



报告日期：2023年3月1日

## 国内经济恢复的基础尚不牢固，不排除2季度我国央行降准或降息的可能

——《2022年第四季度中国货币政策执行报告》解读

宏观研究员：郑后成  
执业编号：S0990521090001  
电话：0755-83008511  
E-mail：houchengzheng@163.com

### 报告概要：

➤ 2月24日，中国人民银行发布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》。我们解读如下：

### 风险因素

- 1.美联储加息力度与幅度超预期；
- 2.全球国际政治、军事、外交局势变动超预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20221220）基建投资大概率是2023年扩内需的主力，1-4季度GDP当季同比大概率总体上行
- 2.英大宏观评论（20221215）“稳增长”重回目标体系第一位，2023年财政政策力度大概率大于2022年
- 3.英大宏观评论（20221025）“高质量发展”引领“质的有效提升”和“量的合理增长”
- 4.英大宏观评论（20221010）大型企业继续发挥“顶梁柱”作用，稳投资将是“扩内需”的主力军
- 5.英大宏观评论（20220919）央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季
- 6.英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
- 7.英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年
- 8.英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
- 9.英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
- 10.英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 11.英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低

- 一、中国因素推升全球经济增长预期，2023年美国“硬着陆”概率较低；
- 二、国内经济恢复的基础尚不牢固，4季度报告对我国宏观经济看法偏“空”行；
- 三、短期看通胀压力总体可控，且下行压力大于上行压力；
- 四、短期内货币政策还将维持较强力度，不排除2季度我国央行降准或降息的可能。

### 年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

## 目录

一、中国因素推升全球经济增长预期，2023 年美国经济“硬着陆”概率较低.....	3
二、国内经济恢复的基础尚不牢固，4 季度报告对我国宏观经济看法偏“空”.....	5
三、短期看通胀压力总体可控，且下行压力大于上行压力.....	7
四、短期内货币政策还将维持较强力度，不排除 2 季度我国央行降准或降息的可能.....	8

事件：2月24日，中国人民银行发布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》。

解读：

### 一、中国因素推升全球经济增长预期，2023年美国“硬着陆”概率较低

针对全球经济走势，《2022年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“4季度报告”）的提法是“世界经济复苏动能减弱”，而《2022年第三季度中国货币政策执行报告》（以下简称“3季度报告”）的相应提法则是“世界经济活动普遍放缓”。两相对比，4季度报告对全球经济走势的看法较3季度报告乐观。针对海外主要经济体经济走势，4季度报告的提法是“经济增长明显放缓”，而3季度报告的提法则是“经济增长动能依然承压”。两相对比，4季度报告对海外主要经济体经济增速的看法较3季度报告悲观。一方面，4季度报告对全球经济的看法较3季度报告乐观，另一方面，4季度报告对海外主要经济体经济增速的看法较3季度报告悲观。对这一现象的解释是，海外主要经济体之外的某些或某个经济体经济增速预期发生积极变化。2月1日IMF发布最新《世界经济展望》，将全球经济增长预期上调0.20个百分点至2.9%，其中，大幅上调2023年中国经济增长预期至5.2%，高出2022年10月份预测值0.8个百分点。可见，中国经济增长预期发生较大上调，是导致这一现象产生的主因。

图1：从美国库存周期看，当前美国宏观经济处于主动去库存阶段（%；%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

做为全球最大的经济体，美国经济是全球宏观经济走势的关键影响因素。4季度报告指出，“美国2022年四季度GDP环比折年率2.9%，连续两个季度实现环比正增长，经济软着陆可能性上升”。我们认为，2023年美国大概率处于衰退阶段，我们做出这一判断的依据如下。第一，2022年11月美国Markit制造业PMI与美国ISM制造业PMI双双跌破荣枯线，预计在美联储持续加息的背景下，美国Markit制造业PMI与美国ISM制造业PMI在2023年还将处于荣枯线之下，尤其是上半年大概率还将继续承压下行，这就意味着美国制

制造业处于持续收缩状态。**第二**，从美国库存周期看，2022年7月美国库存总额同比录得18.33%，为1993年1月有数据记录以来最高点，此后该指标掉头向下，与此同时，美国库存总额同比处于下行趋势之中，且低于美国库存总额同比，叠加考虑2022年12月美国库存销售比录得1.37%，较前值上行0.02个百分点，持平于2020年7月与11月，为2020年7月以来高点，预示当前美国宏观经济处于主动去库存阶段。

在以上背景下，美国经济能否实现“软着陆”？或者说美国会不会发生经济危机？我们认为2023年美国发生经济危机的概率较低，也就是“硬着陆”概率较低。我们做出这一判断的依据有三点。**第一**，从美国经济周期的时长看，每十年左右发生一次经济危机。上一次经济危机发生在2020年，起因是突如其来的新冠肺炎疫情。因此从周期时长看，2023年发生经济危机的概率较低。**第二**，从历史走势看，2023年美国Markit制造业PMI与美国ISM制造业PMI跌至40这一深度收缩点位的概率较低。**第三**，美联储会根据宏观经济形势以及通胀率与就业率情况相机抉择，适时调整其货币政策，对美国经济进行宏观调控。

图2：2023年美国Markit制造业PMI与ISM制造业PMI跌至40的概率较低（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

值得指出的是，以上判断有两个前提条件。**第一**，全球或者美国不会发生诸如次贷危机或新冠肺炎疫情等宏观经济领域极具破坏性的“黑天鹅”事件。**第二**，美联储联邦公开市场委员会对美国宏观经济走势的把握十分到位，在政策制定上处理妥当、理性且正确。如果美联储为抑制通货膨胀一味大幅加息，则美国宏观经济有可能遭受重创。**此外**，4季度报告三提加息的“累积效应”：**一是**“本轮‘加息潮’的累积效应还将显现，未来需关注其对全球经济增长、资本流动、市场运行等带来的影响”；**二是**“当季增速低于第三季度的3.2%，美联储快速加息的累积效应已有所显现”；**三是**“主要发达经济体快速加息的紧缩效应具有滞后性和累积效应，对全球经济增长的拖累可能超出预期”。如果美联储加息的累积效应过于强大，则将降低美国经济“软着陆”的概率，相应增加“硬着陆”的概率。



## 二、国内经济恢复的基础尚不牢固，4 季度报告对我国宏观经济看法偏“空”

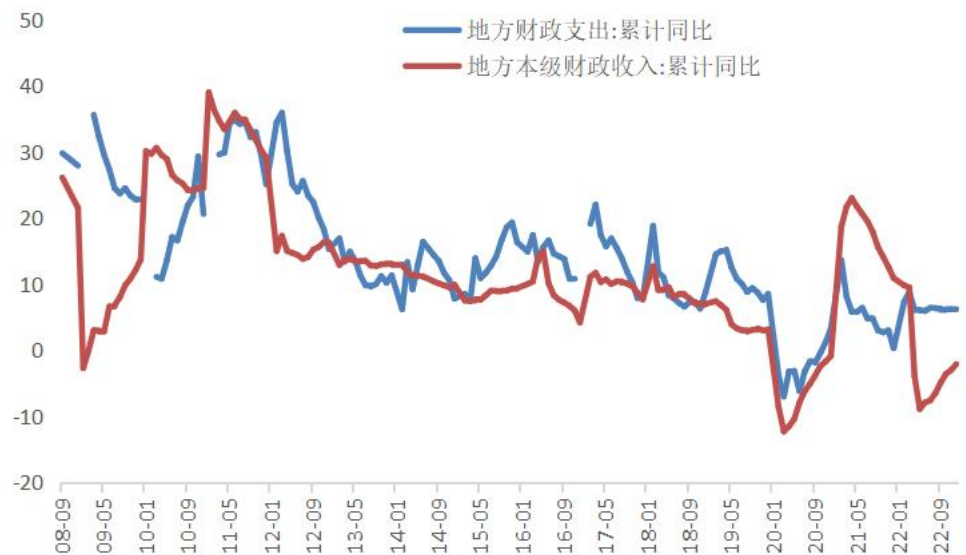
针对我国宏观经济走势，4 季度报告指出，“展望 2023 年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅：一是坚持以经济建设为中心，坚持‘两个毫不动摇’，坚持全方位扩大对外开放，有助于提振经济主体信心，稳定市场预期；二是疫情防控优化对经济持续回升带来重大积极影响，生产生活秩序将加快恢复；三是 2022 年出台的稳经济一揽子政策和接续措施深入落实，对实物量和经济增长的拉动效应将持续释放”。对此，我们解读如下。**第一**，“我国经济运行有望总体回升”出自 2022 年中央经济工作会议的“明年经济运行有望总体回升”，是对 2022 年中央经济工作会议精神的贯彻。“总体回升”是一个大方向的概念，值得强调的是，“总体回升”的路径非常关键，“一路向上”的总体回升，与“一波三折”的总体回升，对资本市场的影响可能大不相同。**第二**，4 季度报告看多 2023 年我国宏观经济的第一条理由，即“三个坚持”，具有较强的普适性，且长期以来一直得到很好的贯彻执行，因此并不是看多 2023 年宏观经济的独特理由。**第三**，2022 年 12 月以来的疫情防控优化，是 2023 年我国宏观经济不同于以往三年的最大变化，可以用来解释 2023 年宏观经济走势，因此该条“看多”理由较为充分。**第四**，从历史经验看，历年稳经济一揽子政策和接续措施均对下一年宏观经济起到拉动作用，因此，“2022 年出台的稳经济一揽子政策和接续措施深入落实，对实物量和经济增长的拉动效应将持续释放”未必对 2023 年宏观经济可能的“总体回升”形成强有力的独特支撑。

