

依然是强调配合

证券研究报告

2024年05月11日

——一季度货政报告解读

整体来看，货币政策对信贷结构的诉求仍然大于总量，但对汇率的要求较上次货政报告略有加强，对通胀的关注度提升，风险处置可能进入平稳阶段。

货币政策的基调并未出现明显的转变，外部均衡仍然是内部调控的重要约束，二季度货币政策进一步宽松的空间或较为有限，更多以配合财政、产业政策的发力为主。

风险提示：海外经济、主要央行货币政策存在不确定性，可能对国内货币政策产生影响。

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

- 《宏观报告：宏观-全球电动汽车产业正在倒退吗？》2024-05-09
- 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-24年5月第1周》2024-05-09
- 《宏观报告：宏观-疫后的居民消费特征》2024-05-05

5月10日，央行发布了《2024年第一季度中国货币政策执行报告》¹（以下简称“货政报告”）。

整体来看，货币政策对信贷结构的诉求仍然大于总量，但对汇率的要求较上次货政报告略有加强，对通胀的关注度提升，风险处置可能进入平稳阶段。

和上一次的货币政策执行报告相比，这次报告有几个重点信息。

第一，尽管信贷增速持续放缓，但央行并未因此加大对信贷总量的诉求。

信贷余额增速自2023年4月以来持续放缓，今年以来下行的速度甚至有所加快，截至2024年3月，人民币贷款余额同比增速录得9.6%，较去年底放缓1个百分点，较2023年4月的前期高点放缓2.2个百分点。

图 1：2023 年 4 月以来，贷款余额增速持续放缓（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

首先，央行认为当前的货币、信贷存量并不算低。货政报告专栏 1《信贷增长与经济高质量发展的关系》强调，“存量货币信贷已经不低，并将持续发挥作用”；货政报告专栏 2《从存贷款结构分布看资金流向》也强调，“当前货币存量已经不少了”。

其次，央行认为信贷增速放缓的主要原因并非货币供应不足，而是需求不足。在《专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系》中，央行指出“当前信贷增长已由供给约束转化为需求约束，对该变化还有个认识、适应的过程，仍有‘规模情结’”；同时在谈及物价时，也明确指出“当前物价处于低位的根本原因在于实体经济需求不足、供求失衡，而不是货币供给不够”。

央行也指出了货币、信贷供应过多的副作用，即“低效企业长期占用信贷资源、难以出清和优胜劣汰，低价恶性竞争拖累经营高效企业”、“企业资金空转套利”。

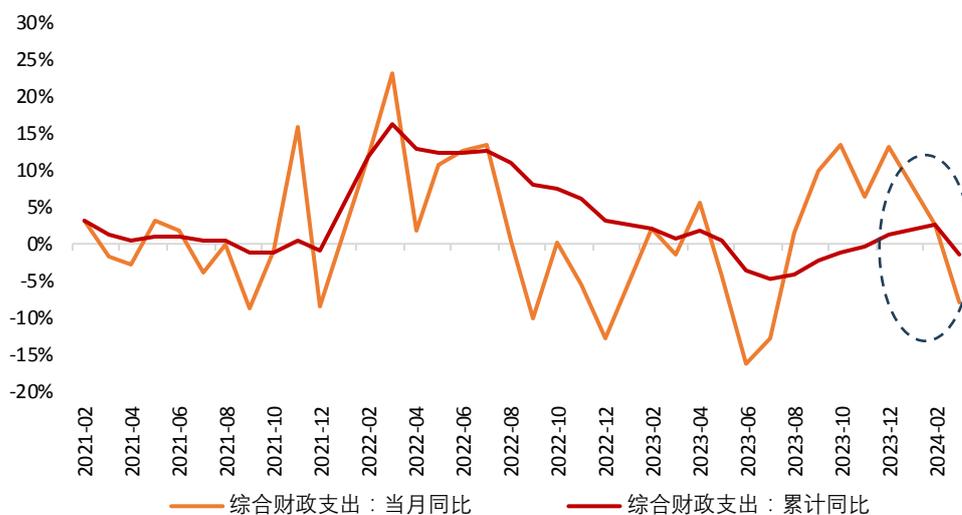
因此，从本次货政报告中可以清晰地看到，央行进一步加大货币、信贷供给的意愿并不强烈，推升信贷增速仍然要以实体需求的扩张为前提。而货币政策通常存在“推绳子”的难题，即货币紧缩可以有效抑制实体需求，但货币宽松对实体需求的提振则相对有限，当前情况下，宽信用或仍然有赖于宽财政。

