

# 央行一季度货币政策执行报告点评

## 物价成为重要考量

北京时间5月10日，央行发布2024年一季度货币政策执行报告。本次报告具体新增对于物价以及长期国债收益率的关注，货币政策导向维持稳健，具体来看：

1. 货币工具方面，报告整体延续了4月政治局会议中提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”的说法，利率工具可能包括MLF、LPR、存款利率甚至买卖国债，二季度应当会有所发力。同时报告强调“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”，5-6月若政府债集中发行，央行可能会采取降准操作对冲；2. 预期引导方面，物价成为货币政策重要考量，下一阶段央行或将引导调节表内储蓄及表外投资产品的收益率，以期影响居民风险偏好和投资行为，后续存款利率或将进一步下行。同时央行对于市场利率的预期管理也逐渐加强，整体来看央行倾向于加强预期引导，纠偏市场过度投机行为。

- **国内居民消费意愿及企业经营景气指数回升。**经济前景方面，一季度货币政策报告看法相对乐观，相对于去年四季度报告，一季度报告同样提及了“国内大循环不畅”、“有效需求仍然不足”等问题，但报告从具体数据层面上也说明了乐观因素正在增加，一是今年中央杠杆空间充足，二是清明假期消费数据表现较好，三是一季度城镇储户问卷中居民消费倾向回升。**海外通胀回落趋缓。**海外方面，一季度货币政策报告延续了货政委员会一季度例会中对于国际金融市场波动的担忧，报告中提到“高利率持续的背景下，商业地产承受的压力可能进一步向银行业传导”，同时报告指出“通胀回落速度可能不及预期”。

- **再提物价作为货币政策的重要考量。**物价方面，一季度报告再提“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”，但新增了物价低位原因“不是货币供给不够”的表述，强调目前货币供给已处于高位。下一阶段央行或将引导调节表内储蓄及表外投资产品的收益率。

- **政策稳健导向延续，旨在价格工具发力。**货币政策工具方面，目前货币供给已处于高位，4月政治局会议中提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，利率工具可能包括MLF、LPR、存款利率甚至买卖国债，二季度应当会有所发力。

- **价格方面，利率预期管理秉承“居中之道”。**一季度货币政策报告中还提到了另一个市场关注点，即专栏4《如何看待长期国债收益率》。报告提出长期国债收益率“受到安全资产缺乏等因素的扰动”，这是今年以来长债大幅上涨的原因之一。在政策利率受到汇率条件约束难以调整的情况下，央行有必要下场引导市场利率防止出现系统性风险，从3月以来央行的一系列喊话中可以看出央行逐渐开始在不调整政策利率的情况下，进行市场利率预期的直接管理。当然资产荒症结仍是问题的关键。

- **数量方面，支持直接融资大于间接融资。**下一阶段货币政策主要思路章节，继四季度货币政策报告提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，2024年一季度报告延续了这一说法，并新增表述“支持直接融资加快发展”。数量方面，提升直接融资占比方向较为清晰，优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清或进一步平滑贷款增量水平，涵盖直接融资的社会融资规模增速相对贷款规模增速可能稳定性更强。

- **风险提示：**经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。

### 相关研究报告

《1-4进出口数据点评：4月出口同比增速如期修复》20240509

《5月议息会议点评：通胀隐忧下降息可能偏晚》20240504

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济

证券分析师：朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

证券分析师：孙德基

(8610)66229353

deji.sun@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522030002

北京时间 5 月 10 日，央行发布 2024 年一季度货币政策执行报告。

## 推动价格回升，政策保持稳健

**国内居民消费意愿及企业经营景气指数回升。**经济前景方面，一季度货政报告看法相对乐观，相对于去年四季度报告，一季度报告同样提及了“国内大循环不畅”、“有效需求仍然不足”等问题，但报告从具体数据层面上也说明了乐观因素正在增加，一是今年中央杠杆空间充足，二是清明假期消费数据表现较好，三是一季度城镇储户问卷中居民消费倾向回升。

