

2023年05月15日

# 节奏平稳，提升支持实体的可持续性

## 事件点评

### 23Q1《货币政策执行报告》解读

#### 投资要点

- ◆ **报告指出，国内经济内生动力还不强，需求仍然不足，温和通胀显示需求复苏偏慢，仍需形成扩大需求的合力。**报告对我国一季度经济恢复的情况给予了积极的总结，认为我国经济社会全面恢复常态化运行，三重压力得到缓解，经济增长好于预期，并具有长期发展优势条件。但同时，与4月以来居民消费和购房意愿降温的内需变化相一致，报告清醒指出“国内经济内生动力还不强，需求仍然不足”，与4月底政治局会议定调一致。报告专栏4一方面澄清当前我国经济没有出现通缩，因通缩往往指代兼具货币供应量下降和经济衰退的表征；但另一方面也直言今年以来物价涨幅阶段性回落，与供需恢复时间差有关，“需求复苏偏慢”。**在以上分析基础上，报告新增要求“提升支持实体的可持续性”，指出下阶段要加强与财政政策等协调配合，“形成扩大需求的合力”。**
- ◆ **如何理解利率水平“合理适度”？降低政策利率短期波动，引导实际贷款利率下行。预计下半年向1Y LPR倾斜的小幅降息可期。**报告在政策展望部分指出，要“完善”央行政策利率体系，新增“保持利率水平合理适度”的要求。专栏1《合理把握利率水平》直接对这一要求进行了详细阐述。专栏指出“宏观意义的利率水平应与自然利率基本匹配”，我国过去二十年实际利率保持在“略低于潜在经济增速”水平上，“有利于实现宏观均衡”；认为近几年我国在调整政策利率时，考虑当前经济金融形势的基础上，“降低政策利率的波动”，并举例称2018年、2020年、2022年全球主要央行相继大幅加息、大幅降息至零利率、再度持续大幅加息，而人民银行三个时期分别仅上调5BP、下调20BP、逆向下调20BP，政策利率波动极小，总体小幅下行，“带动市场利率稳中有降”。而报告直接将“市场利率的明显降低”与有效支持实体经济发展相挂钩。展望下阶段操作，报告明确提出央行要“健全‘市场利率+央行引导—LPR—贷款利率’传导机制，为促进经济实现值得有效提升和量的合理增长营造有利条件”。综合上述分析，我们认为年中美联储加息如明确见顶，下半年人民银行有意愿、有必要通过小幅下调LPR引导实际贷款利率进一步下降，而同时考虑到商业银行当前存贷款利差逼仄，信用创设能力受一定挫伤，我们维持下半年1Y LPR、MLF利率下调20-30BP，5Y LPR下调10-15BP的预测。
- ◆ **尽管M2和存款高增，但“物价稳定是检验货币增长是否合理标准”，仍需“巩固扩展经济向好势头”，长期流动性投放实属必需，维持每季度降准25BP的预测。**经济恢复期，M2、存款增速一度显著超市场预期走高至高于名义GDP增速的水平，市场对货币政策分歧加大。央行在专栏2中指出，近期M2和存款的较快增长很大程度是宏观政策“适度发力”（贷款创造存款、银行增购国债）和“市场主体行为变化”（理财资金回流表内，预防性储蓄等）导致的合理结果。在此基础上，报告指出“经济平稳增长、物价稳定”是检验货币增长是否合理的中长期标准。加之报告强调“增强政府投资和政策激励的引导作用”，在复苏初期、内生动能尚显不足、通胀走低的当下，货币流动性投放显然不应过早转为收缩。从数量型操作工具来看，再贷款增量预计少于去年，央行利润上缴也是一次性工具，降准在成本效率方面无疑是长期流动性投放的最优选择。维持全年100BP、每季25BP降幅的预测不变。
- ◆ **风险提示：**货币政策稳增长力度不及预期。

分析师

张仲杰

SAC执业证书编号：S0910515050001  
zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

- 消费内需深度报告·暨双循环周报（第9期）-再论“超额存款”：消费、买房还是投资？  
2023.5.14
- 金融数据速评（2023.4）-地产再冷，凸显基建  
2023.5.11
- 中国CPI、PPI、美国CPI点评（2023.4）-中美通胀背离扩大的三点启示  
2023.5.11
- 进出口数据点评（2023.4）-越过山丘，谁更脆弱？  
2023.5.9
- 华金宏观·双循环周报（第8期）-财经委强调产业链完整安全，美非农再超预期  
2023.5.7



图 1：政策利率体系（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn