

关注货币政策报告释放的三大信号

——一季度货币政策执行报告点评



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》（以下简称“《报告》”），认为我国经济增长好于预期，但仍面临内生动力不强、需求不足等问题，在此背景下，货币政策将坚持精准有力的总体基调，大幅收紧或放松的可能性均较低。从信贷来看，后续将更加注重“总量适度，节奏平稳”，结构调整或是重点，将通过结构性货币政策工具、加强政策激励等支持重点领域和薄弱环节。此外，防风险也将是央行后续工作重点，或通过加强维护金融稳定制度机制建设、多渠道补充商业银行资本等防范中小银行金融风险。

信号一：通胀水平处于温和区间，经济边际修复但仍面临内生动力不强等问题，货币政策将坚持精准有力

此次《报告》认为我国经济恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，经济增长好于预期，但仍面临内生动力不强、需求不足等问题。从数据看，一季度，GDP同比增长4.5%，较上年四季度回升1.6个百分点，但仍低于过去三年同期的复合增速；4月制造业PMI为49.2%，较前值回落2.7个百分点，回落至景气线之下，经济修复压力仍存，在此背景下，货币政策大幅收紧的可能性较低，仍将为实体经济回暖提供适宜的金融环境。同时，《报告》表示我国经济运行有望持续整体好转，考虑到3月全面降准落地支持经济恢复，二季度或是政策效果观察期，叠加基数效应下二季度经济增速或是全年高点，后续货币政策边际放松的必要性有所减弱。从通胀看，4月CPI同比上涨0.1%，较前值回落0.6个百分点，为2021年3月以来低点；PPI同比下降3.6%，降幅较前值扩大1.1个百分点，为2020年6月以来低点，近期数据持续走弱引发市场通缩担忧情绪，此次《报告》着重强调“我国通胀水平处于温和区间”，且“没有出现通缩”，认为本轮通胀水平回落主要源于供给偏强但需求复苏偏慢以及基数效应影响，后续伴随政策效果显现，供需缺口有望逐步收窄，下半年CPI中枢有望边际抬升，在此背景下，



联络人

作者：

中诚信国际 研究院

王晨 010-66428877-319

chwang01@ccxi.com.cn

汪苑晖 010-66428877-281

yhwang@ccxi.com.cn

中诚信国际研究院 副院长

袁海霞 010-66428877-261

hxyuan@ccxi.com.cn



相关报告

【4月利率债运行分析与展望】央行公开市场操作连续净回笼，短期内收益率继续下行动力不足

【货币政策及利率债一季度回顾与下阶段展望】稳健货币政策下资金利率中枢上行，复苏承压下半年收益率中枢或有所回落，2023年4月

【2月利率债运行分析与展望】硅谷银行破产对我国影响有限，短期内收益率或延续区间波动，2023年3月

【1月利率债运行分析与展望】春节资金面偏紧央行加大投放，短期内收益率上行动力仍不足，2023年2月

【货币政策及利率债2022年回顾与2023年展望】货币政策以稳为主、精准有力，收益率中枢或升至2.85%-2.9%，2023年1月

如需订阅研究报告，敬请联系

中诚信国际品牌与投资人服务部

赵耿 010-66428731

gzhaog@ccxi.com.cn

www.ccxi.com.cn

由于通胀水平较低而放松货币政策的必要性也不大，但不排除此前政策效果不达预期、实体经济融资需求不振等降准降息的可能性，后续货币政策仍将保持精准有力的总体基调，并进一步加强与财政政策的协调配合，着力扩大国内需求，推动经济运行稳步向好。值得注意的是，与去年四季度报告相比，此次《报告》新增“保持利率水平合理适度”表述，同时在专栏中阐述利率调控思路，认为宏观意义的利率水平应与自然利率基本匹配，对于全球经济超预期冲击较多、经济及政策效果面临较大不确定性的情况，央行对利率调控采取“缩减原则”，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地。我们认为，为保持政策的可持续性，后续央行对于利率的调控或更为谨慎，若未发生较大冲击事件，大幅下调政策利率的可能性较低。

信号二：信贷或更加注重结构调整，通过结构性货币政策工具、加强政策激励等支持重点领域

与去年四季度报告相比，此次《报告》新增“总量适度，节奏平稳”表述，预计后续信贷投放节奏将有所放缓，更加注重结构调整，持续引导资金投向重点领域。从数据看，受银行加大信贷投放力度以及基建等配套融资落地等因素影响，一季度社融保持高增态势，新增社融达 14.52 万亿元，同比多增 2.47 万亿元、环比多增 10.32 万亿元；社融存量同比增长 10%，较去年底增长 0.4 个百分点。在一季度信贷投放过快、近期持续强调节奏平稳的背景下，预计后续信贷总体投放节奏或有所放缓，4 月新增社融 1.22 万亿，同比多增 2873 万亿，显著低于近三年同期 1.96 万亿的平均水平，在一定程度上反映出总体投放节奏有所放缓，后续信贷或更加注重结构调控，引导资金流向重点领域：一方面，将继续注重结构性工具的使用，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，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持；同时，与去年四季度报告相比，本次《报告》提及 800 亿元额度房企纾困专项再贷款以及 1000 亿元额度租赁住房贷款支持计划，预计后续两项结构工具将加快使用，支持房地产市场平稳发展。另一方面，此次《报告》新增“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”表述，后续或进一步加强财政政策与货币政策协调联动，引导商业银行、保险等金融机构加大对重点行业或项目的支持力度。

信号三：防范境外风险向境内传导，进一步加强中小金融机构风险防范机制建设

与去年四季度报告相比，此次《报告》新增“防范境外风险向境内传导”表述，或更多针对近期硅谷银行倒闭、美欧银行业压力骤升等情况提出风险防范。在美联储持续加息背景下，部分中小、初创企业现金流趋紧，或大规模取现补充公司流动性，而硅谷银行负债端客户群体相对集中，存款大幅下降以及资产端价格持续下跌是导致其经营失败的重要原因。硅谷银行破产后，其风险逐步蔓延至部分美欧中小金融机构，美欧银行业压力大幅攀升。考虑到我国货币政策坚持以我为主，且对硅谷银行等风险敞口相对较小，受海外银行业风险影响

影响相对有限。但同时，我国部分中小金融机构同样存在客户集中度较高、风险管理较不完善等现象，经营风险远高于大型银行，仍需进一步防范中小金融机构风险，或可继续通过发行中小银行专项债、加大中小银行永续债的政策支持力度等补充商业银行资本。此外，根据《报告》表述，后续央行也将通过以下方式加强维护金融稳定制度机制建设，守住不发生系统性金融风险的底线：一是继续完善存款保险制度，通过要求投保机构及时采取补充资本、控制资产增长、控制重大交易授信、降低杠杆率等措施化解风险，更好地保护存款人权益；二是设立金融稳定保障基金，通过金融机构、股东和实际控制人、存款保险基金等各方资源投入，在必要时处置重大金融风险；三是健全金融风险监测、评估、预警体系，引导金融机构审慎稳健经营。

