

从专栏看央行一季度货币政策执行报告：

灵活稳健，张弛有度

团队成员

事件：

- 5月15日，央行披露2023年一季度货币政策执行报告。

分析师 朱斌
执业证书编号：S0210522050001
邮箱：zb3762@hfzq.com.cn

投资要点：

- 央行披露的2023年一季度货币政策执行报告专栏部分，详细介绍了当下市场关心的四个核心问题：利率水平、货币增速、海外银行风险和通胀。
- 我们认为，利率在货币政策环境中最为重要。《报告》解释了利率的制定，是综合考虑了长期最优轨迹，也考虑了实际利率和潜在经济增长率的关系。
- 近期M2和存款的较快增长很大程度是宏观政策适度发力、市场主体行为变化的体现。从宏观政策看，一季度社融靠前发力明显，而4月新出炉的社融和信贷数据都显示出了政策调节张弛有度。
- 对于海外银行风险，央行特别提示我们的货币政策应避免大放大收、重视中小金融机构监管、处置金融风险要迅速且强力以及关注银行资产负债结构的稳定性四条启示。
- 我国物价仍在温和上涨，核心CPI同比稳定在0.7%左右，M2和社融增长相对较快，经济运行持续好转，不符合通缩的特征。中长期看，我国经济总供求基本平衡，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。
- 风险提示：一是国内经济复苏的后续动力不足；二是政策及配套政策落地不及预期；三是海外经济下行超预期以及美联储等海外央行的加息幅度或表态超预期；四是地缘政治风险上升。

相关报告

- 1、《四月政治局会议点评：风正一帆悬》
— 2023.04.29
- 2、《企业盈利拐点或已出现，制造业等改善明显》
— 2022.04.28
- 3、《多项利好叠加，基建的机会值得关注》
— 2023.04.13

正文目录

| | | |
|---|---------------------|---|
| 1 | 利率水平：“居中之道”..... | 1 |
| 2 | 货币增速：符合经济增长趋势..... | 2 |
| 3 | 海外银行风险：知美鉴中..... | 3 |
| 4 | 通胀水平：暂无通胀，更无通缩..... | 3 |
| 5 | 风险提示..... | 4 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图表 1：一直以来，我国的货币政策坚持“以我为主”的政策思路..... | 2 |
| 图表 2：疫情后我国 CPI 和 GDP 走势背离..... | 4 |
| 图表 3：近 30 年来我国物价水平整体下行阶段..... | 4 |

5月15日，央行披露2023年一季度货币政策执行报告。这其中，《报告》的专栏部分详细介绍了当下市场关心的四个核心问题：利率水平、货币增速、海外银行风险和通胀，我们对此点评如下：

1 利率水平：“居中之道”

本次《报告》的专栏一，央行着重介绍了关于利率的政策思路。回顾过去二十年，我国实际利率总体略低于潜在经济增速，使得我国宏观均衡，物价基本稳定。而当下，在美联储加息收尾，全球衰退压力较大的情况下，本次央行提及对利率水平的把握，提到的是“**缩减原则**”（Attenuation Principle）：**即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向“稳健的直觉”靠拢。政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，降低政策利率的波动。**

当下，我国目前的货币政策，依旧参考泰勒规则，并在此基础上又进一步完善：2016年6月，前央行行长周小川在国际货币基金组织发表关于“中国央行的目标、功能与做法”的演讲时指出，中国央行采取的多目标制，既包含价格稳定，促进经济增长、促进就业、保持国际收支平衡四大目标，也包含金融改革开放、发展金融市场这两个动态目标。

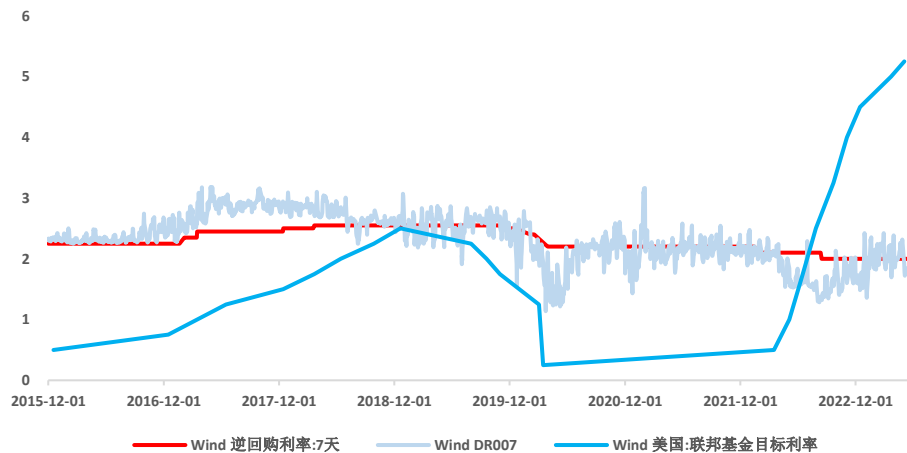
我们认为，利率在货币政策环境中最为重要。《报告》解释了利率的制定，是综合考虑了长期最优轨迹，也考虑了实际利率和潜在经济增长率的关系。“居中之道”是本次报告专栏对利率的措辞，可以看出，央行传达的政策哲学是中国国情下的中庸之道：回首过去，审时度势，展望未来。此外，在关注中国经济的同时兼顾世界其他地区，通过考虑均值并缩小对它的估计，来谨慎地做出决定。但考虑的重点主题仍然中国经济，同时，利率制定采取保守的方法，将实际利率设定为略低于潜在增长率，这就是央行所说的“居中之道”。

货币政策的思想流派，一种是如美联储积极逆周期干预市场，而另一种则略显保守：**如果情况的不确定性较低，则最好采取保守行动并在决策时留出一些回旋余地。**经济周期有繁荣或衰退等不同阶段，每个周期都需要时间。易纲行长在PIIE的演讲曾提到，利率决策不仅要考虑中国经济的现状，以及周期的持续时间和进入的下一阶段，同时还要考虑周期和区域平均值。

例如，美联储从2015年开始加息。到2018年，美联储在这一年加息4次。根据

国际收支理论和跨境资本流动，发展中国家应该效仿美国加息。然而，在 2018 年，我们在年初仅将利率提高了 5 个基点，然后在当年剩余时间里将利率保持在该水平。而 2020 年来势汹汹的新冠疫情造成美联储的“大放水”和 2022 年开启的新一轮加息周期，我们的货币政策却始终坚持“以我为主”的政策思路。

图表 1：一直以来，我国的货币政策坚持“以我为主”的政策思路



数据来源：Wind，华福证券研究所

2 货币增速：符合经济增长趋势

当下，市场对货币增长的讨论亦十分热闹，从去年的超额储蓄到今年的 M2。本次货币政策执行报告的专栏 2，再次谈论了 M2 和存款的增长问题。

《报告》指出，中长期货币和存款的增长主要是经济发展和货币化进程带动。总体而言，我国经济规模基数大，经济增速与 M2 基本匹配，合理满足了实体经济发展的货币需求；同时我国货币增长受金融深化过程的货币化影响，部分资产也容纳了些许货币增长。更重要的是，我国融资结构以间接融资为主、且居民习惯于储蓄存款，使得货币和存款需求较其他经济体更大。

当下，我们正处于三年疫情后的复苏期，货币政策搞好跨周期调节的要求更加明确，近期 M2 和存款的较快增长很大程度是宏观政策适度发力、市场主体行为变化的体现。从宏观政策看，一季度社融靠前发力明显，而 4 月新出炉的社融和信贷数据都显示出了政策调节张弛有度。另一方面，疫后实体经济的生产流通传导、消费需求等恢复仍有时滞，经济循环阻滞摩擦未消，也导致货币流通速度降低，“宽信用”的传导仍需要时间。

3 海外银行风险：知美鉴中

随着今年美联储史诗级加息进行到白热化，美国的银行都遭遇到了有一定负债端的持续收缩导致的流动性危机。此次《报告》专栏3中，央行特别提示我们的货币政策应避免大放大收、重视中小金融机构监管、处置金融风险要迅速且强力以及关注银行资产负债结构的稳定性四条启示。

整体而言，我们的货币政策一贯稳健，央行也在此再次部署：一是加快推进金融稳定法制建设，推动《金融稳定法》出台，健全市场化、法治化金融风险处置机制。二是加强金融风险监测、预警，充分发挥存款保险制度的早期纠正和市场化风险处置平台作用。三是不断充实金融风险处置资源，完善金融稳定保障基金管理机制，与存款保险基金和相关行业保障基金双层运行、协同配合，共同维护金融稳定与安全。

4 通胀水平：暂无通胀，更无通缩

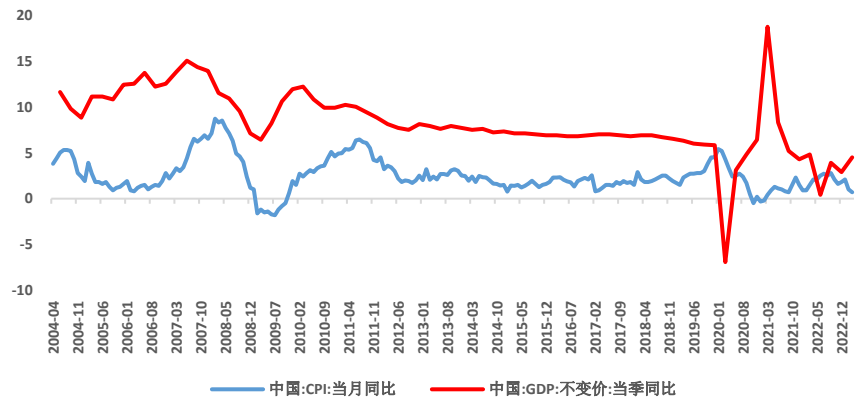
去年央行四季度货币政策执行报告，在宏观经济展望篇曾提出“警惕未来通胀反弹压力。”而随着近期以来中国经济数据的逐渐公布，2023年4月中国CPI录得0.1%，PPI录得-3.6%，连续半年负增长。同时，价格端对于企业的盈利拖累也异常明显，虽然一季度经济数据延续复苏，根据官方公布的数据，一季度GDP同比增长4.5%，同时，3月历史高位的51.9的制造业PMI亦表现亮眼。但是，3月工业企业盈利同比跌至-21.4%。似乎，市场对中国经济疫情放开后通胀预期的担忧开始转向通缩忧虑。

经典的宏观经济学理论中，CPI是经济景气的指标，但是，相较于西方成熟的经济体，疫情后，中国CPI与GDP的背离却愈发明显。《报告》指出，今年以来物价涨幅阶段性回落，主要与供需恢复时间差和基数效应有关：一是供给能力较强。在稳经济一揽子政策有力支持下，国内生产持续加快恢复，PMI生产分项保持在较高景气区间。二是需求复苏偏慢。实体经济生产、分配、流通、消费等环节本身有个过程，加之疫情的“伤痕效应”尚未消退，居民超额储蓄向消费的转化受收入分配分化、收入预期不稳等制约，特别是汽车、家装等大宗消费需求偏弱。近期居民出现提前还贷现象，也一定程度影响当期消费。三是基数效应明显。未来几个月受高基数等影响，CPI或将低位窄幅波动，预计下半年CPI中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。

通缩不止包含物价下降的因素。一方面通货紧缩是信用收缩自我实施与加强的螺

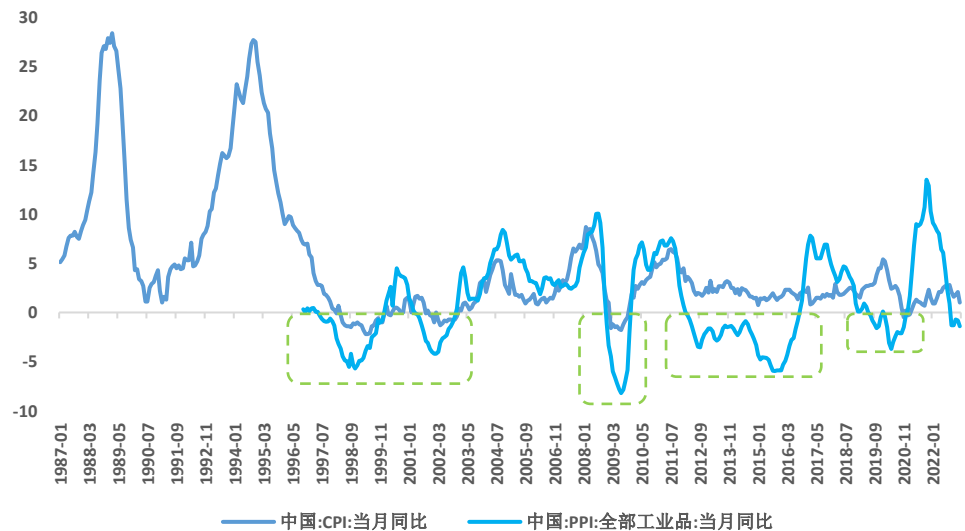
旋性下滑的过程，因而物价的持续下降和通货的收缩联系在一起。另一方面，通缩主要指价格持续负增长，货币供应量也具有下降趋势，且通常伴随经济衰退。当前我国经济没有出现通缩：我国物价仍在温和上涨，核心CPI同比稳定在0.7%左右，M2和社融增长相对较快，经济运行持续好转，不符合通缩的特征。中长期看，我国经济总供求基本平衡，货币条件合理适度，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础。

图表 2：疫情后我国 CPI 和 GDP 走势背离



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 3：近 30 年来我国物价水平整体下行阶段



数据来源：Wind，华福证券研究所

5 风险提示

一是国内经济复苏的后续动力不足；二是政策及配套政策落地不及预期；三是海外经济下行超预期以及美联储等海外央行的加息幅度或表态超预期；四是地缘政治风险上升。

分析师声明

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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 | 评级 | 评级说明 |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20 以上 |
| | 持有 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10 与 20 之间 |
| | 中性 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10 与 10 之间 |
| | 回避 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20 与-10 之间 |
| | 卖出 | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20 以下 |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5 以上 |
| | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5 与 5 之间 |
| | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5 以下 |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn