

## 央行的“被动”选择

2023 年 05 月 16 日



分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

5 月 15 日，央行公布 2023 年一季度货币政策执行报告。

➤ **这是一份落在市场预期之内的货政执行报告。**

前两期货政执行报告央行反复强调通胀潜在压力，“高度重视未来通胀升温的潜在可能性”（2022 年三季度）；“密切关注通胀走势变化”（2022 年四季度）。

**这次报告对通胀定调明显有了转变。**“经济运行持续好转，不符合通缩的特征”，“不存在长期通缩或通胀的基础”。

2022 年三季度货政执行报告明确表达央行对未来通胀上行压力担忧，一度引发市场误解央行收紧货币，去年底债市因此调整。

央行对通胀的定调，从“高度重视”、“密切关注”到“不存在长期通缩或通胀的基础”。市场关注央行对通胀的判断，并非关注通胀趋势本身。

**透过央行表述，市场真正关心的是央行货币政策取向。通胀掣肘央行宽松，但央行对通胀并不忧虑。这也意味着货币短期内不会收紧。**

4 月政治局会议提到，“当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强”。与之呼应，短期之内货币政策不存在主动收紧可能性。

一季度货政执行报告表述偏鸽，姿态柔和，落在市场预期之内。

➤ **我们理解偏宽货币取向背后是居民资产负债表阶段性承压。**

2023 年宏观交易主线是流动性。因而相较实体数据，我们更加关注居民资产负债表。直接影响货币政策取向的，也往往是资产方负债表变化。

**将 1-4 月宏观数据组合在一起，我们能够更加清晰得到居民资产负债表图像，总结起来就两点特征，居民收支现金流减弱；居民避险偏好高涨。**

自去年 7 月以后核心 CPI 同比持续落在 1% 以下；3 月 16-24 岁青年失业率接近 10%；汽车、家装等大宗消费价格持续偏弱。即便是节假日出游人数暴热，但人均消费支出不及往年。

**这些数据交叉验证，指向这样一个事实，当下居民支出谨慎，收入预期偏弱，居民部门现金流并不充裕。**

再看今年 1-4 月金融数据。2-3 月社融扩张节奏极快，恰好对应开年地产销售回补。4 月房地产销售动能走弱，对应 4 月居民信贷放量节奏明显放缓。4 月金融数据公布，新增居民信贷-2411 亿元，甚至低于去年同期（-2170 亿元）。

**相关研究**

- 1.宏观专题研究：中国户均几套房？-2023/05/15
- 2.全球大类资产跟踪周报(2023 年第 18 期)：政策预期再度升温-2023/05/14
- 3.流动性跟踪周报：“债牛”走到了哪一阶段-2023/05/13
- 4.2023 年 4 月金融和物价数据点评：站在通缩的边缘-2023/05/12
- 5.宏观事件点评：存款利率上限再次下调是什么信号？-2023/05/11

面对这样一份居民信贷数据，我们可以认为银行季节性考核行为导致部分信贷需求腾至3月，亦或居民提前还贷主要集中在4月，最终3月和4月居民信贷冷热表现极端。

然而不可否认的是，4月居民信贷数据描绘这样一个事实，居民风险偏好快速收缩。杠杆动机下降，居民资产负债表扩张意愿偏低。

一边是收支现金流不太充裕，一边是杠杆意愿降温。面对今年4月偏收缩的居民资产负债表行为，货币政策面临的选择或许只有一个，维持平稳宽松。

诚如本次报告提到的，“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”。

### ► 怎样理解未来可能的降准降息操作？

一季度政策平淡，宏观数据由强转弱，资本市场交易也从“强复苏”到“弱复苏”。可以说一季度市场交易宏观数据。

我们之前判断二季度经济环比动能较一季度走弱，只不过这一点已经在定价之内。二季度宏观层面最重要的变化是居民扩表降速，风险偏好收缩。

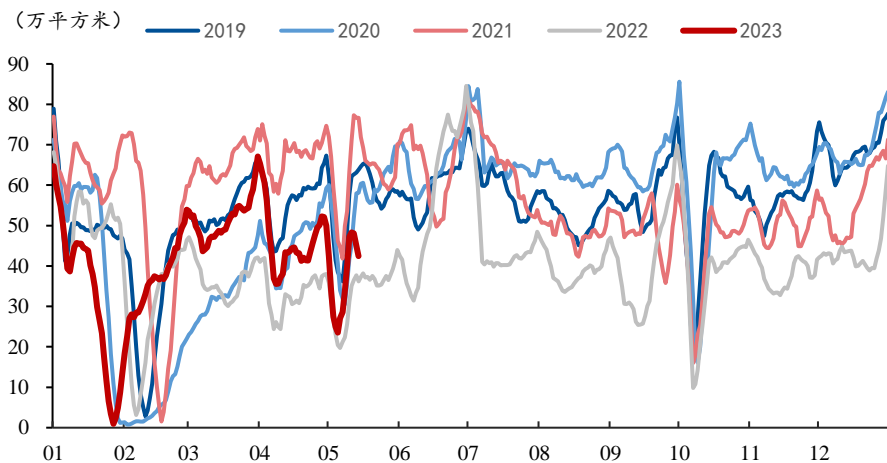
资产负债表能否再度扩张，关键是修复私人部门信心，二季度值得期待的不是数据而是政策。相较一季度交易实际数据，二季度宏观交易或许再度落到政策。

5月15日新一期MLF续作，市场并未如期等到降息（MLF利率调降）。

对于央行是否会降息，我们坚持一个判断，地产销售降温，资产负债表收缩压力浮现时，降息可能性便会提高。

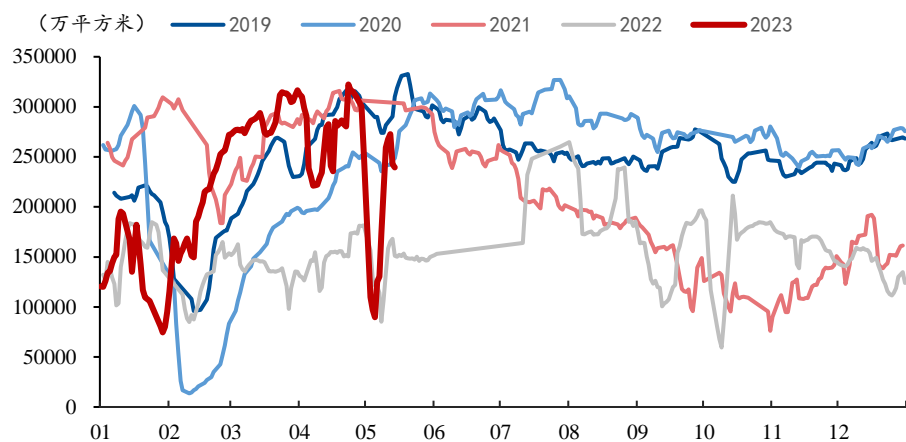
### ► 风险提示：地产修复不及预期；海外衰退超预期；国内政策调控超预期。

图1：今年4月以来地产新房销售量开始下降



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：今年4月以来地产二手房销售量开始下降



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026