

内需依旧疲弱，宽信用环境有望延续

——2023年一季度货币政策执行报告点评

相关研究：

1. 《经济边际改善，但隐忧仍在——一季度央行调查问卷点评》
2023.04.14
2. 《稳增长基调延续，货币政策将侧重结构性发力——央行货币政策委员会一季度例会解读》
2023.04.19
3. 《收入端边际改善，基建支出发力明显——3月财政数据点评》
2023.04.25
4. 《聚集现代化产业体系和人口高质量发展问题——二十届中央财经委员会第一次会议点评》
2023.05.10
5. 《估值效应整体为正，外储规模环比“二连升”——4月外储数据点评》
2023.05.17

分析师：仇华

证书编号：S0500519120001

Tel: 021-50295323

Email: qh3062@xcsc.com

联系人：赵建武

Tel: 021-50295330

Email: zjw06921@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件

5月15日，人民银行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》。

□ 经济运行好于预期，但后续仍面临不少挑战

央行对于一季度经济运行的定调是“好于预期”，对于后续经济持续性也有一定信心。但另一方面，《报告》也提到当前经济面临不少挑战，从国际看，“全球经济增长放缓、通胀仍处高位、地缘政治冲突持续，不稳定、不确定、难预料因素较多”。从国内看，央行认为国内经济内生动力还不强、需求仍然不足，主要体现在疫情“伤痕效应”尚未消退，居民收入预期还在恢复，青年人就业压力较大，消费复苏动能的可持续性面临挑战，政府投资撬动社会投资仍存制约，全球经济增长放缓也可能使外需持续承压。

□ 政策基调依旧“精准有力”，宽信用环境有望延续

《报告》整体仍延续中央经济工作会议“精准有力”的基调。央行对信贷节奏的关注度提升，在报告中新增了“节奏平稳”、“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”等表述，表明央行大概率将维持偏宽的信用环境以避免后续出现信贷“滑坡”的现象。结构性货币政策方面变化不大，仍然是强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”。央行仍强调“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，预计后续降低实体经济融资成本仍是央行的重要工作之一。

□ 坚持“房住不炒”，谨慎防范境外风险输入

《报告》对于房地产和汇率的表述基本未变。房地产方面，《报告》仍然强调房住不炒，坚持做好“三稳”、“三保”工作，推动建立房地产业发展新模式。汇率方面，继续强调发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。《报告》表示，硅谷银行破产对我国金融市场影响可控，但提出将加快推进金融稳定法制建设、加强金融风险监测和预警并完善金融风险处置资源。结合新增“强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导”的表述，我们认为央行对于外部金融风险的防范较为重视，对于国内中小金融机构的监管力度或将进一步加强。

□ 风险提示

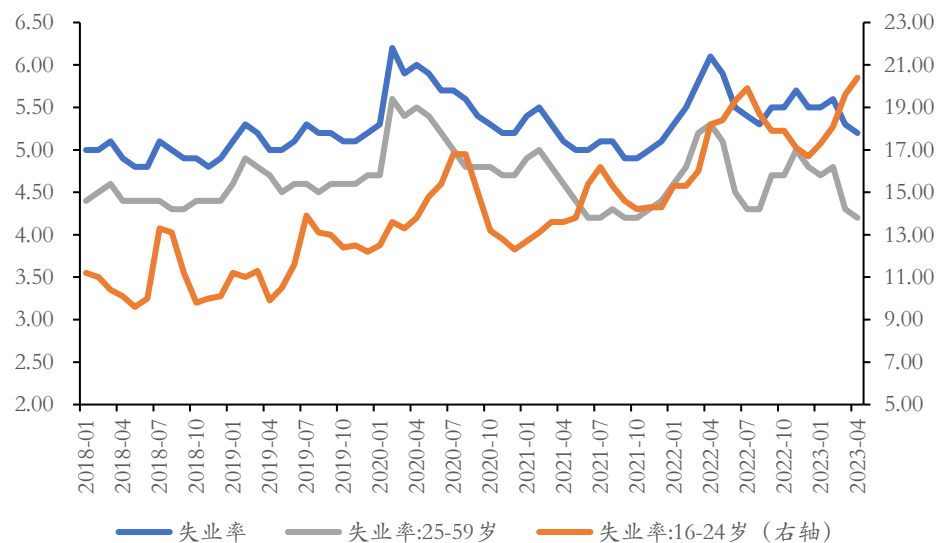
政策落地不及预期；房地产链条修复节奏不及预期。

1 经济运行好于预期，但后续仍面临不少挑战

5月15日，人民银行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》。央行对于一季度经济运行的定调是“好于预期”，对于后续经济持续性也有一定信心。《报告》指出，今年以来我国社会全面恢复常态化运行，“三重压力”得到缓解，经济发展呈现回升向好态势。后续延续复苏有四大有利条件，居民收入有所恢复、重大项目加快推进、出口仍具结构性优势、政策效果持续显现。对于经济的持续性央行也有一定信心，指出“我国经济运行有望持续整体好转”，并且指出二季度经济在低基数影响下增速可能明显回升。

但另一方面，《报告》也提到当前经济面临不少挑战，从国际看，“全球经济增长放缓、通胀仍处高位、地缘政治冲突持续，不稳定、不确定、难预料因素较多”。从国内看，央行认为国内经济内生动力还不强、需求仍然不足，主要体现在疫情“伤痕效应”尚未消退，居民收入预期还在恢复，青年人就业压力较大，消费复苏动能的可持续性面临挑战，政府投资撬动社会投资仍存制约，全球经济增长放缓也可能使外需持续承压。

图1 当前青年失业率依旧居高不下（%）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

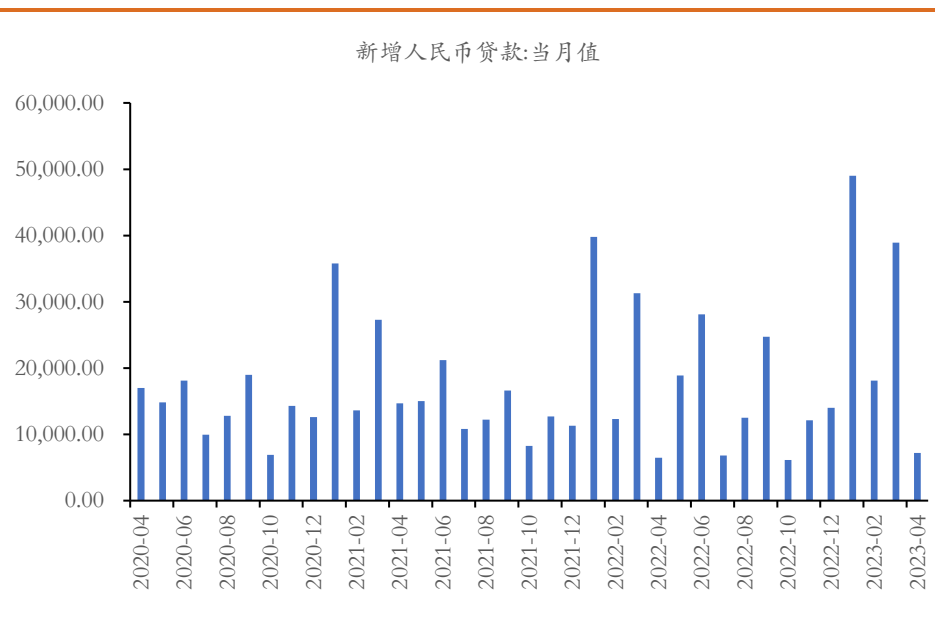
关于通胀，前两期货币政策执行报告央行反复强调通胀潜在压力，2022年三季度报告认为“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”，2022年四季度报告认为“密切关注通胀走势变化”。本次报告对通胀定调明显有了转变，认为“经济运行持续好转，不符合通缩的特征”、“不存在长期通缩或通胀的基础”。央行认为年初以来物价的回落主要由供给能力较强、需求复苏偏慢

以及基数效应三个因素导致。关于通胀后续走势，央行认为在去年同期高基数的背景下，未来几个月 CPI 预计低位窄幅波动，而下半年 CPI 中枢或温和抬升。我们认为，当前核心 CPI 的稳定一定程度上体现了当前经济仍存韧性，伴随着基数效应拖累减弱以及内需逐步恢复，CPI 或将逐步从底部回升。

2 政策基调依旧“精准有力”，宽信用环境有望延续

货币政策方面，《报告》整体仍延续中央经济工作会议“精准有力”的基调。报告新增提及“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”，与此前央行在一季度金融统计数据新闻发布会上强调的“结构性货币政策工具发挥的是牵引带动作用”相呼应。此外，强调“利率水平合理适度”，与3月3日易纲行长的讲话“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的”相呼应，根据“缩减原则”，在不发生较大冲击的情况下，预计短期内下调政策利率的概率相对较低。信贷政策方面，《报告》强调“总量适度、节奏平稳”，与一季度例会表述一致。今年一季度新增信贷同比增加了 2.26 万亿，大幅高于去年同期的同比增幅 6700 亿，指向今年信贷节奏大概率继续前倾，在此背景下，央行对信贷节奏的关注度提升，在报告中新增了“节奏平稳”、“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”等表述，表明央行大概率将维持偏宽的信用环境以避免后续出现信贷“滑坡”的现象。

图2 一季度新增信贷达到了近年高位（亿元）



资料来源：Wind、湘财证券研究所

结构性货币政策方面变化不大，仍然是强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，提到实施好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等工具，继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，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。利率方面，2023 年一季度新发放贷款加权平均利率为 4.34%，较去年四季度提升 20BP，是 2021 年四季度以来首次提升。主要是受票据利率提升较多影响，较四季度上行 107bp，其他利率均有不同程度下降，4 月以来票据利率持续下行至中枢附近，预计贷款利率可能重新进入下行通道。央行仍强调“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，预计后续降低实体经济融资成本仍是央行的重点工作之一。

3 坚持“房住不炒”，谨慎防范境外风险输入

《报告》对于房地产和汇率的表述基本未变。房地产方面，《报告》仍然强调房住不炒，坚持做好“三稳”、“三保”工作，推动建立房地产业发展新模式。汇率方面，继续强调发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。专栏部分，《报告》认为今年 M2 和人民币存款延续高增，主要原因在于一是与稳增长政策加力密不可分；其次，企业和居民理财资金回流为表内存款；最后，市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升。展望来看，随着预期好转以及经济加快恢复，居民前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，带动 M2 和存款平稳增长。此外，《报告》表示，硅谷银行破产对我国金融市场影响可控，但提出将加快推进金融稳定法制建设、加强金融风险监测和预警并完善金融风险处置资源。结合新增“强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导”的表述，我们认为央行对于外部金融风险的防范较为重视，对于国内中小金融机构的监管力度或将进一步加强。

4 风险提示

政策落地不及预期；房地产链条修复节奏不及预期。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

- 买入：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持：**未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性：**未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；
- 卖出：**未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。