在此基础上，4 季度报告指出，“也要看到，当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固”。**从国际看**，“地缘冲突还在持续，世界经济增长动能减弱，发达经济体通胀仍处高位，加息进程尚未见顶，对我国经济的影响加深”。**第一**，“地缘冲突还在持续”这一现象，我们认为至少持续至拜登与普京中的一人卸任为止。只要二者均在任，则“俄乌冲突”大概率还将持续，毕竟国际关系在很大程度上是两国领导人之间的人际关系。此外，“俄乌冲突”对我国的影响是，一旦乌克兰获胜，则台湾问题的解决难度将大为增加，进而可能对我国宏观经济与 A 股市场产生一定扰动。当然，短期看，这一可能性非常低。**第二**，“世界经济增长动能减弱”对我国宏观经济最直接的影响是，2023 年我国出口增速大概率持续负增长。**第三**，“发达经济体通胀仍处高位”在理论上会对我国形成输入性通胀，但是我们认为输入性通胀形成的概率较低，毕竟当前我国 PPI 当月同比处于负值区间，而 1 月 CPI 当月同比 2.10% 的读数也不算高。**第四**，“加息进程尚未见顶”意味着 10 年期美债到期收益率大概率还将上行一段时间，进而中美利差大概率在短期内走阔，对 2 季度人民币汇率形成一定压力。

**从国内看**，“疫情演进的扰动影响仍需关注，居民储蓄向消费转化的动能有待观察，房地产业转向新发展模式尚需时日，地方财政收支平衡压力持续存在，人口增长红利消退、绿色转型推进等也可能带来中长期挑战”。**第一**，“疫情演进的扰动影响仍需关注”。在 2 月 23 日的国务院联防联控机制新闻发布会上，国家卫健委疫情应对处置工作领导小组专家

