

逐字逐句重点解读一季度货政报告

证券研究报告

2023年05月17日

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号: S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号: S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-存款去哪儿？》
2023-05-15
- 2 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-5月第3周》
2023-05-14
- 3 《宏观报告：宏观-出口韧性的来源》
2023-05-11

相比于上一次的《货政报告》，央行本次重点强调了前期通胀和经济相对较弱，并不是因为货币投放不足或利率水平不够低，而是因为政策效果的释放和需求的恢复需要一定的时间，我们认为这也是接下来一段时间货币政策的核心思路：

总量适度，节奏平稳，控制信贷节奏，稳定利率水平，观察前期政策的效果，短期内降准、降息的概率都较小。

但货币政策的取向并没有发生转变，仍然要全力做好“三稳”，我们预计银行间流动性不至于明显收紧，还会继续维持偏宽松的状态来呵护经济增长。

风险提示：海外经济、政策存在不确定性，可能会影响国内货币政策的出台；境外、境内金融风险存在不确定。

5月15日，央行发布了《2023年第一季度中国货币政策执行报告》¹（以下简称“《货政报告》”），我们对重点内容做如下解读：

23Q1: “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。”

23Q1: “2023年3月，新发放贷款加权平均利率为4.34%，其中企业贷款加权平均利率为3.95%，均处于历史低位。”

23Q1: “近期M2增速与通胀和经济增速间存在一定缺口，**主要是政策效果显现、需求恢复存有时滞所致**。未来随着疫情影响进一步消退、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，有利于M2和存款平稳增长。”

——央行认为，前期投放的货币和信用已经较为充足，利率水平也保持在较低的水平，导致通胀和经济相对较弱，并不是因为货币政策不够宽松，而是因为政策见效和需求恢复还需要一定的时间。这意味着，对于央行而言，接下来一段时间仍然是前期政策效果的观察期，货币政策的重心不是加大宽松力度，而是疏通传导机制、加快传导速度。

23Q1: “货币政策应避免大放大收。疫情期间，发达经济体推行量化宽松政策、快速实施零利率，后续又因通胀高企而快速加息缩表，使商业银行在宽松阶段配置的低收益资产，需要在紧缩阶段用高利率负债平衡，造成较大亏损。”

——这是央行在《专栏3 硅谷银行事件及其启示》中提出的对我国的第一个启示，央行认为大放大收的货币政策会加大经济、金融风险，货币政策应当保持平稳，要“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”。

23Q1: “稳健的货币政策要精准有力，**总量适度，节奏平稳**。”

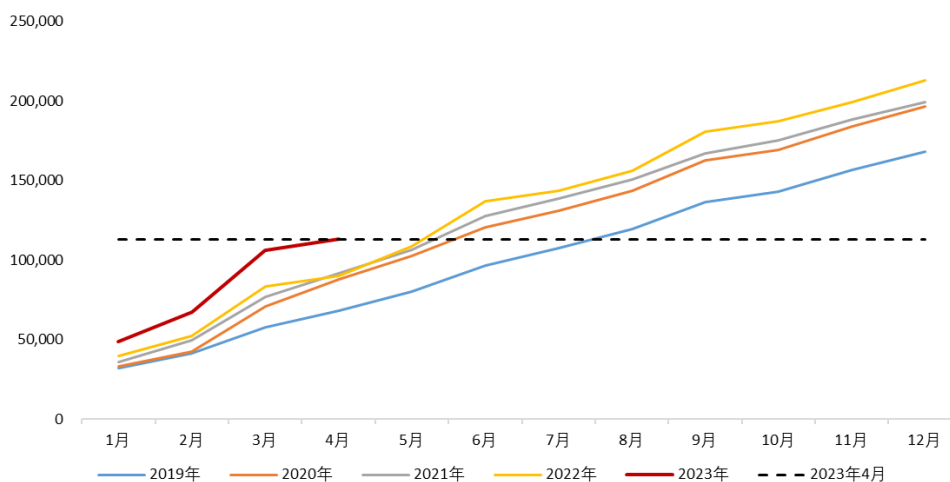
23Q1: “保持流动性合理充裕，**保持信贷总量有效增长**，~~持~~货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。”

23Q1: “**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。”

——相较于22Q4《货政报告》，在对下一阶段货币政策的展望中，央行增加了“总量适度、节奏平稳”的要求，针对信贷投放强调了“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”，同时删去了“保持信贷总量有效增长”。结合央行对前期信用强、通胀和经济弱的解释，以及对“货币政策应避免大放大收”的强调，央行目前的政策取向不言而喻：在前期信贷投放明显偏快的情况下（今年前四个月，新增人民币贷款11.3万亿元，相当于2022年全年的53%），接下来可能会适当放缓信贷投放的速度，结合短期内MLF到期量较小（6、7月分别到期2000、1000亿元，8-10月到期量则分别增加至4000、4000、5000亿元），因此我们预计7月底之前降准的可能性较小。

¹ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4882440/index.html>

图 1：今年前四个月，新增人民币贷款 11.3 万亿元，相当于 2022 年全年的 53%（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

23Q1：“持续发挥贷款市场报价利率改革效能，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，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。”

——央行将“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”改为“保持利率水平合理适度”，意味着当前利率的水平已经处于合意状态，短期内降息（MLF、LPR）的可能性不大。

23Q1：“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。”

23Q1：“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。”

——关于“重点领域”防风险，上次《货政报告》强调的是特定领域（重点企业集团、中小金融机构）的风险化解，而这次并未再继续强调，并新增了“统筹发展和安全，压实金融风险处置各方责任”的要求。

更加突出“金融稳定”和“风险处置”，意味着就现阶段而言，控制风险大于解决风险。

央行还加大了对境外金融风险的关注，说明对外部经济金融环境的判断还是相对偏悲观的。

23Q1：“中小金融机构的监管应重视……事实上，中小金融机构的承压能力更弱、脆弱性更明显，同样有可能在风险积累和市场恐慌中酿成系统性风险。”

——央行从对硅谷银行事件的总结认识到了加强中小金融机构监管的重要性。2008 年金融危机后，各国央行对大型金融机构的监管不断加强，但中小金融机构成为监管的薄弱环节。4 月底政治局会议提到“统筹做好中小银行、保险和信托机构改革化险工作”²，结合央行《专栏 3 硅谷银行事件及其启示》，我们认为，中小金融机构的改革化险工作应该是全年金融防风险的工作重心之一。

² http://www.gov.cn/yaowen/2023-04/28/content_5753652.htm

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com