

2024年5月10日，中国人民银行发布《2024年一季度货币政策执行报告》。

### ► 总基调变化不大，细节针对一季度的情形相应调整

整体上看，报告中对货币政策的表述维持了去年中央经济工作会议以及两会以来的基调，并无太大变化。但对比货政执行报告摘要，2024年一季度相较于2023年四季度在篇幅上有所精简：删减货币政策工具、存量信贷的相关表述、加大汇率的关注度。

**其一是删除了关于货币政策工具的表述。**去年四季度报告提到：发挥好货币政策工具总量和结构双重功能。而本次报告当中并没有出现。

**其二是删除了盘活存量信贷的表述。**去年四季度报告提到：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，或说明在一季度盘活存量信贷的工作已经告一段落。

**此外，对于汇率的相关表述略有增加。**一季度报告中增加了：坚决对顺周期行为予以纠偏。这一新增表述或与一季度人民币汇率贬值压力加大有关。

### ► 将长债收益率偏低归因为债券供需不平衡，未来将与经济向好更匹配

在专栏4，报告详细阐述了长期收益率的三个决定因素：长期经济增长、通胀预期、安全资产供需。

**首先，报告对于经济和通胀前景的表述较为积极：**长期向好的基本面没有改变，近期PMI.....在改善.....

**其次，报告认为债券供需不平衡将会逐步改善：**今年积极财政政策的力度比较大，计划发行的政府债券规模也不小，发行节奏还会加快。

**另外，报告特别指出农商行等机构对中长债的交易活跃较高：**一季度，银行间债券市场20至30年期债券成交8.9万亿元，同比增长约5倍。

基于以上判断，报告总结：债券市场供求有望进一步趋于均衡，长期国债收益率与未来经济向好的态势将更加匹配。

### ► 对一季度信贷降速给出回应：信贷增速与经济增长无必然联系

今年一季度以来，新增信贷同比少增，人民币贷款增速也从去年末的10.6%降至一季度末的9.6%，本次报告中特地用了两个专栏予以回应：

专栏1提到：我国信贷增长与经济增长的关系趋于弱化.....各地区贷款增速与经济增长无必然联系；专栏2提到：当前货币存量已经不少.....庞大的货币总量增长可能放缓，这并不意味着金融支持实体经济力度减少，反而是金融支持质效提升的体现。

总体而言，**央行或认为当前信贷在总量层面的支持力度足够，重点在于优化信贷结构、发展直接融资**。

### ► 总结：预计后续总量货币的主动变化有限，财政或是主要变量

从央行的表述来看，下一阶段总量货币政策主动扩张的动力比较有限，或更多是作为财政政策的协同配合。随着4月金融数据发布，**新增社融罕见转负、存量社融增速下降至8.3%**，需要重点关注5-6月是否会迎来“降债缓速”和“发债提速”的组合，以及广义财政阶段性重新扩张对大类资产风格的影响。

► **风险提示：**货币政策超预期；财政扩张节奏不及预期。



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

### 相关研究

- 1.宏观专题研究：广义财政再扩张与市场风格再平衡-2024/05/09
- 2.全球大类资产跟踪周报：人民币资产再迎“顺风”-2024/05/04
- 3.2024年4月PMI数据点评：总量偏平，结构待均衡-2024/05/03
- 4.宏观专题研究：如果央行买国债：是什么、怎么做、有何影响？-2024/05/03
- 5.政治局会议点评：核心要点和市场影响-2024/04/30

## 分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026