



研究所

分析师:袁野

SAC 登记编号:S1340523010002

Email:yuanye@cnpsec.com

研究助理:魏冉

SAC 登记编号:S1340123020012

Email:weiran@cnpsec.com

研究助理:崔超

SAC 登记编号:S1340121120032

Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《“强衰” or “弱衰”？关注 5 月的
“意外”冲击》 - 2023.02.19

宏观研究

积极的货币政策信号，投资先行

● 核心观点

2 月第四周，大宗商品价格分化。美债收益率续升，美股续跌；美元继续走强，人民币汇率走贬；中债收益率上行，A 股分化。

2 月下旬以来，由于数据真空期，市场在对经济复苏强度争论的基础上，对政策未来发力的预期也出现了分化。央行 2022 年四季度货币政策执行报告恰好回应了第二个问题，我们提示关注三点：第一，将报告放在历史关键词坐标系中，能够发现报告明确指向了货币政策的稳增长目标；第二，货币政策的具体发力方式是注重有力、有效、持续支持；第三，从货币政策的抓手看，基建、房地产是下一阶段的占优方向。

● 风险提示：

疫情演变超预期，国内政策效果不及预期，海外通胀超预期，国际地缘政治风险变化超预期。

目录

1 大类资产表现.....	4
2 国内外宏观热点.....	4
2.1 海外宏观热点及一句话点评.....	8
2.2 国内宏观热点及一句话点评.....	11
3 风险提示.....	15

图表目录

图表 1: 大类资产价格变动一览.....	4
图表 2: 货币政策执行报告关键词.....	8
图表 3: 下周重点关注.....	15

1 大类资产表现

2月第四周，大宗商品价格分化。美债收益率续升，美股续跌；美元继续走强，人民币汇率走贬；中债收益率上行，A股分化。

图表1：大类资产价格变动一览

	单位	2022/12/30	2023/2/17	2023/2/24	今年以来涨跌幅	本周涨跌幅
大宗商品						
布伦特原油	美元/桶	85.91	83.00	83.16	-3.2%	0.2%
WTI原油	美元/桶	80.26	76.34	76.32	-4.9%	0.0%
COMEX黄金	美元/盎司	1,826.20	1,850.20	1,817.10	-0.5%	-1.8%
LME铜	美元/吨	8,387.00	8,871.00	8,807.00	5.0%	-0.7%
LME铝	美元/吨	2,360.50	2,335.00	2,307.00	-2.3%	-1.2%
动力煤	元/吨	921.00	801.00	801.00	-13.0%	0.0%
螺纹钢	元/吨	4,164.00	4,288.00	4,335.00	4.1%	1.1%
美国股债					基点数变动	
美债2Y		4.41	4.6	4.78	37	18
美债10Y		3.88	3.82	3.95	7	13
标普500		3839.5	4079.09	3970.04	3.4%	-2.7%
外汇						
美元指数		103.4895	103.8812	105.2618	1.7%	1.3%
美元兑离岸人民币		6.9210	6.8743	6.9800	0.9%	1.5%
中债						
1年中债		2.1491	2.1922	2.2931	14.40	10.09
10年中债		2.8436	2.8939	2.9256	8.20	3.17
A股						
上证综指		3089.26	3224.02	3267.16	5.8%	1.3%
沪深300		3871.63	4034.51	4061.05	4.9%	0.7%
创业板指		2346.77	2449.35	2428.94	3.5%	-0.8%

资料来源：Wind，中邮证券研究所

2 国内外宏观热点

2月下旬以来，由于数据真空期，市场在对经济复苏强度争论的基础上，对政策未来发力的预期也出现了分化。央行2022年四季度货币政策执行报告恰好回应了第二个问题，我们提示关注三点：第一，将报告放在历史关键词坐标系中，能够发现报告明确指向了货币政策的稳增长目标；第二，货币政策的具体发力方式是注重有力、有效、持续支持；第三，从货币政策的抓手看，基建、房地产是下一阶段的占优方向。具体如下：

“稳增长”是关键词中的关键。自2022年一季度以后，“做好稳增长……工作”的表述持续缺席货币政策执行报告，而本次报告则提到“重点做好稳增长、稳

就业、稳物价工作”，不仅重提稳增长，还强调重点做好。直接回应了市场的疑虑，虽然1月新增信贷创4.9万亿的历史新高，经济开门红在路上，但是货币政策在下一阶段仍将做好稳增长作为重点目标，实现对实体经济的持续支持。对于未来的货币政策操作，关键词“稳增长”的出现也非常重要，2017年四季度以来的历次报告有6次提及做好稳增长工作，其中有5次伴随了央行降准操作，因此，依据经济复苏强度的变化，尤其是房地产市场的恢复情况，下一阶段有望降准，具体时点考虑财政缴税、商业银行季节性流动性回笼，3月概率较大。

梳理报告其他关键词，也对上述观点形成了支撑。在货币政策的约束方面，报告保留了“坚持不搞‘大水漫灌’”的表述，但是“总闸门”继续未有出现，维持了三季度货币政策执行报告的制约程度，实际上在三季度货币政策执行报告公布后，央行在11月25日宣布于12月5日降低金融机构存款准备金率0.25个百分点，因此单独出现“坚持不搞‘大水漫灌’”并非货币政策宽松的强力约束。

从货币政策的前瞻性来看，关注点向经济倾斜。报告保留了三季度“密切关注国内国外经济金融形势和主要央行货币政策变化”的表述，但是新增“全球经济下行压力加大”，合理推断，相比三季度报告强调年末流动性以及海外流动性紧缩的外溢效应，本次报告更加关注海外经济形势下行的外溢效应，即从前瞻性的角度，货币政策由关注流动性紧缩的影响向关注经济下行影响转化，相应的货币政策由维护年末流动性平稳的目标向稳增长转化。2月LPR报价连续6个月维持不变。春节后，经济有所复苏，企业融资成本仍然处于下行通道，继续下调LPR利率并不紧迫。报告强调“推动企业融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”，反映央行对降低实体经济融资成本的导向不变，未来LPR利率能否下调部分取决于房地产市场回暖程度，5年期LPR利率存在进一步下调空间。

明确了稳增长的目标，货币政策的具体发力方式是注重有力、有效、持续支持。首先，报告对货币政策的定调是“稳健的货币政策要精准有力”，相对于三季度的“加大稳健货币政策实施力度”表述，精准有力对政策效果提出了要求，力度只能加大不能减弱。而对于跨周期调节的展开解释，新增“着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持”，在经济恢复基础尚不牢固、外部经济下行可能产生叠加影响的时期，跨周期调节的货币政策自然需要支持扩大内需、提振经

济增长。同样的，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，在当前的复杂经济环境中，也应指向了货币供应量和社融增速可能略高于名义经济增速。

其次，报告新增“保持信贷总量有效增长”，货币政策不仅注重力度，更注重实际效果。2022年1月、3月、6月、9月、12月新增信贷均实现了同比高增，其中1月、3月、6月同比分别多增4000亿、4000亿、6900亿，但票据融资分别新增1788、3187、796亿，说明当时信贷的增长有票据虚增规模的成分，金融体系支持实体经济的规模部分受到了政策的推动，实际效果也低于显性数据。本次报告对于信贷有效增长的要求，反映货币政策注重支持实体经济规模的同时更关注源于有效融资需求的部分。今年1月新增信贷高增4.9万亿的同时，票据融资负增4127亿，反映有效融资需求可能已超过表面数字，在央行的推动下，未来可能持续。而要实现信贷有效增长，房地产市场的恢复带动的相关融资扩张是必然要求。另外需要注意的是，央行对于信贷总量有效增长的强调，可能意味着央行的关注点向实体经济聚焦，在经济复苏强度逐渐上升后，金融市场的流动性可能受到挤压。