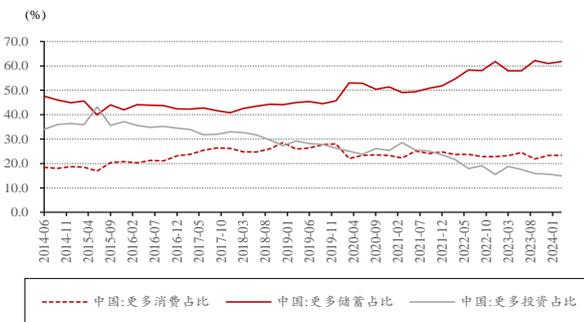
**海外通胀回落趋缓。**海外方面，一季度货政报告延续了货政委员会一季度例会中对于国际金融市场波动的担忧，报告中提到“高利率持续的背景下，商业地产承受的压力可能进一步向银行业传导”，同时报告指出“通胀回落速度可能不及预期”。5 月 11 日，美国 5 月密歇根大学消费者调查报告出炉，美联储重视的消费者通胀预期走高，对未来一年的通胀预期 3.5%，环比上升 0.3 个百分点，通胀回落速度可能放缓，年底预计降息次数来到 1.6 次。

**再提物价作为货币政策的重要考量。**物价方面，一季度报告再提“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”，但新增了物价低位原因“不是货币供给不够”的表述，强调目前货币供给已处于高位。其次，下一阶段货币政策主要思路章节，报告新增表述“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”，结合专栏 2 中提出的“表内存款和表外资管产品等各类资产相互间的回报率会出现变化，影响居民风险偏好和投资行为，居民会相应调整资产配置”，下一阶段央行或将继续引导调节表内储蓄及表外投资产品的收益率。

**政策稳健导向延续，旨在价格工具发力。**货币政策工具方面，目前货币供给已处于高位，这一观点在一季度报告的专栏 1、2 同样被提及，专栏 1 中提出“金融又加大了逆周期调节力度，存量货币信贷已经不低，并将持续发挥作用”，在需求约束下，如果“仍有‘规模情结’”可能会导致贷款投放超过有效融资需求，需要大力发展直接融资。专栏 2 中提出“当前货币存量已经不少了”，关键是“支持发挥政策合力，有效调动经营主体的资金运用”。结合来看央行认为一是关键在于政策合力，二是目前价格工具的效用可能大于数量工具，三是直接融资效用可能大于间接融资。关于会启用何种价格工具，4 月政治局会议中提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，利率工具可能包括 MLF、LPR、存款利率甚至买卖国债，二季度应当会有所发力。

**资金利率维持稳定但不确定性增加。**流动性环境方面，一季度报告再次提及“引导货币市场利率围绕央行公开市场逆回购操作利率平稳运行”，流动性环境趋稳。央行操作来看，4 月 1 日以来央行日频逆回购投放均为 20 亿元，4 月末当天央行采取了大额投放逆回购操作，但 5 月再度延续 20 亿元投放操作，显示出目前宽松环境下央行无意增加操作量。市场环境来看，受禁止手工补息新规和理财的季节性申赎影响，银行非银资金分层趋弱，资金面维持平稳只是市场流动性结构发生了变化。专栏 4 央行再次强调“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”，5-6 月若政府债集中发行，央行可能会采取降准操作对冲。

图表 1. 居民消费意愿小幅回升



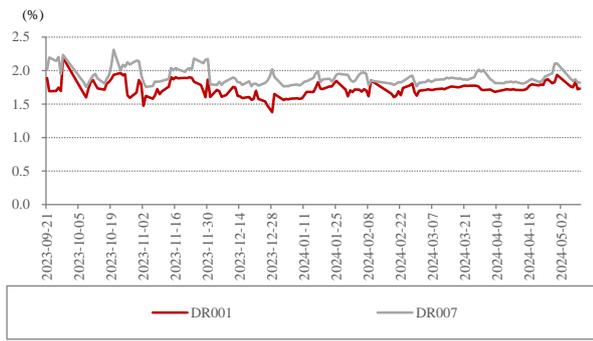
资料来源: wind, 中银证券

图表 2. 市场定价降息次数

MEETING DATE	CME FEDWATCH TOOL - CONDITIONAL MEETING PROBABILITIES							
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/6/12			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.5%	96.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.8%	24.6%	74.6%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	12.2%	48.6%	38.8%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	4.5%	25.0%	45.2%	25.2%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	2.4%	14.9%	35.3%	35.0%	12.4%
2025/1/29	0.0%	0.0%	1.0%	7.7%	23.5%	35.1%	25.5%	7.2%
2025/3/19	0.0%	0.5%	4.3%	15.4%	29.2%	30.4%	16.6%	3.7%
2025/4/30	0.2%	1.9%	8.4%	20.5%	29.6%	25.3%	11.8%	2.3%

