

# 央行：国内经济没有通缩

## ——国内观察：2023年一季度货币政策执行报告

### 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

### 投资要点

- **事件：**5月15日，央行发布2023年一季度中国货币政策执行报告，我们认为有以下关注点：
- **经济形势判断相对积极。**国内经济方面，央行认为当前经济增长好于预期，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势。但报告中也提到了，受国内疫情影响，居民收入预期还在恢复，就业压力仍然较大，消费还在复苏中。整体上延续了政治局会议的精神，这一定调也决定了下一阶段货币政策的基调变化不大。4月MLF小幅超额续作，但利率并未调整符合这一思路。海外经济方面，全球经济增长放缓，国际金融市场波动加剧，不稳定、不确定因素较多，全球经济的放缓可能使我国外需持续承压。一是关注近期美国银行业风险事件，二是关注出口下行压力。
- **稳健的货币政策要精准有力。**2023年一季度报告保留了“稳健的货币政策要精准有力”，新增“货币信贷适度，节奏平稳”，一季度信贷数据高增，往后来看信贷增量可能在保持适度规模的基础上，相较一季度有所放缓。报告删除了“大水漫灌”，提出结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，延续了一季度例会的精神。专栏1中介绍了央行调控利率的思路“居中之道”，在决策时审慎，使实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一“黄金法则”水平上。
- **经济没有通缩，预计下半年CPI中枢温和回升。**四季度报告中关注未来通胀反弹压力，而一季度报告通过专栏对市场关切的通胀回落，以及是否通缩做出回应。央行认为，CPI阶段性回落，主要与供需恢复时间差和基数效应有关，供给能力强，但“伤痕效应”尚未消退，叠加高基数，此前CPI也出现过阶段性下行现象。往后看，预计下半年CPI中枢可能温和抬升。而通缩主要满足价格持续负增长，货币供应量下降，且经济衰退，目前并不符合通缩特征。
- **企业、居民贷款利率继续下降。**一季度新发放贷款加权平均利率为4.34%，较去年年末上升20BP，主要受票据融资利率上涨影响，企业、居民贷款利率均仍呈下降趋势。一般贷款加权平均利率以及个人住房贷款加权平均利率分别下行至4.53%和3.95%。往后看，利率仍有望维持下行趋势。
- **高增的M2和存款。**专栏2中央行对高增的M2和存款做出回应，很大程度是宏观政策适度发力、市场主体行为变化的体现。政策先行发力，金融数据领先于经济数据，而理财破刚兑后，资金回流为表内存款，推动M2上升。另一方面，生产消费需求恢复有时滞，导致货币流通速度降低，提升预防性存款。而从4月的金融数据来看，以上现象已有所改善。
- **硅谷银行破产对我国金融市场影响可控。**专栏3中阐述了硅谷银行事件及其启示。经验方面一是货币政策应避免大放大收；二是中小金融机构的监管应重视；三是处置金融风险要迅速且强力；四是银行资产负债结构的稳定性应关注。
- **风险提示：**国内政策落地不及预期，海外金融市场风险。

表1 货币政策执行报告对比

	2022 年四季度报告	2023 年一季度报告
总基调	稳健的货币政策要精准有力。要搞好跨周期调节，既着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，稳固对实体经济的可持续支持力度。	稳健的货币政策要 <b>精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节，保持流动性合理充裕</b> ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
通胀	预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。	当前我国经济还处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾，二季度 CPI 涨幅可能继续保持低位；中长期看， <b>不存在长期通缩或通胀的基础</b> 。
信贷	保持信贷总量有效增长，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应。结构性货币政策工具聚焦重点、合理适度、有进有退，引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务，推动消费有力复苏，增强经济增长潜能。	<b>保持货币信贷总量适度、节奏平稳</b> 。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。 <b>引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度，按照市场化、法治化原则</b> 满足实体经济有效贷款需求，增强信贷总量增长的稳定性和可持续性，有力支持实体经济健康良性发展。
利率	继续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，完善中央银行政策利率体系，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，推动企业融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。	继续推进利率市场化改革，完善中央银行政策利率体系，健全市场化利率形成和传导机制，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，推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降。
房地产	坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况，因城施策支持刚性和改善性住房需求，做好新市民、青年人等住房金融服务，确保房地产市场平稳发展。	坚持稳地价、稳房价、稳预期，稳妥实施房地产金融审慎管理制度，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购， <b>有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况</b> ，因城施策，支持刚性和改善性住房需求，加快完善住房租赁金融政策体系，促进房地产市场平稳健康发展。
专栏	专栏 1 央行上缴结存利润支持稳增长 专栏 2 坚持实施稳健货币政策 稳住宏观经济大盘 专栏 3 强化金融稳定保障体系 守住系统性风险底线 专栏 4 我国居民消费有望稳步恢复	专栏 1 <b>如何把握利率水平</b> 专栏 2 <b>如何看待 M2 和存款增长</b> 专栏 3 <b>硅谷银行事件及启示</b> 专栏 4 <b>我国通胀水平处于温和区间</b>

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  
 电话：(8621) 20333619  
 传真：(8621) 50585608  
 邮编：200215

### 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  
 电话：(8610) 59707105  
 传真：(8610) 59707100  
 邮编：100089