

流动性是一只薛定谔的猫： 2022Q1 货币政策执行报告印象

报告要点：

● 相比 2021Q4 的报告来说，2022Q1 的货币政策执行报告对国内经济表现出更多的担忧，其原因有相当一部分来自于海外经济体：

- 1) 除了通胀以及主要经济体货币政策收紧、疫情外，新增了地缘政治局势紧张带来的不确定性影响；
- 2) 强调了发展中国家在全球经济复苏中面临的挑战，“半数低收入国家已经陷入债务危机或高风险状态”；
- 3) 国内经济运行着重描述了点多、面广、频发的疫情冲击，并援引了 IMF、世界银行因疫情蔓延下调全球经济增速预测 0.9、0.8 个百分点的表述。

● 然而，关于货币政策，其表述比 2021Q4 更为谨慎一些：

- 1) “加大跨周期调节力度”再次换回了“搞好跨周期调节”，而且进一步删除了“充足发力、精准发力、靠前发力”的表述。
- 2) 新增了“密切关注物价走势的变化”和“密切关注主要发达经济体货币政策调整”。

● 原因可能是：央行自今年年初开始，明显感受到了外部资本失调的隐患，倒挂的中美利差成为了货币政策的新型约束：

- 1) 央行对物价的密切关注，表明粮食、能源等大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力已经成为央行政策操作的考量。
- 2) 国外货币政策收紧带来的跨境资金流动失衡风险也制约了央行宽松的力度，毕竟当前北上资金流出与债券通的境外持有量均出现了不利的苗头；
- 3) 当前人民币汇率的贬值斜率过快，这也束缚了货币政策的继续宽松；
- 4) 这意味着，尽管国内没有发生滞胀，但海外的滞胀已经通过金融系统对货币政策形成了类似于“滞胀”的约束。

● 况且，当前 1.7% 的超储率显示目前的流动性并不紧张，Q1 的超储率是 2016 年以来历年一季度超储率的次高（最高值时点为 2020Q1）。

● 关于房地产政策，此次表述比 2021Q4 出现了零星的改善：

- 1) 增加了“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”的表述；
- 2) 对房地产金融审慎管理制度的表述由“实施好”改为了“稳妥实施”，用词更为保守。

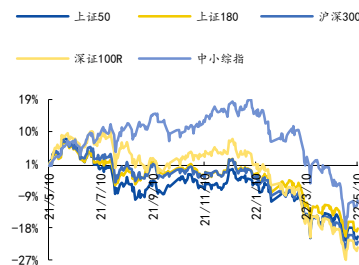
● 但在流动性上，流动性不会因央行货币政策的谨慎而就此收紧。一方面，汇率虽然会对货币政策存在压力，但在基本面必要的情形之下，逆周期因子随时可能稳住汇率，从而给货币政策腾挪出更大的空间；另一方面，当前融资周期是独木难支的，一旦融资向下，则流动性会被动宽松。

● 利率债目前是一个薛定谔的猫，从边际的流动性趋向看，利率应是下行的，但我们同时看到的是：当前的利率和资金供需缺口之间已经存在着不小

主要数据：

上证综指：	3035.84
深圳成指：	10912.74
沪深 300：	3919.87
中小盘指：	3824.86
创业板指：	2276.34

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《迷茫的 A 股：探寻股市的底部位置》2022.04.27
- 《被唤醒的人民币贬值：利率与汇率的双降绝非线性》2022.04.26

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

的裂口(这个裂口应来自于行业管控、抗疫措施等风险偏好损失),因此,后续若这些行政政策适度放松的话,可能利率债的利好环境会被抵消相当大的一部分。

风险提示:货币政策超预期,经济复苏超预期。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188