

一季度货政执行报告点评

宏观经济点评

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）

zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）

majieying@gjzq.com.cn

货币政策的“新提法”

事件：

5月10日，央行发布2024年一季度货币政策执行报告。

政策基调：聚焦高质量发展，注重科技创新、民营经济、绿色发展等结构性支持

央行对国内经济向好趋势相对乐观，强调扎实推进高质量发展、在发展中解决问题。一季度报告指出，国内经济回升向好有利条件较多，主要包括政府稳增长力度继续加大、居民消费意愿加快恢复、民营活动活跃度提升及前期政策实施落地等。中短期面临一些挑战，国内有效需求不足、企业经营压力较大、重点领域风险隐患较多等，外部环境不确定性上升，经济全球化面临考验，发达经济体通胀粘性较强、降息时点后移等。

政策延续强调“灵活适度”、“精准有力”，强化逆周期和跨周期调节，聚集科技创新、民营经济、绿色发展等结构性支持。与一季度例会一致的是，货币政策坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”，推动科技创新和技术改造再贷款落地生效；持续做好支持民营经济金融服务、畅通民企信贷、债券等融资渠道；统筹绿色发展与能源转型的金融支持。

“新提法”：信贷质效与高质量适配，稳定价格成为重要目标、提示长端收益率风险

信贷政策更加注重质效，与高质量发展相适配。一方面，信贷依然聚焦“节奏”、延续强调“合理增长、均衡投放”。另一方面，信贷投放效率关注度明显抬升，报告强调信贷供给要与高质量发展有效融资需求相适配，避免资金沉淀空转套利等。并设专栏提出，伴随经济结构转型调整，信贷结构会出现“换挡”、结构也在优化升级，需要提高信贷投放效率，同时发展股权资金等直接融资等来服务于新阶段的融资需求。

维护价格稳定、推动价格温和回升成为货币政策的重要考量。一季度报告指出，物价温和回升成为货币政策重心之一。指出当前物价低位的根本原因在于实体需求不足、供给失衡，而不是货币供给不够。中长期物价保持稳定有坚实基础，在经济转型和产业升级过程中供需条件有望改善、货币条件也将保持合理适度。

中长端收益率着墨较多，设专栏提示投资短期化的潜在风险。相较于一季度例会提及“关注长期收益率变化”，一季度报告设专栏指出，伴随政府债券发行节奏加快、债市供求有望趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好趋势将更加匹配，提示防范投资行为过于短期化可能带来的损失。事实上，4月中下旬央行已多次表态“高度重视利率风险”，长端债市收益率也有所上行（详情参见《债市的核心矛盾？》、《债市，调整的风险有多大？》）。

其他方面：防范汇率超调风险，支持房企合理融资、推动加快地产发展新模式

政策对稳汇率关注度依然较高、坚决防范汇率超调风险。报告在政策基调，把握好利率、汇率内外均衡两个板块均有涉及及稳定汇率等相关表态，强调“坚决对顺周期行为予以纠偏”、“坚决防范汇率超调风险”等，并强调把握内外均衡、坚持底线思维、加强预期管理等。

发挥货币信贷导向作用，支持地产合理融资、推动加快地产发展新模式。一季度报告强调，因城施策精准实施差异化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房企合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，强化保障性住房、城中村改造等建设资金保障等。

风险提示

政策落地效果不及预期。

图1：2024年一季度与2023年四季度货币政策执行报告主要内容比较

	2023Q4	2024Q1
专栏	<p>准确把握货币信贷供需规律和新特点 利率自律机制十年：市场化改革的重要保障 稳步推进央行双边本币互换 进一步深化内地与香港金融合作</p>	<p>信贷增长与经济高质量发展的关系 从存贷款结构分布看资金流向 持续提升外籍来华人员支付便利性 如何看待当前长期国债收益率</p>
经济形势分析	<p>2023年，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进...展望2024年，我国经济有望进一步回升向好。一是投资继续加力...二是消费稳步改善...三是外贸韧性较强...。中央经济工作会议明确要求“聚焦经济建设这一中心工作和高质量发展这一首要任务”，也将有力调动各方积极性。经济持续回升向好也需要克服一些困难和挑战。从国际看，发达经济体本轮加息周期或已结束，但高利率的滞后影响还将持续显现。2024年还是全球选举大年，世界政治经济形势的不确定性可能增大...从国内看，经济大循环也存在堵点，消费者信心指数和民间投资增速仍处低位，需求不足与产能过剩的矛盾较为突出...社会预期依然偏弱...既要正视困难，又要增强信心和底气。我国经济长期向好的基本趋势没有改变，有利条件强于不利因素，要坚持稳中求进，以进促稳、先立后破，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。</p> <p>物价有望温和回升。2023年四季度以来，CPI同比持续在负值区间运行，除了受猪肉等食品价格高基数影响，耐用品和服务价格涨幅也偏弱，核心CPI同比由此前的0.8%降至0.6%。通胀根本上取决于实体经济供需的平衡情况，目前物价水平较低背后反映的是经济有效需求不足，总供求恢复不同步。未来随着基数效应逐步减弱，商品和服务需求的持续恢复，预计物价总体温和回升态势。PPI降幅预计也将持续收敛。</p>	<p>今年一季度，我国经济回升向好势头进一步巩固和增强...经济延续回升向好态势的有利条件较多。一是政府稳增长力度继续加大...二是居民消费意愿加快恢复...三是民营经济活跃度不断提升...此外，前期各项宏观政策措施还在逐步发挥作用，有利于继续巩固和增强经济回升向好态势。我国经济发展也还存在一些挑战。从国际看，地缘冲突升温、大国博弈加剧背景下，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，经济全球化面临考验，发达经济体高通胀粘性较强，降息时点后移影响仍需关注。从国内看，有效需求仍然不足，企业经营压力较大重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅...既要正视困难，又要增强信心和底气...坚持稳中求进，以进促稳，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。</p> <p>物价将保持温和回升态势。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。今年一季度，随着经济数据持续改善，物价指标也明显回弹，CPI同比由负转正，预计年内还将继续温和回升，PPI降幅也将收敛。中长期看，我国处于经济转型和产业升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，物价保持基本稳定有坚实基础。</p>
政策基调	<p>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，准确把握货币信贷供需规律和新特点，引导信贷合理增长、均衡投放...加强政策协调配合，有效支持促消费、稳投资、扩内需，保持物价在合理水平...发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，支持采取债务重组等方式盘活信贷存量，提升存量贷款使用效率。坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，抓好金融支持民营经济25条举措落实，加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度...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，综合施策、稳定预期，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。持续有效防范化解中小金融机构、地方债务、房地产等重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。</p>	<p>稳健的货币政策要灵活适度、精准有效，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，引导信贷合理增长、均衡投放...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...坚持聚焦重点、合理适度、有进有退，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效支持，畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转。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，发挥市场在汇率形成中的决定性作用，综合施策、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。持续有效防范化解重点领域风险，坚决守住不发生系统性风险的底线。</p>
政策展望	<p>保持融资和货币总量合理增长，按照大力发展直接融资的要求，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系...持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，密切关注主要央行货币政策变化开展公开市场操作，灵活运用多种货币政策工具，保障政府债券顺利发行，引导金融机构加强流动性风险管理...支持金融机构积极挖掘信贷需求和项目储备，促进贷款合理增长，加强信贷均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性...着力提升贷款使用效率，通过部分贷款到期回收后转贷更高效的经营主体，优化新增贷款投向，推动必要的市场化出清，为经济可持续发展提供更好支持。</p> <p>充分发挥货币信贷政策导向作用，坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”...实施好存续的各类专项再贷款工具，整合支持科技创新和数字金融领域的工具方案，继续加大对普惠小微、制造业、绿色发展、科技创新等重点领域和薄弱环节的支持...提高民营和中小微企业融资可得性和便利性，指导金融机构持续加大金融支持乡村振兴力度，更好满足涉农领域多样化融资需求。</p> <p>因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。用好新增的抵押补充贷款工具，加大对保障性住房建设、“平急两用”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度，推动加快构建房地产发展新模式。</p> <p>把握好利率、汇率内外均衡，落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本...理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，维护市场竞争秩序，推动社会融资成本稳中有降...坚持市场在汇率形成中起决定性作用，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，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>积极稳妥防范化解金融风险，进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱...加快推动我国全球系统重要性银行建立健全总损失吸收能力，切实提高风险抵御能力，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。指导金融机构按照市场化、法治化原则，合理运用债务重组、置换等手段，支持地方融资平台债务风险化解，加强对房地产市场运行情况的监测分析，推动化解中小金融机构风险，健全具有硬约束的早期纠正机制...防止金融风险累积扩散，牢牢守住不发生系统性风险的底线。</p>	<p>保持融资和货币总量合理增长，合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，支持直接融资加快发展...密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活运用多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行...保持货币信贷供给与实体经济高质量发展的有效融资需求相匹配，引导贷款合理增长、均衡投放...加大力度盘活存量金融资源，密切关注资金沉淀空转等情况，促进提高资金使用效率，为经济高质量发展提供更好支持。</p> <p>充分发挥货币信贷政策导向作用，坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”...实施好存续的各类专项再贷款工具，推动科技创新和技改投资贷款落地生效。持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务，推动畅通民营企业信贷、债券、股权融资渠道，落实好加大力度支持科技型中小企业融资行动方案...统筹好对绿色发展和传统能源转型的金融支持，持续推动绿色债券市场高质量发展。</p> <p>因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，促进房地产市场平稳健康发展。强化保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施建设资金保障，推动加快构建房地产发展新模式。</p> <p>把握好利率、汇率内外均衡...落实存款利率市场化调整机制，防范高息揽储行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本...加强行业自律协调和管理，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系...加强预期管理，做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。</p> <p>积极稳妥防范化解金融风险，进一步完善宏观审慎政策框架，提高系统性风险监测、评估与预警能力，丰富宏观审慎政策工具箱...积极有序推动重点区域、重点机构和重点领域风险处置和改革化险工作，稳妥有序做好存量风险处置项目目标，继续做好硬约束早期纠正试点工作，强化金融稳定保障体系，健全权责一致、激励约束相容的风险处置问责机制...</p>

来源：中国人民银行、国金证券研究所

风险提示

1、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402