前期，财政发力相对较为有限。1-3 月，综合财政支出同比下降 1.5%；1-4 月，政府债券净融资规模同比下降 44%、城投债券净融资规模同比下降 127%。但 4 月 30 日政治局会议明确要求“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度，保持必要的财政支出强度”，发改委、财政部已于 4 月下旬完成了 2024 年专项债项目的筛选工作，发改

¹ <http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/5347949/5347944/index.html>

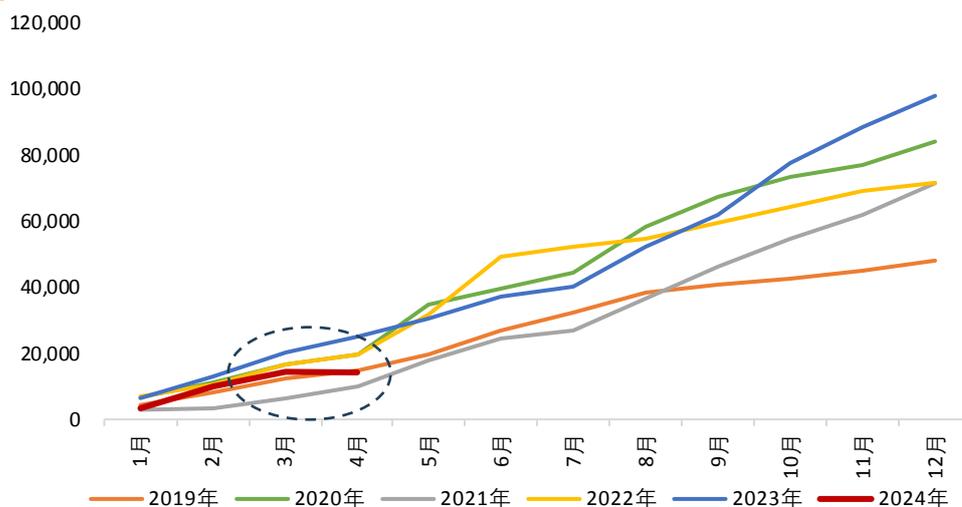
委也要求推动所有增发国债项目于今年6月底前开工建设，因此我们预计后续财政融资、支出可能会有所加快，信贷增速持续下滑的趋势可能也会有所改善。

图 2：2023 年 1-3 月，综合财政支出同比下降 1.5% (单位：%)



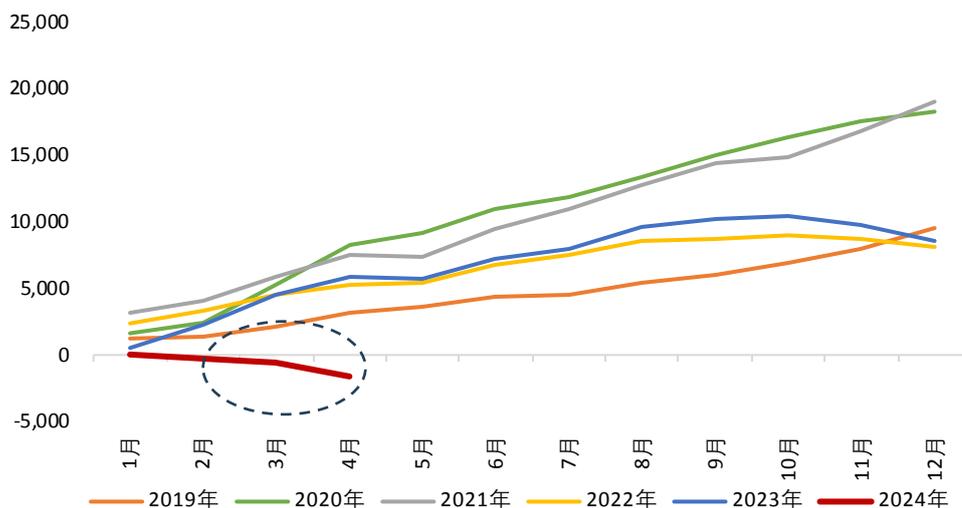
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：政府债券累计净融资规模 (单位：亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：城投债券净融资规模 (单位：亿元)



资料来源：Wind，天风证券研究所

第二，对稳汇率的要求更加坚决。

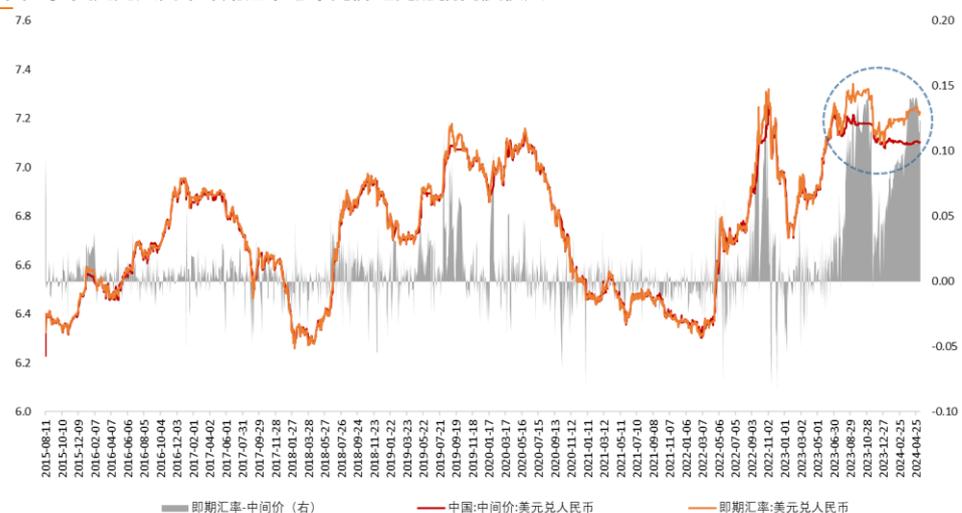
在 23 年 Q4 货政报告中，央行删掉了“坚决对顺周期行为予以纠偏”和“防范汇率超调风险”之前的“坚决”，但本次货政报告又予以加回，与 3 月 29 日召开的 Q1 货币政策委员会例会保持一致。

截至 5 月 10 日，美元兑人民币即期汇率较中间价的偏离度约为 1.7%，较 23 年 Q4 货政报告发布时提升了约 0.5 个百分点，我们认为，可能意味着人民币汇率的贬值幅度明显超出了较央行认为的合意水平，使得央行需要将货币政策的重心再度向稳汇率倾斜。

由于“当前美联储降息必要性、降息的空间以及降息的动力或都不足”降息（详见报告《如何看待当前美国降息预期》，2024.4.1），我们认为，在稳汇率的约束下，我国央行货币政策的宽松空间可能会受到更多的限制，同时央行当前对信贷总量的诉求并不高，因此短期内进一步宽松的可能性较小。

再考虑到 430 政治局会议要求“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，我们预计，在后续政府债发行放量期间，央行可能会通过降准释放流动性进行配合，但下调政策利率的概率较小，价格工具可能主要是“引导存款利率下调→扩大银行息差空间→推动 LPR 下降”。

图 5：美元兑人民币即期汇率与中间价之间的偏离度较大



资料来源：Wind，天风证券研究所

第三，对通胀温和回升的要求更明确，但货币政策操作空间有限，主要依靠“政策协调配合”。

关于通胀，本次货政报告的要求是“把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量，加强政策协调配合，保持物价在合理水平”，无论是与 23 年 Q4 货政报告的“保持物价在合理水平”相比，还是与 Q1 货政委例会的“促进物价温和回升，保持物价在合理水平”相比，央行当前对通胀提出了更高的要求，通胀在央行货币政策决策体系中的权重可能也有所提升。

但央行同时也指出，当前物价低是因为“实体经济需求不足”和“供求失衡”，并非货币供应不够。前者关键看广义财政的扩张，而后者则需要通过产业政策对供给端进行优化调整，货币政策目前可能难以直接参与到对通胀的推升过程中。

对于通胀的回升，货币政策主要以协调配合为主，比如在政府债券发行过程中提供流动性支持来配合广义财政发力；优化信贷结构、减少低效企业对信贷资源的占用来配合对低效产能的出清和优胜劣汰。

图 6：工业产能利用率持续回落（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

第四，央行对防风险的表述有所弱化。

23 年 Q4 货政报告中，央行要求“积极推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作”，同时对地方债务风险、房地产风险、中小金融机构风险分别做出了相应地部署。

而本次报告则是“平稳有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作”，同时要求“稳妥有序做好存量风险处置项目收尾”，并且没有直接提及地方债务、房地产、中小金融机构三大风险。

同时，430 政治局会议对防风险的表述也有所弱化。相比于去年底召开的中央经济工作会议，430 政治局会议只提到了地方政府债务风险和中小金融机构改革化险，并未直接提及房地产风险。

可以看出，在央行或政策的视野中，后续防风险的重心或将以存量收尾、早期预防为主。

综合来看，货币政策的基调并未出现明显的转变，外部均衡仍然是内部调控的重要约束，二季度货币政策进一步宽松的空间或较为有限，更多以配合财政、产业政策的发力为主。

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com