



研究所

分析师:袁野
SAC 登记编号:S1340523010002
Email:yuanye@cnpsec.com

近期研究报告

《适当采取降息措施，补位全球流动性的短缺对我影响》 - 2023.05.14

宏观研究

相对积极的货币政策执行报告指引

● 核心观点

一季度货币政策执行报告对比此前报告进行了多处调整，虽然表面来看政策力度似乎出现收敛，但是大部分表述并非完全新增的内容，完全新增的表述实际上隐含的下一阶段降准降息概率都有所上升。投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，尤其是产业链链主的“中”字头企业；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

● 风险提示：

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

图表目录

图表 1: 货币政策执行报告关键词..... 6

央行 2023 年一季度货币政策执行报告公布，通读报告，有以下几点理解：

货币政策取向保持平稳。对经济的判断是政策定调的基础，对于当前经济，报告提到我国经济增长好于预期、三重压力得到缓解，边际上更加积极，并且报告对未来经济的展望亦较积极，提到，我国经济运行有望持续整体好转，其中二季度在低基数影响下增速可能明显回升。这与 4 月中共中央政治局会议的判断是一致的。报告同样强调了，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足。并对内生动力不强作出解释，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，对于消费、投资、外需都有涉及。在 4 月出口取得 8.5% 较为可观的增速后，报告对于外需持续承压的判断，指向了提振内需的重要性。因此，从总体政策定调上，报告维持“稳健的货币政策要精准有力”不变。而对于货币政策目标，则调整为“全力做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，对比 2022 年四季度报告中的“重点做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，稳的力度明显更强。

其次，报告在稳健的货币政策定调之后，新增“总量适度，节奏平稳”，具体指向“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度……有力支持实体经济健康良性发展”。似乎有政策力度边际收敛的意味，但是报告同样删除了“坚持不搞‘大水漫灌’”的表述。两相递补，货币政策边际调整可能并不大。实际上，梳理 2022 年 4 季度货币政策执行报告公布后的央行相关表述，发现 4 月 7 日在货币政策委员会 2023 年一季度例会上，就已删除“三重压力”的表述，同时强调“保持信贷合理增长、节奏平稳”，表面看似边际收敛的表述实际上并非完全新增的内容，4 月央行货币政策操作已经在落实相关的调整。观察 4 月央行操作就是对文字的最好解读，实际上 4 月份信贷投放的低迷更大程度来源于融资需求的疲软，票据融资在一季度负增后重回正增长，增加 1280 亿，反映商业银行信贷供给存在调整节奏的倾向，但是并非大幅度收缩。更值得关注的是，报告删除“坚持不搞‘大水漫灌’”。梳理 2017 年四季度以来的货币政策执行报告，发现“总闸门”、“不搞‘大水漫灌’”的表述，是货币政策宽松的约束关键词，2020 年四季度、2021 年二季度货币政策执行报告都是二者同时出现的组合，而在 2021 年四季度以后就只是提到

不搞“大水漫灌”，本次报告是在 2021 年三季度以后再次同时删除了两个约束关键词。相似的是 2021 年三季度货币政策执行报告，二者均未出现，随后央行在 2021 年 12 月 6 日降准，在 2022 年 1 月下调 MLF 利率 10bp。因此，下一阶段，货币政策的操作空间打开了。

降准降息概率上升。易纲行长在“权威部门话开局”系列主题新闻发布会提到，不到 8% 的法定存款准备金率，不像过去那么高了，但是用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上，明确了年内降准工具使用的可能性。同时结合报告关键词来看，只提不搞“大水漫灌”也为降准打开了空间，3 月降准正是在这种关键词组合下的动作。而在报告删除不搞“大水漫灌”之后，关键是是否可能降息。可以结合货币政策传导机制分析。

——报告新增“健全市场化利率形成和传导机制”，对于具体的传导链条，专栏 1《合理把握利率水平》做出了解释，“健全‘市场利率+央行引导→LPR→贷款利率’传导机制”，焦点落在了市场利率、央行操作、LPR 和贷款利率上。在 2019 年 8 月央行改革完善贷款市场报价利率（LPR）形成机制，LPR 报价由原来的参考贷款基准利率进行报价改为在公开市场操作利率的基础上加点报价之后，MLF 利率累计下调 55bp，1 年期 LPR 累计下降 66bp，5 年期 LPR 累计下降 55bp，表面来看由 MLF 利率向 LPR 传导较为充分，但是期间还有央行降准、推动存款利率下调的影响。21 世纪经济报道记者了解到，近日，相关部门下发通知，要求各银行控制通知存款、协定存款利率加点上限。对于通知存款利率，国有大行不能超过基准利率 0.1 个百分点，其他银行不能超过基准利率 0.2 个百分点。财联社报道，多家银行暂停销售智能通知存款，亦有银行最高 2% 的类智能通知存款“下线”。5 月以来通知存款、协定存款利率上限的调整，正是为 LPR 下调提供了基础。另外，3 月新发放贷款加权平均利率为 4.34%，在连续下行 5 个季度后反弹，也凸显了 LPR 下调的可能性。

另外，在防风险方面，报告新增“强化金融稳定保障体系，防范境外风险向境内传导”。5 月 11 日，美国新冠疫情国家紧急状态正式结束前后，移民风暴逐渐发酵，占劳动力缺口 1/4 的移民短缺状况迅速演化，同时高企的联邦基金利率、

并未真正平息的区域银行危机导致的信贷紧缩亦在不断深化，美国经济面临的风险正在积聚。在此背景下，央行在美联储转向降息之前，率先发力，补上政策空缺，有助于提前防范境外风险向境内传导。而报告删除健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系等内容，属于党和国家机构改革方案的落实。方案已将中国人民银行对金融控股公司等金融集团的日常监管职责、有关金融消费者保护职责，划入国家金融监督管理总局。因此，删除类似表述属正常调整。因此，结合报告历史关键词和本期报告新增内容，在 8 月二季度货币政策执行报告发布以前，降息概率上升。

需求启动点关注房地产市场、农业农村。回到稳增长、稳就业、稳物价的工作目标，扩大内需在城镇范围内与房地产投资、制造业投资密切相关，具体指向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，支持设备更新改造拉动制造业投资。在农村范围，政策发力空间则更加广阔。农业农村部 2023 年全国扩大农业农村有效投资工作会议提到，研究创设一批支撑农业强国建设的长期性、关键性支持保护政策，谋划实施一批战略性、标志性重大工程项目，进一步释放农业农村投资需求。在一季度农业农村经济运行情况举行发布会上，农业农村部总农艺师、发展规划司司长曾衍德介绍，预计未来 5 到 10 年，农业农村投资需求近 15 万亿元。当前农村与城市的差距，恰恰提供了未来增长的空间。在可观的投资规模以外，农业农村发展同样对于稳就业有重要作用。《关于加强就业困难退役军人帮扶工作的意见》提到，鼓励返乡入乡退役军人参加高素质农民培育计划，提升致富技能水平，反映了农村产业经济的发展对于吸纳就业、改善当前城镇调查失业率仍然偏高的现状具有重要意义。

综上，一季度货币政策执行报告对比此前报告进行了多处调整，虽然表面来看政策力度似乎出现收敛，但是大部分表述并非完全新增的内容，完全新增的表述实际上隐含的下一阶段降准降息概率都有所上升。投资建议：此时关注顺周期行业政策预期，尤其是产业链链主的“中”字头企业；而顺周期信心不足，宜看向未来，如人工智能、数字经济与制造业相结合（主要是工业母机方向）、平台经济、新能源（主要是氢能领域）、大农业、网络安全等方向。

图表1：货币政策执行报告关键词

报告发布时间	总闸门	大水漫灌	稳增长 (做好 工作)	稳增长 (处理 关系)	合理区间	前瞻性(方向)	逆周期	政策辅助	后续降准	后续降息
2017年四季度	✓		✓						4月17日	
2018年一季度	✓		✓						6月24日	
2018年二季度	✓		✓			中美贸易争端			10月7日	
2018年三季度			✓			中美贸易争端			次年1月4日	
2018年四季度		✓				中美贸易争端	✓	几家抬		
2019年一季度	✓	✓					✓			
2019年二季度	✓	✓	✓				✓		9月16日	✓
2019年三季度		✓					✓		次年1月1日	✓
2019年四季度		✓			✓		✓		3月13日	✓
2020年一季度				✓		正常货币政策	✓			
2020年二季度				✓						
2020年三季度		✓								
2020年四季度	✓	✓								
2021年一季度	✓				✓			与其他政策的高效协同	7月9日	
2021年二季度	✓	✓				全球流动性收紧				
2021年三季度						全球流动性收紧			12月6日	✓
2021年四季度		✓			✓				4月15日	
2022年一季度		✓	✓		✓	全球流动性收紧, 重点领域风险				下调5年期LPR
2022年二季度		✓			✓	全球流动性收紧, 重点领域风险				✓
2022年三季度		✓				年末流动性环境、全球流动性收紧及对金融市场的外溢效应			11月25日	
2022年四季度		✓	✓			全球经济下行压力加大			3月17日	
2023年一季度			✓			防范境外风险向境内传导			?	?

资料来源：中国人民银行，中邮证券研究所

风险提示

房地产市场超预期下行，政策落地执行扭曲，地缘政治冲突加剧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号
邮编：100050

上海

电话：18717767929
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼
邮编：200000

深圳

电话：15800181922
邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼
邮编：518048