政策利率的波动。这意味着，虽然今年仍有必要推动贷款利率下降，但政策利率下调的幅度不会太大。央行在专栏3中总结硅谷银行事件的启示时，第一条便指出“货币政策应避免大放不收”。

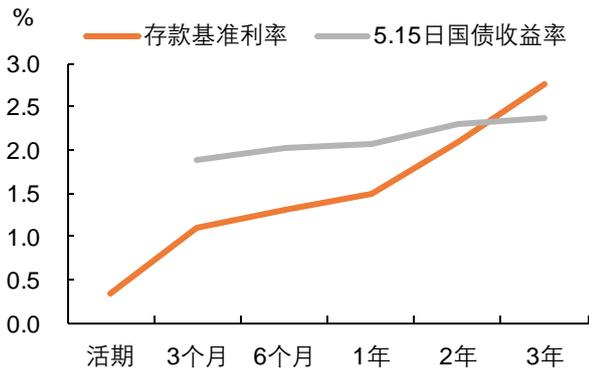
3、“市场利率+央行引导”，发挥改革在降融资成本中的作用

2020 年以来，我国贷款利率市场化取得明显成效，贷款利率较政策利率更大幅度下行，但存款成本刚性的问题依然存在，2022 年四季度商业银行净息差降至有统计以来的历史低位。净息差极端低位，已成为压制银行信贷投放意愿的重要因素。

2023 年以来，央行积极推进存款利率市场化改革。2023 年 4 月 10 日，市场利率定价自律机制发布了“合格审慎评估实施办法（2023 年修订版）”，其中增加了“存款利率市场化定价情况”作为扣分项。该项评估结果同时运用于当季度的宏观审慎评估，这使得存款利率的市场化调整具有了惩罚性。4 月以来，多家中小银行相继发布关于调整存款挂牌利率的公告。以融 360 监测的数据看，4 月份农商行 1 年、2 年、3 年、5 年期存款平均利率分别环比下跌 5BP、3BP、2.5BP、11.5BP。5 月以来，据存款自律协会通知，银行对单位的协定存款及通知存款自律上限将自 5 月 15 日下调，四大行执行基准利率加 10 个基点，其他金融机构执行基准利率加 20 个基点。

存款利率市场化改革或将成为 2023 年货币政策的主要侧重点，为贷款利率的进一步下行“蓄力”。但考虑到存款利率“压舱石”的角色、中美利差倒挂的现状，当前直接下调存款基准利率仍有一定阻碍。同时，利率市场化改革以后，存、贷款基准利率已逐渐淡出货币政策舞台。贷款方面启用了挂钩中期政策利率 MLF 的贷款市场报价利率（LPR），存款方面目前提出参考 10 年国债收益率和 1 年期 LPR，可以认为是个过渡形态。我们认为，相比于调降存款基准利率，未来推出挂钩短、中期政策利率的存款利率“锚”的可能性更大。与当前市场利率曲线比较，存款基准利率在 2 年、3 年期上明显陡峭。如果央行后续推出新的存款利率“锚”，下调活期存款利率、2 年期和 3 年期定期存款利率或处于第一优先级。

图表8 存款基准利率在 2 年、3 年期限上较为陡峭



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表9 5 月 15 日期通知存款、协定存款自律上限调整

	基准利率	加点上限(bp)		
		旧机制 利率	新机制	
			四大行	其他
协定存款	1.15%	58	10	20
通知存款: 1 天	0.80%	40	10	20
通知存款: 7 天	1.35%	68	10	20

资料来源: Wind, 平安证券研究所

三、 多次提及“居民预防性储蓄”意味着什么？

本次报告中，居民预防性储蓄被央行两次提及：

一方面，居民预防性储蓄是 M2 较快增长的原因之一。专栏 2 “如何看待 M2 和存款增长”中指出，当前我国 M2 增速处于相对高位，与居民预防性储蓄存款高位关系密切，反映出“经济循环阻滞摩擦未消”，“消费需求恢复仍有时滞”。“随着市场预期持续好转、经济加快恢复，居民的消费和投资意愿回升，前期积累的预防性储蓄有望逐步释放”，这可弥合货币供应过量的担忧。

另一方面，居民预防性储蓄是物价低迷的原因之一。专栏 4 “我国通胀水平处于温和区间”中提及“我国疫情‘伤痕效应’尚未消退，居民超额储蓄向消费的转化受收入分配分化、收入预期不稳等制约；近期居民出现提前还贷现象，也一定程度影响当期消费”。也就是说，居民超额储蓄高企、提前还贷现象增加，影响需求恢复，是造成物价阶段性回落的重要原因。央行预计，2023 年下半年 CPI 中枢可能温和回升，年末可能回升至近年均值水平（2%）附近。

由此可见，当前我国经济中呈现“高货币供应 vs 低物价水平”的矛盾，而居民超额储蓄是造成两者割裂的重要“蓄水池”。这就凸显出4月中央政治局会议所强调的“社会预期持续改善”的重要性，超额储蓄也应当成为我们观察中国经济复苏、从而观测货币政策风向的重要指标。