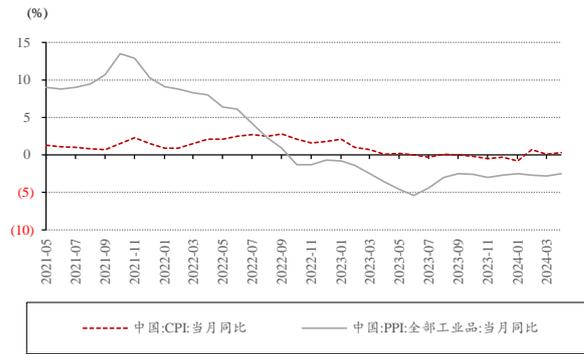
资料来源: CME FedWatch, 中银证券

图表 3. 资金利率趋势



资料来源: ifind, 中银证券

图表 4. 物价有望温和回升



资料来源: wind, 中银证券

## 管理利率预期，支持直接融资

**价格方面，利率预期管理秉承“居中之道”。**一季度货政报告中还提到了另一个市场关注点，即专栏 4《如何看待长期国债收益率》。报告提出长期国债收益率“受到安全资产缺乏等因素的扰动”，这是今年以来长债大幅上涨的原因之一。该专栏是对 2023 年一季度货政报告专栏 1《合理把握利率水平》的呼应，该专栏 1 提到政策利率需要秉承“居中之道”，否则导致的资产价格大幅波动可能引发系统性金融危机，同时也会冲击物价稳定。本质上不是政策利率需要保持稳定，而是市场利率需要保持稳定。在政策利率受到汇率条件约束难以调整的情况下，央行有必要下场引导市场利率防止出现系统性风险，从 3 月以来央行的一系列喊话中可以看出央行逐渐开始在不调整政策利率的情况下，进行市场利率预期的直接管理。当然资产荒症结仍是问题的关键。

**数量方面，支持直接融资大于间接融资。**下一阶段货币政策主要思路章节，继四季度货政报告提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，2024 年一季度报告延续了这一说法，并新增表述“支持直接融资加快发展”。数量方面，提升直接融资占比方向较为清晰，优化新增贷款投向、推动必要的市场化出清或进一步平滑贷款增量水平，涵盖直接融资的社会融资规模增速相对贷款规模增速可能稳定性更强。目前贷款余额已经很高，金融资源向新动能倾斜的力度会显著加大，即普惠小微贷款、制造业中长期贷款、绿色贷款等占比趋于提升；地产、融资平台等传统贷款占比趋于下降。同时，与利率预期管理相似，今年以来央行对于间接融资也始终保持着降低波动、促进高质量发展的态度。

## 后续的货币政策方向

本次报告具体新增了对于物价以及长期国债收益率的关注，货币政策导向维持稳健，具体来看：

1. 货币工具方面，报告整体延续了 4 月政治局会议中提出“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”的说法，利率工具可能包括 MLF、LPR、存款利率甚至买卖国债，二季度应当会有所发力。同时报告强调“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”，5-6 月若政府债集中发行，央行可能会采取降准操作对冲；
2. 预期引导方面，物价成为货币政策重要考量，下一阶段央行或将引导调节表内储蓄及表外投资产品的收益率，以期影响居民风险偏好和投资行为，后续存款利率或将继续下行。同时央行对于市场利率的预期管理也逐渐加强，整体来看央行倾向于加强预期引导，纠偏市场过度投机行为。

**风险提示：经济下行压力加大；流动性超预期收紧；地产复苏不及预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371