

央行对经济保持乐观，未来利率变动需要等待

2023年一季度货币执行报告

核心内容：

- **央行对海外经济更谨慎，对国内经济更乐观**在对美欧高通胀仍较为顽固和金融稳定风险上升的判断下，央行认为美欧货币政策不确定性增加、会增加对金融稳定的权衡。央行新增对地缘政治的关注，认为全球经济秩序或加速演变。对于国内经济，央行总体看法比去年四季度更为乐观，认为我们经济增长好于预期，经济运行开局良好，有望持续整体好转，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础。但同时，央行认为外部环境复杂严峻的程度在提升，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足。
- **我国通胀温和没有出现通缩**央行不再警惕未来通胀反弹压力，认为我国通胀水平处于温和区间。物价回落是阶段性的，主要与供需恢复时间差和基数效应有关：一供给能力较强，二需求复苏偏慢，三基数效应明显。未来几个月受高基数等影响，CPI 将低位窄幅波动。预计下半年 CPI 中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。
- **近期 M2 和存款的较快增长市场主体行为变化的体现，未来 M2 和存款平稳增长** 1、宏观政策：逆周期调节，货币政策充分发力，配套资金先行到位。2、商业银行：银行信贷投放加快，银行购债力度也明显加大，有效支持财政靠前发力。3、企业和居民：理财资金回流为表内存款，疫后实体经济恢复仍有时滞，经济循环阻滞摩擦导致货币流通速度降低，市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升。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。
- **“缩减原则”下降息阈值上行，降息力度减弱** 人民银行对利率水平的把握可采取“缩减原则”，降低政策利率的波动。健全“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制。
- **央行下一阶段保持货币信贷总量适度、节奏平稳** 在今年前期逆周期调节，货币政策充分发力，配套资金先行到位的背景下，当前央行更强调满足实体经济的有效贷款需求。央行提到的支持实体经济的方向包括小微企业、乡村振兴（种业发展、农业农村基础设施）等。重申牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段。
- **央行二季度货币政策处于观察期，三季度可能再次启动。** 央行判断当前政策效果存在时滞，二季度将是政策效果显现的观察期，如果不及预期，三季度在以我为主内外兼顾的框架下，可能再次启动价格工具。

风险提示：实体需求不足的风险、社融增速不及预期的风险

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

2023年5月15日人民银行发布2023年第一季度货币政策执行报告，央行在报告中阐述了对全球和中国经济的看法以及未来的货币政策执行方向。同时央行也在报告中总结了一季度我国货币政策的执行以及金融市场运行情况。

一、央行对国内经济更乐观，海外保持谨慎

（一）央行认为美欧货币政策不确定性增加，会增加对金融稳定的权衡

全球主要经济体增长放缓，美欧通胀回落速度不及预期，硅谷银行、瑞士信贷等事件引发金融市场剧烈波动，货币政策在物价稳定、充分就业之外增加了对金融稳定的艰难权衡。地缘政治冲突升级风险仍存，保护主义、单边主义抬头，或进一步影响全球经济秩序。

央行对欧美通胀的担忧上升，表述由“美欧通胀有所回落”到“通胀回落速度不及预期”，由“回落的幅度和速度存在不确定性”到“较为顽固”。

央行对当前金融稳定风险的关注在提升，认为全球金融市场波动加剧，表述由“大幅波动”上升为“剧烈波动”，金融稳定风险由“恐加快暴露”到“风险上升”。

在金融稳定风险上升的背景下，央行认为美欧央行未来的货币政策会增加对金融稳定的权衡。主要发达经济体货币政策延续收紧态势，但步伐有所放缓。新兴经济体货币政策分化。

央行新增对地缘政治的关注，认为全球经济秩序或加速演变，冲突升级风险仍存，保护主义、单边主义抬头，或进一步影响全球经济秩序。

央行认为未来海外值得关注的问题和趋势包括：1、高通胀仍较为顽固；2、金融稳定风险上升；3、货币政策不确定性增加；4、全球经济秩序或加速演变

（二）我国经济增长好于预期，经济运行开局良好

对于国内经济，央行总体看法比去年四季度更为乐观，认为经济增长好于预期，经济运行开局良好，有望持续整体好转，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础。

去年四季度认为“第四季度国民经济运行总体平稳。展望2023年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅”，今年一季度判断“我国经济增长好于预期。总体看，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，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础。”

但同时，央行认为外部环境复杂严峻的程度在提升，国内经济内生动力还不强、需求仍然不足。

二、我国经济没有出现通缩

央行不在警惕未来通胀反弹压力，删除掉“警惕未来通胀反弹压力”，认为我国通胀水平处于温和区间。未来几个月受高基数等影响，CPI将低位窄幅波动。预计下半年CPI中枢可能温和抬升，年末可能回升至近年均值水平附近。当前我国经济没有出现通缩。

市场近期对通胀的关注在提升，央行也针对当前焦点写了专栏《我国通胀水平处于温和区间》。专栏阐述了通胀根本上取决于实体经济供需的总体平衡情况。21 世纪以来，我国曾多次出现 CPI 阶段性下行现象。总的看，若经济保持正常增长态势，CPI 阶段性回落的影响不宜夸大。历史上看，我国 PPI 波动相对较大。但 PPI 下行并不代表总体物价水平的持续下降，国际上衡量通胀水平主要使用 CPI。

今年以来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。本轮物价回落客观上有以下因素：一是供给能力较强，二是需求复苏偏慢，三是基数效应明显。

下阶段，人民银行将继续实施好稳健的货币政策，总量适度、节奏平稳，提升支持实体经济的质效，加强与财政政策等协调配合，形成扩大需求的合力，推动经济运行持续好转，保持物价基本稳定。

三、M2 和存款增长是市场主体行为变化的体现

针对今年以来 M2 和存款较快增长，央行特别写了专栏《如何看待 M2 和存款增长》进行阐述。M2 和存款增长受各种因素综合影响，与实体经济的关系要合理看待。理论上，中长期货币和存款的增长主要是经济发展和货币化进程带动。

近期 M2 和存款的较快增长很大程度是宏观政策适度发力、市场主体行为变化的体现。

1、从宏观政策看，去年以来，逆周期调节力度加大，稳增长一揽子政策陆续实施，货币政策充分发力，配套资金先行到位，相应表现为金融数据领先于经济数据。

2、从商业银行看，前期政策的传导效果进一步体现，带动 M2 较快增长。银行信贷投放加快，有力满足实体融资需求。银行购债力度也明显加大，有效支持财政靠前发力。

3、从企业和居民主体看，一方面，随着我国市场化利率体系和利率传导机制不断理顺完善，理财打破刚兑、净值化后，与存款利差也趋于收窄，企业和居民理财资金回流为表内存款，推升了 M2 增速。另一方面，疫后实体经济的生产流通传导、消费需求等恢复仍有时滞，经济循环阻滞摩擦未消，也导致货币流通速度降低，市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升。

总的来看，我国货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速保持基本匹配，实现了较快增长和较低通胀的优化组合。

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。未来随着疫情影响进一步消退、市场预期持续好转、经济加快恢复，居民的消费和投资意愿回升，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。

四、“缩减原则”下降息阈值提高，幅度变弱

央行针对利率水平，特别写了专栏《合理把握利率水平》。央行指出在近几年，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。政策利率调整时，在考虑当前经济金融形势基础上，向历史周期和全球各区域的平均值收敛，降低政策利率的波动。

下阶段，人民银行将继续实施好稳健的货币政策，合理把握宏观利率水平，持续深入推进利率市场化改革，健全“市场利率+央行引导→LPR→贷款利率”传导机制。

综上所述，央行下一阶段在如何合理把握宏观利率上，可能采取的策略是采取“缩减原则”减低政策理论的波动，健全以“市场利率+央行引导”为起点的贷款利率传导机制，这就意味着，未来降息的阈值有所提高，降息的幅度会减弱。

五、央行下一阶段工作思路

（一）货币信贷总量平稳

综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。密切关注国内外经济金融形势和主要央行货币政策变化，加强对流动性供求形势和金融市场变化的分析监测。这意味着央行在2季度总量控制仍然偏平稳。

（二）仍然以结构性工具为主

保持再贷款、再贴现政策稳定性，继续对涉农、小微企业、民营企业提供普惠性、持续性的资金支持。实施好普惠小微贷款支持工具和碳减排支持工具。继续实施普惠养老、交通物流等专项再贷款政策，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。

（三）房地产政策没有出现变化

央行对于房地产，重申牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，推动建立房地产业发展新模式。

六、央行二季度货币政策处于观察期，三季度可能再次启动

央行对当前国内经济的增长较乐观，认为我们经济增长好于预期，经济运行开局良好，有望持续整体好转，为顺利实现全年增长目标打下坚实基础。

央行对海外的谨慎判断提升对金融风险的关注，货币政策调整除了以我为主，兼顾内外平衡。在对美欧高通胀仍较为顽固和金融稳定风险上升的判断下，央行认为美欧货币政策不确定性增加、会增加对金融稳定的权衡。央行新增对地缘政治的关注，认为全球经济秩序或加速演变。这些都将对央行未来的货币政策产生影响。

央行判断今年以来物价涨幅阶段性回落，M2增速与通胀和经济增速间的缺口，都主要与供需恢复时间差，政策效果显现、需求恢复存有时滞所致。在年初以来货币政策充分发力，配套资金先行到位，金融数据领先于经济数据的背景下，二季度将是央行货币的观察期，如果政策效果不及预期，三季度在以我为主内外兼顾的框架下，可能再次启动价格工具。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

唐璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn