

宏观点评 20240404

二季度央行的宽松线索

2024年04月04日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书: S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 在今年一季度央行快速出手降息降准稳“开门红”成色后，市场关注后续货币政策的节奏与方式，本次一季度央行例会释放的信号可作为二季度央行取向的前瞻。我们理解本次央行例会反映出在经济“开门红”与短期外部汇率的束缚下，短期央行降息降准的意愿不强，最早的窗口或在4月政治局会议后打开。

■ 首先，对内而言，央行肯定了今年经济“开门红”的成色，一是在谈及经济时表明“延续回升向好的态势”，二是体现在物价和利率方面表述的积极变化：

物价方面，央行从去年四季度的“低位回升”调整为“温和回升”，隐含物价水平已经步入回升区间。若接下来的CPI环比走势符合历史季节性水平，我们预计今年二季度末CPI同比有望回升至0.5%之上，即疫后2023年二季度以来的最高水平。

而利率方面，央行在例会中首提“在经济回升过程中，关注长期收益率的变化”。我们理解这一方面是站在今年一季度经济超预期，政策加码的基础上，央行对中长期经济回暖信心的更足；二是适当调整市场预期，“纠偏”近期低位的长端市场利率。

■ 其次，外部来看，央行稳汇率的态度并没有松动。表述上，本次例会维持了去年四季度偏强态度，“坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险”。同时，近期强势美元下趋稳的人民币中间价也表明稳汇率一定时间内央行的一个重要目标。

■ 那么以上的内外组合，会对下阶段的降息降准有何影响？我们认为目前在美联储降息时点延后，短期美元仍处高位的环境下，货币政策放松关键点在于二季度经济修复的动能能否延续。

如果二季度经济保持复苏斜率，稳增长诉求不强，则央行降息降准的窗口可能延后至下半年，至少OMO、MLF利率调降会偏谨慎，更注重稳定汇率预期。类似2023年四季度：去年增长目标压力不大，无降息无降准，且市场利率偏紧。

而若二季度稳增长压力加大，即便汇率束缚没有大幅松绑，央行“以我为主”取向预计仍会选择果断降息降准，发挥货币政策“排头兵”的作用，类似2023年6-8月，海外美联储加息背景下央行两次降息稳经济。

最早的观察窗口或在4月政治局会议后打开——二季度政策基调与经济数据逐步落地，同时美联储的降息路径可能更清晰。

■ 风险提示：政策出台节奏及项目落地放缓导致经济复苏偏慢；海外经济体提前显著进入衰退，国内出口超预期萎缩。

相关研究

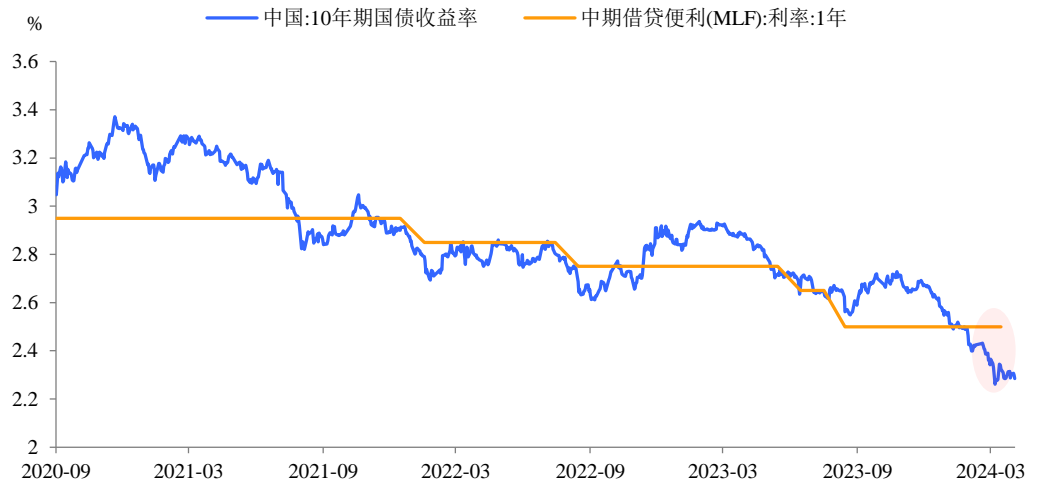
《创新高后，美股和黄金谁更值得持有？》

2024-04-03

《3月PMI：强势反弹有何不寻常？》

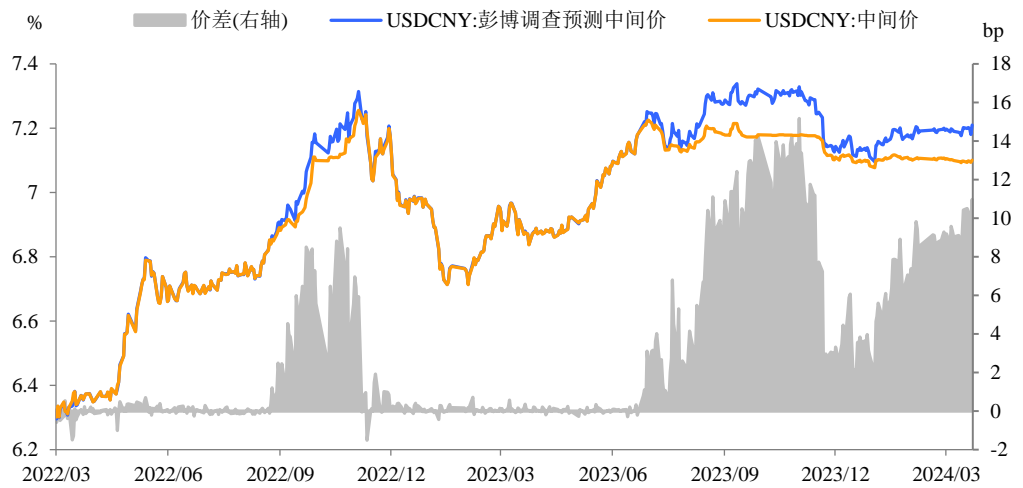
2024-03-31

图1: 近期市场利率低于政策利率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 近期央行稳汇率的态度并未改变



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>