第三，报告新增“稳固对实体经济的可持续支持力度”，如果说有力、有效是对货币政策支持实体经济短期的要求，那么可持续支持则意味着中期内政策调整的概率较小。经过了三年疫情，经济主体信心受到了明显冲击，居民高额的预防性储蓄就是一个案例，要提振信心，政策一方面要有力度和效果，另一方面还需要保持稳定，报告在多次强调提振信心的同时，明确政策的持续性，实属为市场发了一剂定心丸。

从货币政策的抓手看，基建、房地产是下一阶段的占优方向。要实现货币政策目标，离不开具体的政策抓手，我们年初以来就提出开门红看投资，继1月金融数据之后，四季度货币政策执行报告再次确认了这种判断。报告提到“持续发挥政策性开发性金融工具的作用，更好地撬动有效投资”。2022年央行指导设立两批次共7399亿元政策性开发性金融工具，支持基础设施建设撬动有效投资，为基建投资的较快增长提供了可观的资金支持。由于政策性开发性金融工具的权益属性，其对地方政府债务风险的边际影响较小，在加强地方债务风险防控的背景

下，政策性开发性金融工具的使用更加合理。需要注意的是，绿色转型可能遭遇外部影响。报告继续强调“引导金融机构加强对普惠金融、科技创新、绿色发展等领域的金融服务”，碳减排支持工具将延续实施至 2024 年末，支持煤炭清洁高效利用专项再贷款将延续实施至 2023 年末，我国保持了对绿色转型的高度政策支持。但是美国推出《通胀削减法案》，欧盟也决定实施碳边境调节机制，可能加大我国进出口难度、提高进出口成本，并可能在外部环境上形成逆风。

房地产维稳力度升级。报告提到“确保房地产市场平稳发展”，相对于三季度报告“促进房地产市场平稳健康发展”的表述更进一步，“确保”直指政策目标，只要房地产平稳发展的目标没有实现，那么促进市场回归的政策就会持续加力。而在发力点上，报告在强调供给侧纾困（满足合理融资需求、推动重组并购、改善优质头部房企资产负债状况）的同时，也突出需求端助力“做好新市民、青年人等住房金融服务”。1 月发改委联合 18 个部门印发了《关于推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化实现高质量发展的指导意见》，多部门协同合作，有望合理释放新市民的住房需求，助力房地产市场回到平稳健康发展轨道。

消费复苏仍存不确定性客观要求投资先行。报告在专栏 4 讨论了 2023 年居民消费状况，报告指出在疫情防控优化、居民收入和信心恢复、促消费政策的合力下，消费有复苏的基础，但是居民资产负债表受冲击、疫情演进、以及社保等中长期因素有待改善，消费复苏存在不确定性。相对于消费慢变量、内生影响大的特征，投资更适宜作为稳增长政策发力的抓手。另外，消费的复苏，有赖于边际消费倾向较高的低收入群体的就业优先恢复。因此，我们继续强调经济开门红看投资，而后是，居民收入、信心渐次恢复，之后消费向疫情前水平的回归顺理成章。

市场利率将见顶。报告新增“引导市场利率围绕政策利率波动”，2023 年以来市场利率在部分时间已显著超出政策利率，DR007 一度达到 2.35%，相对于 2% 的 7 天逆回购操作利率明显向上偏离，这不乏有经济复苏强化、信贷投放加快，对全社会流动性的虹吸效应。引导市场利率围绕政策利率波动意味着此前的偏离可能已超出央行的合意区间，再次大幅偏离的概率下降，同时也意味着央行需要加大流动性投放，以满足实体经济流动性需求，稳定市场利率。

综上，下一阶段货币政策已经出现了明显且积极的变化。投资上，我们更关注基建、地产的产业链。

图表2：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28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			可能	可能

资料来源：中国人民银行，中邮证券研究所

2.1 海外宏观热点及一句话点评

美国去年四季度 GDP 增速下修至 2.7%，通胀指标全面上修。2 月 23 日，美国商务部公布了去年四季度美国 GDP 数据的修正值。经季节和通胀调整后的实际 GDP 环比折年率增长 2.7%，弱于上月公布的初值 2.9% 和第三季度的 3.2%，主要是

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52562