2023年4月居民存款出现2022年3月以来的首次同比少增。据央视网消息，2023年4月银行理财产品规模大幅上涨，4月末银行理财产品存续规模约为27.37万亿元，较3月末增加1.34万亿元。在多家中小银行下调挂牌存款利率的背景下，银行理财市场需求火热，4月居民中长期贷款净偿还规模达历史新高。但结合物价数据中家用器具、交通工具、通讯工具等大件商品价格的低迷表现，居民商品消费需求的恢复可能不及预期。我们推测，4月份居民存款同比少增的驱动因素更多是家庭资产的再配置，流向消费的规模可能尚有限，促进超额储蓄释放仍需着力于稳增长和稳预期。

四、“防范境外风险向境内传导”何指？

本次报告在防风险部分的论述中，新提出“防范境外风险向境内传导”，以此取代了去年四季度关于“稳步推动重点企业集团、中小机构等风险化解”的表述。对于“境外风险”有何所指，报告在“值得关注的问题和趋势”中提到三点：金融稳定风险上升、货币政策不确定性加大、全球经济秩序或加速演变，这构成了境外风险的关注线索。

1、从美国银行业危机中积极吸取经验教训

专栏3“硅谷银行事件及其启示”，从四个方面提出了该事件对我国的启示：一是货币政策应避免大放收，二是中小金融机构的监管应重视，三是处置金融风险要迅速且强力，四是银行资产负债结构的稳定性应关注。本次报告相应地在防风险部分增加了关于“金融稳定保障基金”、“发挥存款保险市场化、法治化处置平台作用”的要求。

当前我国金融风险集中于三个领域：中小银行、房地产行业、地方政府隐性债务。中小银行对房地产行业 and 地方政府融资平台有着不小的风险敞口，是金融体系的薄弱环节。中小银行普遍存在公司治理不规范、内控体系不健全、风控制度执行缺位、股东资质良莠不齐等问题。截止2021年底，我国中小银行总资产在银行业总资产中占比为29%，但2021年四季度央行金融机构评级所显示的高风险金融机构中，中小行数量的占比高达84%。

央行表示下阶段持续强化金融稳定保障体系建设，从三方面着手：一是加快推进金融稳定法制建设，推动《金融稳定法》出台，健全市场化、法治化金融风险处置机制。二是加强金融风险监测、预警，充分发挥存款保险制度的早期纠正和市场化风险处置平台作用。三是不断充实金融风险处置资源，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、协同配合，共同维护金融稳定与安全。

2、美联储政策路径不确定性，金融市场波动性增强

当前美联储货币政策决策面临两难：一方面是以银行业危机为代表的金融稳定问题，势必牵扯美联储加息步伐。另一方面是美国通胀居高难下，对美联储降息构成约束。

目前金融市场所反映的美联储下半年降息预期较强。今年二季度，由于基数原因美国CPI同比预计呈快速回落走势，市场很容易对美国通胀回落持乐观看法，并忽视通胀环比走势的韧性；三季度以后，基数利好不再，美国CPI同比中性情形下可能企稳。若下半年美国通胀较为顽固（对应PCE同比维持3%以上），美联储或将较难降息。若降息预期被修正“回吐”，市场可能需要重估美联储长时间保持高利率对美国经济的负面影响，继而进一步计入中期经济衰退风险。这可能对美股的盈利和估值造成双重打击，而美股的剧烈调整往往会引起全球资本市场的连锁反应。

3、金融政策在“稳外贸”中要发挥作用

本次报告指出“全球经济秩序或加速演变”。具体地，“俄乌冲突升级风险仍存，西方继续对俄实施大规模制裁，能源等大宗商品市场还可能遭受冲击。实施制裁过程中，国家安全概念泛化，原有国际分工模式面临重新调整风险，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”。

当前，全球经济下行、供应链区域化本土化均使得我国出口增长承压。俄罗斯对于我国出口增长起到了突出作用（4月对俄罗斯出口的贡献达到2.1个百分点），但4月高新技术产品进出口均呈现同比收缩态势，外围环境对中国中长期产业升级、科技突围的不利影响已然显化。我国需在“全面深化改革、扩大高水平对外开放”战略指导下，持续激发出口结构转化的红利，以此抵御欧美制造业衰退的不利影响；同时，积极推动加入高水平经贸协议，坚持做经济全球化的倡导者和践行者，让更多“朋友”在分享中国经济增长红利中同进退、共繁荣。在此背景下，金融对于稳定和优化外需的支持作用亦需进一步提升。4月11日国务院发布《关于推动外贸稳规模优结构的意见》，对金融支持提出三方面要求：加大对中小微外贸企业的信贷支持力度、更好发挥出口信用保险作用、优化跨境结算服务。

风险提示：稳增长政策力度及效果不及预期，海外发达经济体衰退程度超预期，国际地缘政治冲突升级等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 楼 25 层