

需求仍显不足，政策继续宽松

——2023年第一季度货币政策执行报告点评

事件概述

2023年5月15日，中国人民银行公布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》），相关点评如下：

核心观点

► 央行 2023 年一季度货币政策报告主要有四大看点，1) 对于 Q1 经济的定调是“好于预期”，对于后续经济持续性也有一定信心，不过也提到当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足。2) 对于物价，指出当前没有出现通缩，CPI 下半年会逐步回升，结合我们的预测，今年 CPI 将呈现 U 型态势，4 月或是 CPI 低点，后续将震荡上行，全年中枢 0.7%；3) Q1 央行删除了“坚持不搞大水漫灌”表述，回顾以往，这一表述删除之后，货币政策边际放松的概率有所增加，后续可以继续关注经济修复节奏，如果经济动能持续放缓，降准、降息均有可能；4) 信贷表述有所变化，从去年 Q4 的“保持信贷合理平稳增长”改为“保持信贷总量适度、节奏平稳”，我们预计，在总量适度的前提下，今年全年信贷投放约 22 万亿元，较去年增加约 1 万亿元，在 Q1 信贷投放“天量”的情况下，后续信贷投放节奏可能会有所放缓。

► 经济增长好于预期，但潜在挑战依然不少

央行对于 Q1 经济的定调是“好于预期”，对于后续经济持续性也有一定信心。《报告》指出，今年以来，我国社会全面恢复常态化运行，“三重压力”得到缓解，经济发展呈现回升向好态势。后续延续复苏有四大有利条件，居民收入有所恢复、重大项目加快推进、出口仍具结构性优势、政策效果持续显现。对于经济的持续性央行也有一定信心，指出“我国经济运行有望持续整体好转”，并且指出 Q2 在低基数影响下增速可能明显回升，我们预计 Q2 增速可能会在 8%，全年增速 5.7%（Q2-Q4 分别为 8%、5%、6%）。

不过《报告》也提到当前经济面临不少挑战，从国际看，“全球经济增长放缓、通胀仍处高位、地缘政治冲突持续…不稳定、不确定、难预料因素较多。”从国内看，疫情“伤痕效应”尚未消退，居民收入预期还在恢复，青年人就业压力较大，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，全球经济增长放缓也可能使外需持续承压。

► 当前没有出现通缩，CPI 下半年会逐步回升

Q1 央行对于通胀的着墨较多，专栏 4 重点阐述了通胀与供需的关系，指出我国此前也曾多次出现 CPI 阶段性下行的现象，但总体来看，如果经济保持正常增长态势，不宜夸大 CPI 阶段性回落的影响。专栏还总结了今年以来通胀回落的主要原因，分别是：供给能力较强、需求复苏偏慢以及去年基数较高。对于后续，央行认为，下半年通胀中枢会逐步向往年均值靠拢。结合我们的预测，今年 CPI 将呈现 U 型态势，4 月或是 CPI 低点，后续将震荡上行，全年中枢 0.7%，Q1-Q4 分别为 1.27%、0.18%、0.3%、0.9%。

《报告》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，二季度 CPI 涨幅可能继续保持低位；随着政策效果持续显现，市场需求稳步恢复，供需缺口趋于弥合，对价格的带动会逐步增强，加之基数效应消退，下半年通胀中枢有望温和回升，CPI 可能逐步向往年均值水平靠拢。中长期看，我国经济供需总体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳，不存在长期通缩或通胀的基础。

我们在专题报告《难言通缩：CPI 会震荡上行，PPI 将探底回升——2023 年下半年通胀展望》中对于下半年 CPI 进行了详细预测，我们认为今年 CPI 将呈现 U 型态势，4 月或是 CPI 低点，后续将震荡上行，全年中枢 0.7%，Q1-Q4 分别为 1.27%、0.18%、0.3%、0.9%。

► **删除“不搞大水漫灌”表述，后续降准、降息概率增加**

Q1 央行删除了“坚持不搞大水漫灌”表述，回顾以往，这一表述删除之后，货币政策边际放松的概率有所增加，后续可以继续关注经济修复节奏，如果经济动能持续放缓，降准、降息均有可能。另外去年 Q4 对于信贷的表述是“保持信贷合理平稳增长”，Q1 改成“保持信贷总量适度、节奏平稳”，我们预计，在总量适度的前提下，今年全年信贷投放约 22 万亿元，较去年增加约 1 万亿元，在 Q1 信贷投放“天量”的情况下，后续信贷投放节奏可能会有所放缓。

Q1《报告》将“坚持不搞大水漫灌”删除，提到，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融规模增速与名义经济增速基本匹配。

信贷方面，Q1《报告》将此前“保持信贷合理平稳增长”的表述改成“保持信贷总量适度、节奏平稳”，同时强调引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度，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。

结构性货币政策方面变化不大，仍然是强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”，提到实施好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等工具，继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效。

► **房地产、汇率表述基本未变**

Q1 央行对于房地产、汇率的表述基本未变。房地产方面，仍然强调房住不炒，坚持做好“三稳”、“三保”工作，推动建立房地产业发展新模式；汇率方面，继续强调发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理…保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

《报告》指出，牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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，…有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况，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，推动建立房地产业发展新模式。

《报告》指出，稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

► **专栏重要信息**

合理把握利率水平。专栏指出：从过去二十年的数据看，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，有利于实现宏观均衡，保持物价基本稳定。近几年，全球经济面临的超预期冲击较多，经济环境和政策效果的不确定性较大。在此情况下，人民银行对利率水平的把握可采取“缩减原则”（Attenuation Principle），符合“居中之道”。

如何看待 M2 和存款增长。专栏指出：理论上，中长期货币和存款的增长主要是经济发展和货币化进程带动；实践中，搞好跨周期调节的要求更加明确，近期 M2 和存款的较快增长很大程度是宏观政策适度发力、市场主体行为变化的体现。中长期看，经济平稳增长、物价稳定是检验货币增长是否合理的标准和关键。

硅谷银行事件及其启示。专栏指出，硅谷银行事件发生后，部分美国中小银行因存款来源不稳定、证券账面损失较大、盈利能力不佳等原因，受到的外溢影响较大。我国金融机构对硅谷银行风险敞口小，硅谷银行破产对我国金融市场影响可控。但对硅谷银行事件的经验教训也要总结反思，一是货币政策应避免大放水；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。

我国通胀水平处于温和区间。通胀根本上取决于实体经济供需的总体平衡情况，近几年我国供需总体平衡，物价水平保持基本稳定。21 世纪以来，我国曾多次出现 CPI 阶段性下行现象。总的看，若经济保持正常增长态势，CPI 阶段性回落的影响不宜夸大。今年以来物价涨幅阶段性回落，主要与供需恢复时间差和基数效应有关。当前我国经济没有出现通缩，预计下半年 CPI 中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观研究助理：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

丁俊菘，复旦大学经济学博士，2021年7月加入华西证券研究所，专注于就业、通胀以及流动性等方面的研究，在《金融研究》、《财经科学》、《Grow and Change》等一流期刊发表学术论文多篇。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。