

2023-05-15 投资咨询业务资格：证监许可【2012】669号

固定收益组 张菁 从业资格号 F3022617 投资咨询号 Z0013604

固定收益组 程小庆 从业资格号 F3083989 投资咨询号 Z0018635

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅供参考之用，不构成对任何人的投资建议。...

核心观点：这份《中国货币政策执行报告》延续了中国人民银行中性的货币政策姿态：一则央行认为经济延续复苏有诸多有利条件；二则央行认为年末通胀增速可回到今年均值水平附近；三则央行强调货币政策避免大开大合对金融稳定重要性；四则央行无意进一步推动社融和M2增速扩张...

1、央行认为经济延续复苏态势有诸多有利条件，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础，主要关注点在“疤痕效应”和政府对社会投资的撬动效应。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...

2、央行认为我国通胀水平处于温和区间，物价水平偏低来自于供需修复的暂时性时滞和基数效应，年末通胀可能回升至近年均值水平附近，后续物价稳定的政策关注点在预期引导。一则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...

3、央行针对硅谷银行事件，阐述货币政策避免大放大收对金融稳定的重要性。一则我国坚持稳健、正常的货币政策，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，稳固对实体经济的可持续支持力度，有效保持物价稳定，促进国民经济平稳运行...

4、央行的中介目标保持为“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”不变，进一步强调信贷增长总量适度、节奏平稳，这意味着政策无意进一步推动社融信贷增速扩张，后续社融增量只需同比持平即可达成目标。中介目标不变代表着货币政策整体姿态没有边际变化...

5、从中介目标倒推货币政策工具选择，央行的货币政策工具使用和出台似乎有收缩倾向。一则新增“保持利率水平合理适度”表述，删去“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”，并在专栏《合理把握利率水平》中指出“人民银行对利率水平的把握可采取‘缩减原则’，符合‘居中之道’...

6、后续的货币政策重点在M2向M1的转化、政府对民间有效投资的带动、和居民消费的可持续性上。一则未来随着疫情影响进一步消退、市场预期持续好转、经济加快恢复，居民的消费和投资意愿回升，前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，有利于M2和存款平稳增长...

7、央行今年对于房地产行业投资的预期为“走稳”，整体定调仍是“房住不炒”。“基建投资继续发挥稳增长重要支撑作用，制造业技术改造投资力度加大，房地产走稳对全部投资的下拉影响也会趋弱”。

8、关于汇率的表述无明显变化。

货币政策执行报告主要内容对比

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 全球主要经济体增长放缓，美欧通胀回落速度不及预期，硅谷银行、瑞士信贷等事件引发金融市场剧烈波动，货币政策在物价稳定、充分就业之外增加了对金融稳定的艰难权衡...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 高通胀仍较为顽固。得益于能源价格下行和供应链改善，美欧通胀总体有所回落，但部分通胀数据表现出较强韧性，3月，美核心PCE价格指数同比上涨4.6%...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 金融稳定风险上升。短期看，经营不善是硅谷银行、瑞士信贷面临困难的直接原因，但也反映出一些深层次问题，可能持续增大金融稳定风险。一是在利率上升的背景下，许多银行的证券资产出现账面亏损...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 全球宏观经济 货币政策不确定性增大。硅谷银行等事件使得美联储加息计划面临两难，继续加息不排除更多中小银行陷入困境，威胁金融稳定；而暂缓加息可能导致高通胀时间延长...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 全球宏观经济 全球金融秩序或加速演变。俄乌冲突升级风险仍存，西方继续对俄实施大规模制裁，能源等大宗商品市场还可能遭受冲击。实施制裁过程中，国家安全概念泛化，原有国际分工模式面临重新调整风险...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 宏观展望 展望未来，经济延续复苏态势有诸多有利条件。一是居民收入增长有所恢复，消费场景改善，消费倾向回升，就业形势总体稳定，内需潜力将进一步释放...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 国内经济 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。从国际看，当前全球经济增长放缓，通胀仍处高位，地缘政治冲突持续，主要央行政策紧缩效应显现...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 国内经济 但也要看到，我国经济韧性强、潜力大、活力足，具有市场规模巨大、产业体系完备、人力资源丰富等优势条件，长期向好的基本面没有改变。

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 通胀 物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升。今年以来，我国物价涨幅逐步回落，主要受食品、能源价格拖累，其中食品CPI一季度环比持平，明显低于往年1%左右的水平...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 通胀 同时，对未来国内物价走势的不确定性也需关注，疫情防控优化后消费动能可能逐步升温。经济活力进一步释放，企业加快复工复产，劳动力市场加速回暖可能对非工资变化产生影响...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 货币政策 稳健的货币政策要精准有力，总量适度，节奏平稳，搞好跨周期调节，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社融规模增速同名义经济增速基本匹配...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 货币政策 密切关注通胀走势变化，支持能源和粮食等保供稳价，保持物价水平基本稳定。

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 下一阶段整体思路 健全市场化利率形成和传导机制，完善中央银行政策利率体系，引导市场利率围绕政策利率波动。

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 利率汇率 继续深化利率市场化改革，完善央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制的重要作用，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 金融风险 统筹金融支持实体经济与风险防范，强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导，守住不发生系统性金融风险的底线。

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 流动性 一是保持货币信贷总量适度、节奏平稳。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...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 下一阶段具体操作 结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，保持再贷款再贴现工具的稳定性，运用好实施期内的阶段性工具...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 行业政策 牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，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...

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 行业政策 推动政策性开发性金融工具加快支付使用，及时跟进配套举措，强化存续期管理，发挥资金支持项目促投资稳增长大盘功能。

Table with 2 columns: 2023Q1, 2022Q4. Content: 专栏 1. 合理把握利率水平。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）...

免责声明 除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权/或其他相关知识产权。未经授权，不得复制或转载本报告任何内容。中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、及时性以及完整性不作任何明确或隐含的保证...