

货政执行报告只是看似平淡

2023 年 02 月 26 日



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

四季度货政执行报告一般是年度回顾，一般来说，论述内容会浓墨重彩。然而 2022 年四季度报告表述却出奇“平淡”。

市场解读央行货币政策执行报告，主要关注两点，一是通过措辞上的细微变化来敏锐捕捉央行意图；二是通过央行设置的专栏，观察央行最关心的宏观变量是什么。

四季度货政执行报告措辞严谨平和，几乎没有给出个性化表达；此外四季度货政执行报告专栏设置更多回顾过去一年已经发生的央行操作，例如 2022 年年初的央行上缴利润等，而对当下市场关切的问题，未来货币政策是何取向，央行并未给出足量信息回应。

事实上，四季度货政执行报告只是看似平淡。当我们付出足够耐心，依然可以解读出不少信息量。**我们在此次货政执行报告中解读出四点重要信息。**

第一，去年底至今年初极度宽松的资金面或已终结。

第二，央行对通胀关注度一般。我们认为预期跟踪通胀从而判断货币政策松紧，还不如关注房价变化趋势。

第三，2023 年或有的货币操作组合是偏松的信用条件和趋于收紧的金融货币环境。

第四，政府（尤其中央政府）加杠杆情况下，货币调控的方式和节奏必将受到财政影响。

➤ **未来的总量货币基调是何取向？最宽松时期应该已经过去了。**

虽然这次货政执行报告提到总量货币基调时，采用的措辞依然是“跨周期调节”、“兼顾短期和长期”、“坚决不搞大水漫灌”、“保持流动性合理充裕”等。这些措辞在以往货政执行报告中都有出现，**展示央行一贯的货币政策思路：相机决策。**

去年底至今年 1 月，资金面极为宽松，只因当时疫情达峰，经济短暂承压，而又恰逢理财赎回，债市波动。应对这样的经济和金融基本面，央行以足量流动性投放构造了低利率加低波动的资金面甜蜜时期，也是资金面最宽松时期。

开春之后开复工开始推进，地产交易热度初现，实体基本面企稳有待进一步数据确认。资金面从低利率低波动走出来，第一阶段是加大波动率，第二阶段才是系统性抬高利率中枢。**2 月以来资金面进入了第一阶段，即资金面波动率抬升。**

未来资金面利率中枢是否会确定性抬升，关键在于实体基本面，而其中最核心的指标是房价。房企企稳，则货币进一步收紧；反之货币易松难紧。

不论如何，疫情达峰已过，金融波动收敛，或许意味着资金面最舒适的低利率低波动已经结束。

相关研究

- 1.全球大类资产跟踪周报：东风压倒西风-2023/02/25
- 2.超额流动性系列研究（五）：以史鉴今，超额储蓄推涨哪类资产？-2023/02/22
- 3.宏观专题报告：政策、大宗和资金高频跟踪：宏观交易到了哪一步？-2023/02/22
- 4.全球大类资产跟踪周报：宽松交易告一段落-2023/02/19
- 5.美国 1 月 CPI 数据点评：货币转向前的颠簸-2023/02/15

► 央行到底怎么看通胀？与其关注通胀还不如关注房价。

自疫情推涨海外通胀以来，中国央行货政执行报告多次提到通胀。上一期货政执行报告（2022 年三季度），央行还颇为关切的明确提到“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”。当时还一度引发市场对央行货币政策转向担忧。

这一次四季度货政执行报告中，**央行对通胀问题还是给予一定关注**，“密切关注通胀走势变化”。**但相较之前，这次货政执行报告更强调通胀压力有限**，“短期看通胀压力总体可控”，“PPI 涨幅预计将总体维持低位”。

历史上真正影响中国货币政策由松转紧，原发因素往往来自金融层面，并且或多或少均与房价相关。只不过地产是国内需求的驱动力，每当房价抬升之时，通胀往往已经处于高位。

反之，因为一些特定行业供给因素导致通胀表观度数较高，但真实的总量内需表现一般，这时绝不因为通胀表观读数走高而收紧货币，经典时期有如 2019 年。

央行之所以关注通胀，本意将通胀视作有效指标，能够灵敏反应总需求走向。2023 年中国宏观环境之下，总需求是强是弱，地产是关键判断因素。

由此结论比较清晰，货币政策是松是紧，与其关注通胀，不如关注房价。

► 2023 年将迎来怎样的货币调控组合？可能信用偏宽然而流动性趋紧。

四季度货政执行报告设置了四类专栏，除了专栏 1 探讨“央行上缴结存利润”，专栏 4 探讨“居民消费修复”，专栏 2 和专栏 3 分别探讨“稳住宏观经济大盘”和“守住系统性风险”。

其中专栏 1 和专栏 4 分别探讨 2022 年和 2023 年应景话题，专栏 2 和专栏 3 选题偏平常。也正是在这一平常且略显平淡的选题中，我们能够非常倾斜的两个维度考核——促增长同时也要防风险。

促增长意味着信用口径不能太过收紧，防风险意味着金融货币流动性不能无序宽松。

2022 年货政执行报告多次提到，金融支持实体，例如本次报告提到“信贷支持实体经济力度加大”，“加大金融支持实体经济特别是重点领域和薄弱环节的力度”，“为实体经济提供更有有力支持”。

我们由此判断，2023 年货币政策重心在于信用扩张，相较 2022 年的边际变化资金面收紧。这是因为防风险诉求下，资金面边际收紧可有效抑制金融杠杆无限扩张。

► 未来中国央行货币调控的趋势在哪里？

2022 年是毫无悬念的财政扩张大年。加总预算内和预算外两个口径，2022 年财政扩张力度仅次于 09 年四万亿时期。为配合历史罕见的财政扩张，2022 年货币也同步大力宽松。

2022 年下半年以来，财政扩张更多依赖政策性银行工具以及商业银行信贷，这种情况下，央行配合宽松的方式也出现变化。央行不仅采用总量降准打开银行扩表空间，还创设并推进多项结构性工具。

正如本次四季度货政执行报告提到，“2022 年 11 月、2023 年 1 月，人民银行先后推出普惠小微贷款阶段性减息政策与收费公路贷款支持工具”；“设立保交楼贷款支持计划，支持金融机构向已售逾期难交付住宅项目发放保交楼贷款”；“指导政策性、

“开发性银行投放政策性开发性金融工具”。

展望未来，财政加杠杆，尤其是中央财政加杠杆情况下，央行必然予以货币配合。只不过配合方式从传统的“政府债券发行-流动性投放”转为更加灵活的“政策信用支持-央行结构性工具配合”。

故而观察未来央行货币操作细节，需要密切关注财政行为。资金面波动、是否降准，央行将创设哪些结构性工具，可能答案都可归于财政。

➤ **风险提示：央行净投放超预期，财政支出不及预期，理财赎回超预期**

图 1：近期资金利率波动率提高



资料来源：wind，民生证券研究院。

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026