

何为合理适度的利率水平？——央行一季度货币政策执行报告点评

报告发布日期

2023年05月16日

研究结论

事件：2023年5月15日央行发布2023年第一季度中国货币政策执行报告。

- 央行对经济形势的判断与4月政治局会议基本一致，即国内经济增长好于预期，但内生动能还不强、需求仍然不足，具体体现在疫情“伤痕效应”未消退、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等，其中“伤痕效应”在本报告中被提及两次。从一季度居民消费复苏的情况来看，居民消费倾向同比仅提升了0.2个百分点，相比疫情前的趋势仍有较大差距，“伤痕效应”或是消费倾向并未能在第一阶段复苏中显著回升的主要原因之一，其后续演绎值得关注。
- **央行认为当前我国经济没有出现通缩，下半年物价水平可能逐步回升。**央行用一个专栏讲述了其对当前通胀水平的看法，专栏中对通缩的定义与早年易纲行长提到的“两个下降、一个伴随”一致，即价格持续负增长、货币供应量也有下降趋势、且通常伴随经济衰退，当前我国核心CPI、M2、社融、GDP的表现均不符合该定义；本轮物价回落主要由三方面因素推动：一是供给能力较强，二是需求复苏较慢，经济复苏本来就需要一个过程，三是基数效应。随着下半年经济内生动能恢复、基数效应削减，CPI中枢或将温和抬升。
- **货币政策总基调不变，新增“总量适度，节奏平稳”、“保持利率水平合理适度”等表述，删去了“坚持不搞‘大水漫灌’”、“推动降低企业融资和个人消费信贷成本”等。**过去几年信贷“开门红”的特征越来越显著，今年一季度新增信贷同比增加了2.26万亿，大幅高于去年同期的同比增幅6700亿，指向今年信贷节奏大概率继续前倾，在此背景下，央行对信贷节奏的关注度提升，在报告中新增了“节奏平稳”、“引导金融机构把握好信贷投放节奏和力度”等表述，表明央行大概率将维持偏宽的信用环境以避免后续出现信贷“滑坡”的现象。
- **何为合理适度的利率水平？**报告专栏1题为“合理把握利率水平”，无独有偶今年4月易纲行长在PIIE的演讲也谈到了合适的利率水平，而且表述相对更具体。央行对利率的引导和把握要符合经济规律、宏观调控和跨周期设计需要，总体策略是将实际利率设定为略低于潜在增长率，过去二十年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”上；过去几年面对超预期冲击，央行采取的是“缩减原则”，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（即向周期和区域平均收缩）。在实际操作中，面对全球主要央行在2018年连续加息、2020年大幅降息至零利率、2022年大幅加息，我国央行公开市场操作利率均只小幅调整，利率相对于世界其他地区一直相当稳定。
- **专栏2题为“如何看待M2和存款增长”。**央行认为近期M2和存款较快增长很大程度是宏观政策发力、市场主体行为变化的表现，前者指向逆周期调节力度加大、银行信贷投放加快，后者则指向企业和居民理财资金回流表内，除此之外经济循环阻滞未消导致货币流通速度下降，市场主体货币持有量和预防性储蓄存款上升。
- **地产相关表述与上季度基本一致，新增两个细节：一是加快完善住房租赁金融体系；二是推动房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划落地生效。**对于前者，今年2月央行、银保监会起草了《关于金融支持住房租赁市场发展的意见（征求意见稿）》，其中提到的重要举措包括稳步发展房地产投资信托基金（REITs）、加大对租赁住房开发建设的信贷支持力度；后者则是今年一季度央行新设的两项地产相关工具，由于新设立、“先贷后借”机制的缘故，截至3月末两项工具的余额均为0，后续有望加快落地。我们认为这两个新增表述分别对应于当前地产政策的两个主要方向，一是通过构建租赁住房体系推动建立地产发展新模式，二是聚焦化解地产领域的风险。
- **风险提示：**疫情局部扩散，影响居民和企业的融资需求；美联储货币紧缩超预期，影响货币政策走势。

证券分析师

陈至奕 021-63325888*6044
chenzhiyi@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860519090001

陈玮 chenwei3@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522080003

王仲尧 021-63325888*3267
wangzhongyao1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860518050001
香港证监会牌照：BQJ932

联系人

孙国翔 sunguoxiang@orientsec.com.cn

相关报告

结构性因素导致弱通胀——4月价格数据点评 2023-05-12

社融在“开门红”后走弱——4月金融数据点评 2023-05-12

除了低基数出口还有什么特征？——4月进出口点评 2023-05-11

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。