



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

总量适度 节奏平稳

——央行二季度货币政策展望

日期： 2023年05月20日

分析师： 郑嘉伟

Tel:

E-mail: zhengjiawei@shzq.com

SAC 编号: S0870521110001

相关报告:

《陷入“两难”之境，美经济何去何从？》
——2023年05月05日

《乘势而上》
——2023年05月04日

《居民储蓄意愿下降，消费意愿回升》
——2023年04月09日

■ 主要观点

2023年5月15日，央行发布《2023年第一季度货币政策执行报告》，明确了对国内外经济形势判断以及下一阶段央行货币政策思路：

当前中国经济没有出现通缩。报告认为当前国内经济环境相对乐观，在社会全面恢复常态化运行后，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，国内经济增长好于预期；但也指出国内经济内生动力还不强，疫情“伤痕效应”尚未完全消退，居民收入预期不稳，青年就业压力较大，消费复苏动能的可持续性面临挑战，政府投资撬动社会投资仍存制约，上述因素影响了需求修复，对经济潜在增速带来压力。但我国经济并没有出现通缩，近期物价涨幅阶段性回落，主要与供给偏强，需求复苏缓慢，国际大宗等基数效应明显所致，随着基数降低，政策效应显现，经济内生动力增强，供需缺口趋于弥合，预计下半年CPI中枢可能温和抬升。

海外全球经济增长放缓，通胀回落速度不及预期，主要央行货币政策紧缩效应显现。一方面，虽然海外主要央行加息步伐已经接近尾声，但部分通胀数据表现出较强粘性，工资增速难以快速回落，服务通胀韧性较强，高通胀仍较为顽固，全球主要经济体增长放缓，根据国际货币基金组织IMF最新预测，2023年美国、欧元区GDP增速分别为1.6%、0.8%，较2022年低0.5个、2.7个百分点，全球经济增长放缓可能使我国外需持续承压。另一方面，主要央行货币政策紧缩效应显现，硅谷银行倒闭，瑞士信贷被收购，加剧了美欧银行业压力，叠加美国债务上限问题等导致全球金融稳定风险上升，避险情绪升温，全球金融市场震荡加大。

央行稳健的货币政策更加精准有力，对利率水平采取“缩减原则”。从过去二十多年的数据看，我国实际利率总体保持在略低于潜在经济增速这一“黄金法则”（Golden Rule）水平上，与潜在经济增长水平基本匹配，既有利于实现宏观均衡，也保持物价基本稳定。面对全球经济超预期冲击，央行对利率水平的把握采取“缩减原则”（Attenuation Principle），即决策时相对审慎，留出一定回旋余地，也就意味着我国政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，也会向历史周期和全球各区域平均值收敛，降低政策利率的波动。例如：2020年疫情暴发后，全球主要央行大幅降息至零利率水平，而我国央行公开市场操作利率下降20BP后保持稳定，市场利率也一直保持在适当水平；2022年，全球主要央行持续大幅加息，我国央行以我为主，适当引导公开市场操作利率下行20BP，带动市场利率稳中有降。未来我国央行更是以稳为主，通过畅通“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制，以促进经济质的有效提升和量的合理增长。从资金价格来看，新发放贷款加权平均利率环比有所回升，但仍处历史低位；从供给数量来看，在信贷、政府证券融资和表外融资推动下，一季度社会融资规模增量累计为14.5万亿元，比上年同期多2.5万亿元，其中，一季度对实体经济发放的人民币贷款增加10.7万亿元，同比多增2.4万亿；从货币供给结构上来看，运用多种结构性货币政策工具提供中长期流动性供给，保持银行体系流动性合理充裕。

■ 投资建议

二季度货币政策趋势与展望：总量适度、节奏平稳。央行在报告中明

确指出，下一阶段货币政策以稳为主的基调上要保持流动性合理充裕，匹配经济增速以更好地推动经济运行好转，要在稳健精准的前提下做好跨周期调节。**首先**，在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义 GDP 增速基本匹配基础上，更需要着力支持扩大内需，提升支持实体经济的可持续性。**其次**，相较于上一季度货币政策执行报告中对于发挥政策性开发性金融工具作用的描述，本次报告更是指出需要增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资，结构性货币政策聚焦重点、合理适度、有进有退。**第三**，在利率水平方面，报告指出要推动降低综合融资成本、保持利率在合理水平。我们认为通过商业银行存款利率市场化改革，合理调整存款利率，促进实际贷款利率稳中有降，在维持利率政策相对中性的同时，更积极的着力于缓解银行息差压力，促进资金有效流向实体经济。随着疫情影响进一步消退、市场预期持续好转、经济加快恢复，居民的消费和投资意愿回升，前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，有利于 M2 和存款平稳增长。**第四**，针对当前边际走低的物价水平，报告也提出“关注物价走势边际变化，引导稳定社会预期”，当前物价水平还难以成为影响货币政策的核心变量。**第五**，做好风险防范化解。在面对海外金融风险不断上升背景下，本次报告更加聚焦于预防海外风险传导，并指出要“强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导”。人民币汇率进一步贬值空间有限，关注美国债务上限谈判进展以及美联储下一步货币政策的溢出效应，基本面改善幅度较大、区域财力快速回升的城投债利差有望进一步被压缩。

■ 风险提示

地缘政治风险；美联储加息步伐超预期；国内经济增速不及预期；全球通胀超市场预期；上市公司业绩不及预期；市场波动超市场预期。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。