附表：货币政策执行报告表述对比

	2023 年一季度货币政策执行报告	2022 年四季度货币政策执行报告
世界经济金融形势	<p>经济增长放缓。美欧通胀见顶回落，但仍处高位。劳动力市场有所降温。硅谷银行倒闭，瑞士信贷被收购，美欧银行业压力骤升。国际金融市场大幅震荡。主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化。高通胀仍较为顽固。金融稳定风险上升。货币政策不确定性增大。</p>	<p>经济增长明显放缓。美欧通胀有所回落，但仍处历史高位。劳动力供给恢复缓慢。国际金融市场大幅波动。主要发达经济体加息节奏放缓，但货币政策延续收紧态势。海外高通胀回落的幅度和速度存在不确定性。全球经济下行压力加大。一些领域金融风险恐加快暴露。新的“气候保护主义”值得警惕。</p>
中国宏观经济形势	<p>一季度，面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的国内改革发展稳定任务，各地区各部门着力稳预期、强信心、抓落实，突出做好稳增长稳就业稳物价工作，疫情防控较快平稳转段，生产需求企稳回升，经济运行开局良好。消费稳步恢复，投资平稳增长，进出口保持增长。农业生产形势稳定，工业生产持续恢复，服务业明显回升。居民消费价格上涨回落，生产价格降幅走扩。</p>	<p>2022 年，面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快落实稳经济一揽子政策措施，有力支持宏观经济大盘稳定，经济总量再上新台阶。消费基本稳定，投资平稳增长，进出口较快增长。农业生产形势稳定，工业生产持续发展，服务业持续恢复。居民消费价格温和上涨，生产价格涨幅高位回落。</p>
中国宏观经济展望	<p>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。但也要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，具有市场规模巨大、产业体系完备、人力资源丰富等优势条件，长期向好的基本面没有改变。物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升。</p>	<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。也要看到，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。从国际看，地缘冲突还在持续，世界经济增长动能减弱，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。综合来看，我国经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。</p>
下阶段政策思路	<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，保持流动性合理充裕，保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。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，支持构建粮食、能源等保供稳价体制机制，保持物价水平基本稳定。继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，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。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，为普惠金融、科技创新、绿色发展等重点领域和薄弱环节提供有力支持。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。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，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，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。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>	<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，为实体经济提供更有力的支持，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”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕，保持信贷总量有效增长，保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，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，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，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。继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，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。坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，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，优化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。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，保持金融体系总体稳定，守住不发生系统性金融风险的底线。</p>

中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）对本文件享有完全的著作权。本文件包含的所有信息受法律保护。未经中诚信国际事先书面许可，任何人不得对本文件的任何内容进行复制、拷贝、重构、删改、截取、或转售，或为上述目的存储本文件包含的信息。如确实需要使用本文件上的任何信息，应事先获得中诚信国际书面许可，并在使用时注明来源，确切表达原始信息的真实含义。中诚信国际对于任何侵犯本文件著作权的行为，都有权追究法律责任。

本文件上的任何标识、任何用来识别中诚信国际及其业务的图形，都是中诚信国际商标，受到中国商标法的保护。未经中诚信国际事先书面允许，任何人不得对本文件上的任何商标进行修改、复制或者以其他方式使用。中诚信国际对于任何侵犯中诚信国际商标权的行为，都有权追究法律责任。

本文件中包含的信息由中诚信国际从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在信息时效性及其他因素影响，上述信息以提供时状态为准。中诚信国际对于该等信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，a) 中诚信国际不对任何人或任何实体就中诚信国际或其董事、高级管理人员、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中造成的任何损失或损害承担任何责任，或 b) 即使中诚信国际事先被通知前述行为可能会造成该等损失，对于任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失，中诚信国际也不承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中的信用级别、财务报告分析观察，并不能解释为中诚信国际实质性建议任何人据此信用级别及报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。投资者购买、持有、出售任何金融产品时应该对每一金融产品、每一个发行人、保证人、信用支持人的信用状况作出自己的研究和评估。中诚信国际不对任何人使用本文件的信用级别、报告等进行交易而出现的任何损失承担法律责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司
地址：北京市东城区朝阳门内大街
南竹竿胡同 2 号银河 SOHO5 号楼
邮编：100020
电话：（86010）66428877
传真：（86010）66426100
网址：<http://www.ccxi.com.cn>

CHINA CHENGXININTERNATIONAL CREDIT
RATINGCO.,LTD
ADD: Building 5, Galaxy SOHO,
No.2Nanzhuganhutong , Chaoyangmennei Avenue,
Dongchengdistrict, Beijing, 100020
TEL: (86010) 66428877
FAX: (86010) 66426100
SITE: <http://www.ccxi.com.cn>

