

2023年一季度货政报告的关注点

核心观点

2023年5月15日，人民银行发布《2023年第一季度中国货币政策执行报告》，我们认为核心要点有：①合理把握利率水平，引导我国实际利率总体略低于潜在经济增速；②合理看待M2和存款增长；③预计二季度货币政策仍是结构性发力的特征；④金融稳定仍是核心关注点；⑤央行对当前我国经济基本面形势的判断较为乐观；⑥央行认为当前我国经济没有出现通缩。

□ 合理把握利率水平，引导我国实际利率总体略低于潜在经济增速

央行通过专栏介绍我国的利率引导机制，提出“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”；“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’，即决策时相对审慎，留出一定的回旋余地，适当向‘稳健的直觉’靠拢”。

对于“缩减”，今年4月易纲行长在彼得森国际经济研究所(PIIE)的演讲中曾做出过更为清晰的解释，作为一种货币政策调控思路，“缩减”是指如果情况的确定性较低，则最好采取保守行动并在决策时留出一些回旋余地（Brainard, 1967¹）。

我们认为，当采取“缩减原则”时，货币政策的决策会考虑经济的现状，还会考虑经济周期的持续时间及政策的时滞性，“意味着向前看，并尝试提前行动和调整”，这就是为什么在疫情后的几年中，海外经济体大幅度、频繁调整利率的过程中，我国的利率调整频次及幅度均更低，避免了基本面及市场的波动性加剧。

借鉴易纲行长的实际利率度量，即贷款加权平均利率减CPI，3月，我国新发放贷款加权平均利率为4.34%，较去年12月上行20BP，而CPI增速则由去年12月的1.8%降至今年3月的0.7%，两者之差的实际利率由2.34%上行至3.64%，这也是去年12月以来的连续第二个季度上行。若假设潜在经济增速长周期稳中趋降、短期较为稳定，实际利率的上行意味着从机制角度看，我国后续仍存在降息的逻辑基础。我们预计考虑到联储大概率四季度开启降息，为我国货币政策操作释放宽松空间，我国降息也可能在四季度。

□ 合理看待M2和存款增长

央行通过专栏讨论存款增长问题，提出“近期M2增速与通胀和经济增速间存在一定缺口，主要是政策效果显现、需求恢复存有时滞所致”，并认为“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”。

我们预计居民超额储蓄的释放或是一个较为缓慢的过程。结合4月居民存款数据，我们估算的2020年-2023年4月我国居民超额储蓄体量已增长至6.46万亿，相较上月继续增加约5000亿元，相比去年末则已大幅增加了1.61万亿，也就是说，即使疫情因素消退，居民仍在积累超额储蓄，这符合我们此前的判断。我们认为，经济结构转型升级是导致居民对未来收入预期悲观的根本性原因，疫情在一定程度上掩盖了其影响。因此，预计M2增速在去年基数逐步走高的驱动下，未来将是回落的，但速度或相对缓慢，预计年末降至10.6%左右，弱于2022年末的11.8%和2023年4月的12.4%，但仍明显高于GDP实际增速+CPI增速。

□ 预计二季度货币政策仍是结构性发力的特征

央行在报告中再次介绍了一季度新创设的房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划两项结构性政策工具（4月24日官网已披露），两者额度分别为800、1000亿元，新工具均针对地产领域，体现维稳意图。

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书号：S1230520070006

sunou@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《4月金融数据：居民超额储蓄仍在继续积累》 2023.05.11
- 2 《4月通胀解读：物价持续低于预期兑现》 2023.05.11
- 3 《通胀如期回落，Q2加息收尾——美国5月通胀数据传递的信息》 2023.05.11

¹ William C. Brainard . Uncertainty and the Effectiveness of Policy [J].1967

我们预计二季度货币政策将以结构性调控为主，再贷款仍将发挥主导作用。根据央行数据，截至今年3月末，我国结构性货币政策工具余额 68219 亿元，去年末是 64465 亿元，增加了 3754 亿元。预计后续结构性货币政策工具将“聚焦重点、合理适度、有进有退”，发挥定向引导作用。

央行本次报告强调“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”，我们预计后续仍将增加政策性金融工具额度，发挥“准财政”属性，进而带动民间投资，PSL 也将再次放量。

□ 金融稳定仍是核心关注点

央行通过专栏讨论硅谷银行事件及其启示，提出我国金融体系运行稳健，但对硅谷银行事件的经验教训也要总结反思：1、货币政策应避免大放大收；2、中小金融机构的监管应重视；3、处置金融风险要迅速且强力；4、银行资产负债结构的稳定性应关注。

我们认为金融稳定仍是核心关注点，预计未来我国将在推进金融稳定法制建设、加强金融风险监测预警、及强化金融稳定保障体系建设等几个方面出发，持续保障金融稳定。

□ 央行对当前我国经济基本面形势的判断相对乐观

报告摘要及经济展望部分均明确提出我国“经济增长好于预期”，央行对当前经济基本面形势定位相对乐观。央行认为，2023 年以来，我国社会全面恢复常态化运行，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力得到缓解，市场需求逐步恢复，经济发展呈现回升向好态势。

我们认为年内后续货币政策首要目标和基调仍可能高频切换：短期看，一季度“经济增长好于预期”及二季度经济增速或在低基数驱动下继续上行，继续支撑二季度货币政策以结构性特征为主的判断；下半年随着经济增速或有回落、失业压力阶段性升温，可能触发货币宽松力度加大。

□ 央行认为当前我国经济没有出现通缩

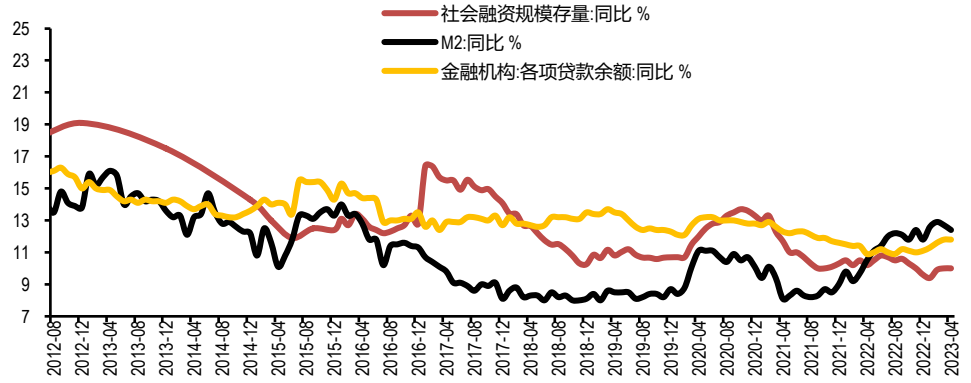
央行通过专栏论述我国当前通胀现状，并指出“今年以来我国物价涨幅阶段性回落，主要与供需恢复时间差和基数效应有关”“若经济保持正常增长态势，CPI 阶段性回落的影响不宜夸大”“当前我国经济没有出现通缩”。

我们提示，央行对于通胀的调控核心关注其上行压力，即 CPI 同比增速一旦超上限 3%，则可能触发货币政策转向收紧，但若 CPI 增速下行，并不会触发货币政策宽松，其对政策操作的影响是非对称的。类似的，GDP 增速大幅下行或失业率大幅上行可能导致货币政策宽松，但反之并不会导致政策收紧。因此我们认为，短期看，通胀表现不是货币政策的核心影响变量。

□ 风险提示

海外金融机构流动性风险、信用收缩风险或有加剧，冲击经济形势进而扰动我国外需，我国经济回落压力凸显，使得货币政策宽松幅度超预期。

图1: 信贷、社融、M2 增速



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>