组组长梁万年表示，从疫情本身的特点来看，“可以说本轮疫情已经基本结束，但不能说是完全结束”。现在的感染在我国来看，还处在零星的、局部性的散发状态。**第二**，“居民储蓄向消费转化的动能有待观察”。我们认为，今年居民储蓄存款“大搬家”，或者说居民储蓄向消费转化的概率较低。2022年我国商业银行储蓄存款大幅增长是因为，在宏观经济承压的背景下投资收益率下降，与此同时，投资渠道收窄，叠加考虑新冠肺炎疫情下未来可支配收入的不确定性上升，使得居民将原本用于投资的资金转为储蓄。也就是说，投资需求下降，预防需求上升，是居民越来越爱存钱的原因。从宏观经济的角度看，上半年存款“大搬家”亦即居民储蓄向消费转化概率较低，下半年可能会出现存款“小搬家”，而存款“大搬家”出现的时点，可能在2024年上半年。**第三**，“地方财政收支平衡压力持续存在”。主要受新冠肺炎疫情冲击的影响，2022年地方本级财政收入累计同比为-2.10%，2022年地方财政支出累计同比为6.40%，二者的差值为8.50个百分点。

**图 3: 2022 年地方本级财政收入累计同比与支出累计同比的差值为 8.50 个百分点(%)**



**数据来源: WIND 英大证券研究所整理**

**第四**，“人口增长红利消退”。2022年人口总量有所减少，我国迎来60年来人口首次负增长。造成人口负增长的原因主要有两点：**一是**人口出生率下降，2022年出生人口跌破1000万。在教育、医疗等压力面前，当前社会青年生育意愿下降，此外，离婚率上升也对出生人口造成负面影响；**二是**人口死亡率上升，随着我国进入老龄社会，随着时间的推移，高龄老人越来越多，相应地，死亡率大概率稳步上升。在出生率下降以及死亡率上升的背景下，预计我国人口负增长将持续存在。**从需求端看**，出生人口跌破1000万在短期内降低对母婴用品的需求，在中长期对房地产后周期消费增速，以及汽车消费增速，进而对石油及其制品类消费增速形成压力，以上均利空我国的消费增速。此外，消费是宏观经济增长的内生动力。在消费增速承压的背景下，预计中长期我国宏观经济增速大概率整体承压。

总体而言，4季度报告对我国宏观经济持偏“空”的看法。**第一**，4季度报告认为2023年我国宏观经济“有望总体回升”的理由有3条，而认为“国内经济恢复的基础尚不牢固”



的国际层面的依据有 4 条，国内层面的依据有 6 条，其中，国内短期依据有 4 条，国内长期依据有 2 条。**第二**，在通货膨胀部分，4 季度报告明确指出“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”，这就直接指出当前我国宏观经济的需求较为疲弱。

### 三、短期看通胀压力总体可控，且下行压力大于上行压力

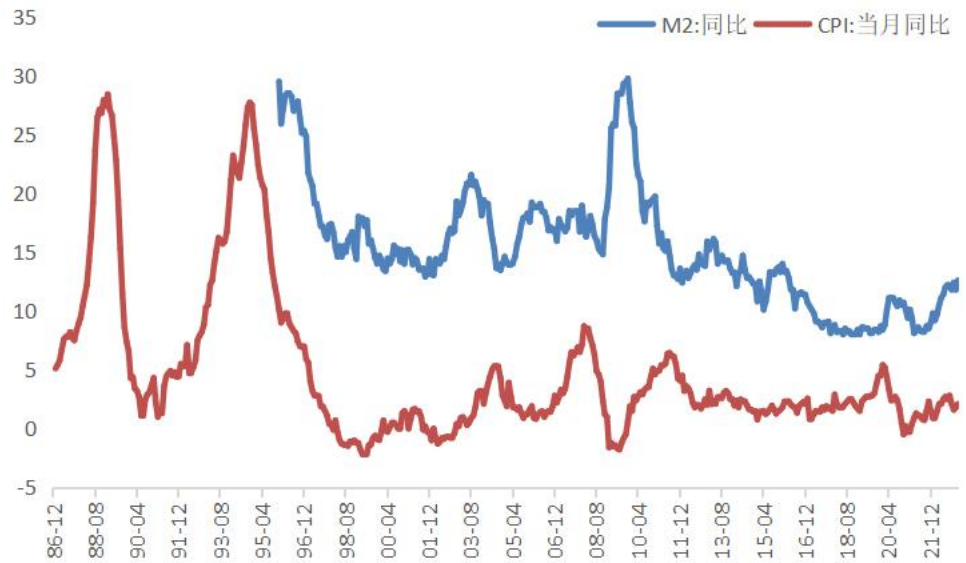
针对通胀，11 月 16 日发布的 3 季度报告认为“通胀升温”是大概率事件，体现在以下三点：**一是** 3 季度报告指出，“物价涨幅总温和，但要警惕未来通胀反弹压力”；**二是** 3 季度报告指出，“也要高度重视未来通胀升温的潜在可能性”；**三是** 3 季度报告指出，“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”。行至 2 月 24 日，4 季度报告认为，“短期看通胀压力总体可控”，理由是“当前我国经济还处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾，产业链、供应链运转通畅，PPI 涨幅预计将总体维持低位”。“中长期看，物价水平具备保持基本稳定的有利条件”：**一是**我国经济供需大体平衡；**二是**货币政策保持稳健；**三是**居民通胀预期平稳。**值得提醒的是**，3 季度报告认为需求侧的变化有可能导致通胀升温，但是 4 季度报告认为“有效需求不足仍是主要矛盾”，可见 4 季度报告对宏观经济总需求的看法，较 3 季度报告发生了较大转向。

与此同时，4 季度报告依旧表达了对中期通胀的担忧，“同时，对未来国内物价走势的不确定性也需关注”，理由有以下四点：**一是**疫情防控优化后消费动能可能逐步升温，2023 年春节假期国内旅游收入同比增长 30%，春运旅客人数同比增长超 5 成；**二是**经济活力进一步释放，企业加快复工满产，劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响；**三是**各方面政策累积效果还在逐步显现；**四是**主要发达经济体通胀较为顽固，大宗商品价格仍存上涨压力，海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导。

对于通胀走势，我们坚持在《英大证券宏观评论：基建投资大概率是 2023 年扩内需的主力，1-4 季度 GDP 当季同比大概率总体上行（20221220）》中“（2023 年）CPI 呈‘宽底 U’型而 PPI 呈‘V’型”的判断。也就是说，我们认同 4 季度报告“短期看通胀压力总体可控”的判断。

即便如此，社会层面对 2023 年 CPI 当月同比走势还是较为担忧：1 月 M2 同比录得 12.60%，较前值上行 0.80 个百分点，创 2016 年 5 月以来新高，与此同时，考虑到 1 月金融机构新增人民币贷款 49000.0 亿元，环比多增 35000.0 亿元，同比多增 9200.0 亿元，市场认为“印钞机”正在“轰鸣”，并认为我国 CPI 当月同比大概率大幅上行。对此观点，我们并不认同。**第一**，从历史走势上看，M2 同比上行的时期，通常是 CPI 当月同比下行时期，之所以如此，是因为 CPI 当月同比下行表明我国宏观经济需求较为疲弱，在逆周期调节政策的主导下，M2 同比必须上行以刺激宏观经济。也就是说，M2 同比上行与 CPI 当月同比下行背后的宏观逻辑是一致的，均为“国内经济恢复的基础尚不牢固”。

图 4：从历史走势上看，M2 同比上行的时期，通常是 CPI 当月同比下行时期（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

第二，虽然 1 月 M2 同比录得 12.60%，但是应该看到，1 月社会融资规模存量同比仅录得 9.40%，较前值下行 0.20 个百分点，创 2003 年 12 月有数据记录以来最低值，表明实体经济的融资需求十分疲弱。换句话说，资金并没有进入实体经济。金融市场与这一判断相印证的是，1 月上证综合指数录得 5.39% 的涨幅。此外，1 月社会融资规模为 59800.00 亿元，虽然环比多增 46742.00 亿元，但是同比少增 1959.00 亿元，从另一个角度验证了当前我国实体经济需求较 2022 年同期相对疲弱。

图 5：1 月社会融资规模存量同比与 M2 同比走势，表明实体经济融资需求十分疲弱（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

#### 四、短期内货币政策还将维持较强度，不排除 2 季度我国央行降准或降息的可能

4 季度报告指出，“稳健的货币政策要精准有力”，反观 3 季度报告的提法则是“加大





稳健货币政策实施力度”。二者对比，有两点启示。**第一**，4 季度报告删除 3 季度报告的“加大”二字，表明未来 1 季度货币政策的力度大概率不会大于过往 1 季度。**第二**，4 季度报告增加“精准有力”的表述，表明货币政策具有较强的“结构性”特征，此外，“有力”有两层含义：**一是**普通意义上的“有力”，或者说总量意义上的“有力”；**二是在**“精准”这一领域的“有力”，也就是结构意义上的“有力”。

尽管如此，我们认为，未来一季度我国货币政策还将维持较强力度。这一判断的依据有以下五点。**第一**，4 季度报告提出“从改善社会心理预期、提振发展信心入手”，与 2022 年中央经济工作会议“从改善社会心理预期、提振发展信心入手”完全一致，而 3 季度报告无相应表述。**第二**，4 季度报告提出“把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合，加大宏观政策调控力度”。这一表述也出自 2022 年中央经济工作会议，而 3 季度报告无“加大宏观政策调控力度”相关表述。**第三**，4 季度报告提出“重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，反观 3 季度报告相应提法为“着力稳就业稳物价”，无“稳增长”这一表述。**第四**，4 季度报告提出“推动金融支持实体经济实现质的有效提升和量的合理增长”，反观 3 季度报告的提法为“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长”。二者的区别在于 4 季度报告明确提出“推动金融支持实体经济”。**第五**，4 季度报告提出“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有力支持”，而 3 季度报告无相关表述。从“着力支持”与“更有有力支持”，尤其是“更”这一表述看，未来 1 季度我国货币政策的力度不会小。

我们认为，2 季度大概率是我国央行降准或降息的时点，我们做出这一判断的依据有以下三点。**第一**，从宏观经济基本面看，4 季度报告认为“当前外部环境依然严峻复杂，国内经济恢复的基础尚不牢固”，“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”。**第二**，从货币政策主基调看，“稳健的货币政策要精准有力”，“（要）保持货币信贷合理平稳增长”，尤其是“（要）加大宏观政策调控力度”。**第三**，从通货膨胀走势看，展望 2023 年全年：**CPI 方面**，我们认为 2023 年 CPI 当月同比总体不会太高，且呈现两头高，中间低的“宽底 U”型特征；**PPI 方面**，在 2022 年国际油价呈“倒 V”型走势的背景下，我们认为 2023 年国际油价大概率呈现“V”型走势，二者叠加，我们认为 2023 年 PPI 当月同比大概率呈“V”型走势。也就是说，CPI 当月同比与 PPI 当月同比的年内低点均位于年中，这就意味着 2023 年 2 季度大概率是降准或者降息的时点：**一方面**，PPI 当月同比在 1-5 月稳步下行，意味着我国宏观经济承压，央行有降准或降息的需求；**另一方面**，2-6 月 CPI 当月同比下行，意味着通胀对我国货币政策降准或降息的掣肘降低。

在 1 月天量信贷的背景下，市场顾虑 2023 年我国会不会继续放水，甚至像 2008 年一样大放水。对此，我们认为 2023 年我国出现像 2008 年一样大放水的概率较低。**第一**，从政策基调看，2022 年中央经济工作会议指出，“明年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，



形成共促高质量发展合力”。积极的财政政策要加力提效，与此同时，稳健的货币政策要精准有力。4 季度报告坚持 3 季度报告“坚持不搞‘大水漫灌’”的提法。**第二**，从全年宏观经济走势看，2023 年我国基建投资大概率维持较高增速，消费增速大概率较 2022 年上行，政府 GDP 增速预期目标大概率在 5.0%至 5.50%之间，宏观经济由上半年的衰退阶段迈向下半年的复苏阶段，全年人民币汇率大概率稳中有升。**第三**，从外来冲击看，2008 年“大放水”的主要原因是美国发生次贷危机，进而对包括我国在内的全球宏观经济形成大幅冲击。2023 年美国宏观经济进入衰退阶段，但是尚未达到经济危机的程度，“硬着陆”较低，对我国宏观经济的冲击有限。

---

## 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---