

2023年05月16日

对经济更加乐观，对货币政策更偏中性

固定收益研究团队

——2023年一季度货币政策执行报告解读

陈曦（分析师）

张维凡（联系人）

chenxi2@kysec.cn

zhangweifan@kysec.cn

证书编号：S0790521100002

证书编号：S0790122030054

● 此次报告中的重点信息

第一，央行强调当前经济没有通缩。对于通胀的表述，央行删掉了“预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力”，改为“物价水平温和上涨，下半年可能逐步回升”。近几个月CPI低位徘徊，市场对通缩的担忧不断升温。央行专栏4中对此进行了回应，表示近几个月物价回落主要受供给能力强（以车企为代表的部分行业降价促销）、需求复苏缓慢、2022年同期高基数等因素影响。并表示受高基数扰动，5-7月CPI可能仍将阶段性保持低位。但是，当前国内经济向好态势不变，货币条件合理适度，同时，国内物价仍在温和上涨，服务CPI已经接近疫情前水平，居民预期稳定，不存在长期通缩或通胀的基础，预计下半年CPI中枢将温和抬升，我国经济没有出现通缩，也不符合通缩的定义。我们曾多次指出，由于居民部门的顺周期特征，居民部门的消费和融资将随着经济上行逐步激活。目前居民存款-贷款已经连续三个月回落，央行一季度披露的居民预防性储蓄动机也开始下降，均指向居民风险偏好的提升，后续有望看到居民的消费情绪持续抬升，物价水平温和上涨。

第二，近期M2和存款的较快增长，主要是由于逆周期调节先行发力，以及市场主体行为变化所致。近期M2和居民存款维持高位，但CPI低位震荡，市场担心存在货币供应过剩，同时资金传导不畅，在金融系统内空转的可能。对此，央行在专栏2中认为，一方面，为了拉动经济复苏，稳增长政策逆周期调节力度前置发力，如1-3月信贷投放均创历史同期记录，但需求恢复存在时滞，因此金融数据领先经济数据；另一方面，近几个月理财净值波动较大，处于避险需要，企业和居民的理财资金回流为表内存款，推高M2。因此，两方面主要原因共同导致国内出现货币供应量高于社融规模和名义经济增速的情况。后续，随着经济的不断修复，居民和企业的预期好转，经济循环阻滞逐渐打通，货币流通速度提高，前期积累的预防性储蓄有望逐步释放，我们认为M2和存款将逐步回落，货币供应量和社融增速以及名义经济增速将保持基本匹配。

第三，央行对经济的表述更加乐观，对货币政策的表述更偏中性，短期降息概率较低。央行认为一季度经济增长好于预期，需求收缩、供给冲击、预期转弱的三重压力缓解，经济延续复苏态势有诸多有利条件。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。整体对经济表述边际上更加乐观。但是对货币政策的表述更偏中性：将“加大宏观政策调控力度”调整为“把发挥政策效力和激发经营主体活力结合起来”，稳健的货币政策在保持精准有利的基础上，新增“总量适度，结构平稳”，强调“提升支持实体经济的可持续性”。并首提“保持利率水平合理适度”，在专栏1中，央行表示，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，并努力保持政策利率平稳，降低政策利率波动，并未像其他国家央行一样政策利率出现大幅波动。基于上述表述，由于国内目前经济稳中向好趋势不变，因此我们认为短期内降息可能性较低。这与5月政策利率并未调降相对应。对于结构性货币政策，表示“用好实施期内的阶段性工具”，短期内结构性货币政策增量亦或将有所减弱。

● 此次报告中央行的其他关注事项

第一，外部环境上，央行的关注重点包括高通胀仍然较为顽固、金融稳定风险上升、货币政策不确定性加大、全球秩序加速演变等方面。

第二，对于信贷，央行强调保持信贷总量适度，节奏平稳，注重投放节奏和力度。

第三，对于地产，央行的表述与政治局会议类似，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，表示推动建立房地产业发展新模式。我们认为，房地产业发展新模式可能是涉及地产企业经营模式、住房供给制度、土地供给制度等的多方面变革。

● 后续债市收益率稍微向上的概率会更大一些

本轮长端债券收益率的超预期下行主要是前期收益率补下，目前估值修复已基本完成。往后看，现在债市收益率中已经交易了经济环比走弱，但经济向好趋势不变，短期降息可能性降低，后续债市收益率稍微向上的概率会更大一些。

● **风险提示：**政策变化超预期；疫情扩散超预期。

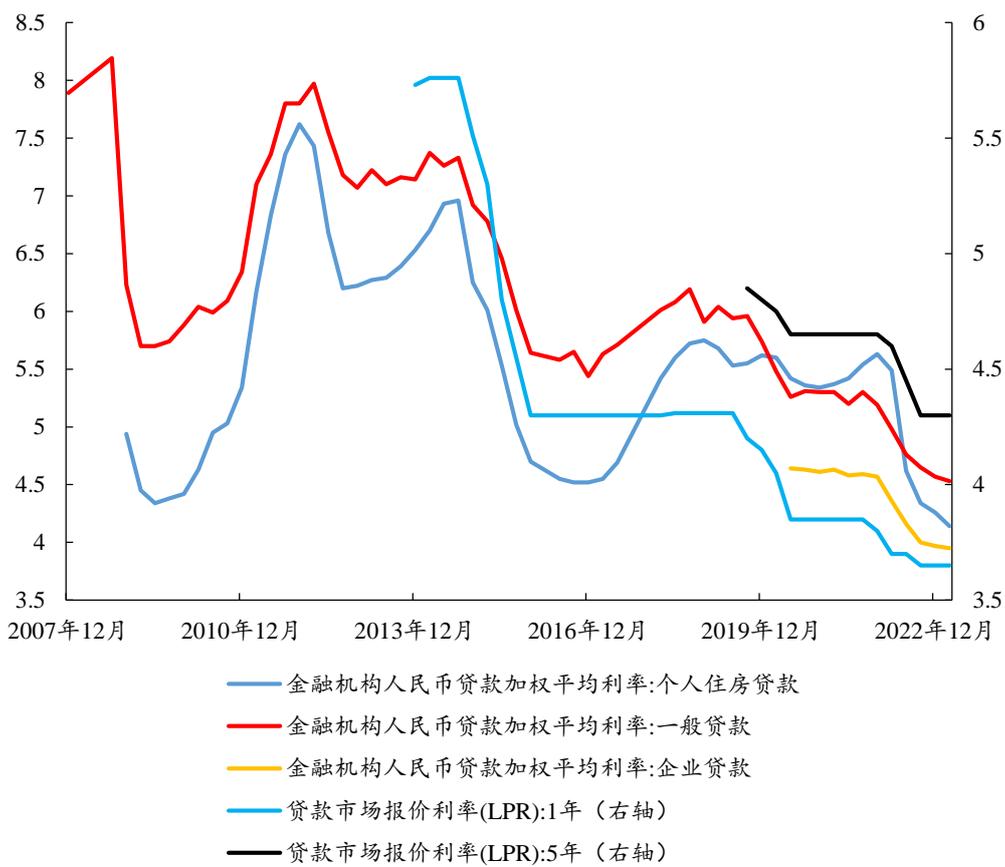
相关研究报告

《金融数据的“倒春寒”——2023年4月金融数据点评》-2023.5.14

《4月宏观数据表现不及预期，美国通胀持续回落——利率债周报》-2023.5.14

《部分生产消费指标回落——高频数据周报》-2023.5.14

附图 1: 个人住房贷款利率已经降至历史最低水平 (%)



数据来源: Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn