

2024年5月11日

证券分析师

刘思佳 S0630516080002

liusj@longone.com.cn

证券分析师

胡少华 S0630516090002

hush@longone.com.cn

联系人

高旗胜

gqs@longone.com.cn

淡化增速，盘活存量

——国内观察：2024年一季度货币政策执行报告

投资要点

- **事件：5月10日，央行发布2024年一季度货币政策执行报告。**
- **核心观点：一季度货币政策执行报告整体延续两会及4月政治局会议精神，对经济形势的判断相对乐观。从推动价格温和回升，淡化信贷、货币增速，盘活存量，防止资金空转的角度来看，结构性货币政策工具以及降低政策利率可能是主要方向，总量上的降准或更多应对政府债发行节奏提速下的流动性呵护。**
- **对经济的判断进一步乐观。**一季度报告指出“经济回升的好势头进一步巩固和增强”，相较于四季度的“经济持续回升向好”，更偏乐观；对国内大循环的判断是不够顺畅，而非“存在堵点”，亦能反映乐观。挑战方面，国际上聚焦“地缘冲突”以及“大国博弈”，前者是对通胀以及美联储货币政策的关注，后者是对贸易环境的担忧；国内方面，删除了“预期偏弱”，但内需层面仍然不足。
- **推动价格温和回升，可能更多依靠价格工具。**货币政策基调“灵活适度、精准有效”，没有变化。增加了关于价格方面的表述，“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”。此外，通胀形势判断中，央行认为当前物价处于低位的根本原因并非货币供给不够所致。我们认为，至少从促进物价稳定回升的角度来看，下一步价格工具的使用可能性更高一些。
- **淡化信贷、货币增速，强调与有效需求相匹配。**信贷方面，“按照市场化法治化原则，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”。专栏1重点介绍了信贷增长与经济高质量发展的关系：信贷总量增长的放缓不意味着金融支持实体经济的力度减弱。主要原因在于：1.经济结构转型，新旧产业信贷需求“换挡”；2.存量规模较大（250万亿元），导致边际效果递减；3.社融口径下直接融资对传统信贷的替代效应。货币增速方面，专栏3分析了不同部门的存贷款占比，目前存在的问题可能也是下一步政策的着力点，一是居民的非住房消费贷款占比低，二是居民存款向企业存款的转化不足，这一点恰是M2M1剪刀差位于高位的主要原因之一。结合以上来看，盘活存量的主要方向或是如何促进居民扩大消费。
- **长期国债供给可能会加大，提示利率波动风险。**继《金融时报》此前的发文之后，央行用专栏4进一步解释了如何看待当前长期国债收益率。一季度长期国债收益率的下行，在短期供需层面的背后，是市场对于宏观经济层面存在预期差，进而在预期无风险收益率下行的情况下，加大了长期国债这种安全资产的配置需求。其中，央行特别指出了农村金融机构占银行间债券市场交易比重在一季度达到了24.8%，同期大幅提升10.5个百分点，背后或也反映了中小金融机构负债成本的压力。另一方面，结合此前政治局会议指出的，“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”，央行也提到今年政府债券供给规模不小，发行节奏还会加快。我们认为，从宏观政策取向一致性的角度来看，配合政府债发行提速，可能会有降准安排，但对债市来说短期或是交易性机会为主。
- **关于房地产。**一季度货币政策执行报告加入了4月政治局会议的增量信息：统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施，预计央行可能会有更多配套的政策支持。删除“用好新增的PSL”，可能预示本轮PSL的投放暂时告一段落。
- **风险提示：国内政策落地不及预期，房地产政策效果不及预期。**

表1 货币政策执行报告对比

	2023 年四季度报告	2024 年一季度报告
经济形势判断	<p>2023 年，我国经济回升向好，高质量发展扎实推进。全年国内生产总值（GDP）同比增长 5.2%，顺利完成年初制定目标，对世界经济增长的贡献率有望超过 30%；居民人均可支配收入实际同比增长 6.1%，城乡收入差异继续收窄，人民生活水平不断提高。</p> <p>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；制造业 PMI 连续 4 个月位于收缩区间，社会预期依然偏弱。对此，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>今年一季度，我国经济回升向好势头进一步巩固和增强，国内生产总值（GDP）同比增长 5.3%，为实现全年增长目标打下了良好基础。</p> <p>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。对此，既要正视困难，又要增强信心和底气，我国经济基础稳、优势多、韧性强、潜能大，长期向好的基本趋势没有改变，有利条件强于不利因素，开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势，要坚持稳中求进、以进促稳，扎实推动高质量发展，在发展中解决问题。</p>
下一步货币政策基调	<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，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。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。</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，保持流动性合理充裕，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。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。</p>
通胀	<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，预计物价总体呈温和回升态势。PPI 降幅预计也将持续收敛。中长期看，我国处于经济恢复和产业转型升级的关键期，供需条件有望持续改善，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。</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>
信贷	<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。继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。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，灵活有效开展公开市场操作，搭配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，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。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，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹</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，继续推动公司信用类债券和金融债券市场发展。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，灵活有效开展公开市场操作，搭配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。支持金融机构按照市场化法治化原则，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适应，引导贷款合理增长、均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。加大力度盘</p>

配。着力提升贷款使用效率，通过部分贷款到期回收后转投更高效的经营主体、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撑。

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撑。

利率
深入推进利率市场化改革，畅通货币政策传导渠道。健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，**引导市场利率围绕政策利率波动**。落实存款利率市场化调整机制，着力稳定银行负债成本。发挥贷款市场报价利率改革效能，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，维护市场竞争秩序，推动社会综合融资成本稳中有降。

持续深化利率市场化改革，发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。**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。**

房地产
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再贷款工具**，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。

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。

专栏 1 准确把握货币信贷供需规律和新特点

专栏 1 信贷增长与经济高质量发展的关系

专栏 2 利率自律机制十年：市场化改革的重要保障

专栏 2 从存贷款结构分布看资金流向

专栏 3 稳步推进央行间双边本币互换

专栏 3 持续提升外籍来华人员支付便利性

专栏 4 进一步深化内地与香港金融合作

专栏 4 如何看待当前长期国债收益率

资料来源：央行，东海证券研究所

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

二、分析师声明：

本报告署名分析师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，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本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。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8621) 20333275
 手机：18221959689
 传真：(8621) 50585608
 邮编：200125

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
 网址：Http://www.longone.com.cn
 座机：(8610) 59707105
 手机：18221959689
 传真：(8610) 59707100
 邮编：100089