

货币政策的中庸之道：

2022Q4 货币政策执行报告印象

报告要点：

● 在新一期货币政策执行报告中，央行表达了更为乐观的经济看法及更为稳定的通胀看法：

- 1) 央行认为 2023 年我国经济运行有望总体回升，主要是基于对外开放、疫情防控优化以及 2022 年一揽子政策所做出的结论。
- 2) 央行从第三季度的“要高度重视未来通胀升温的潜在可能性”调整为“预计通胀水平总体保持温和”。
- 3) 这应该显示出，政策向上及向下的压力都在下降。

● 于是，货币政策也许进入了一段观察期，新一期的货币政策执行报告和上一期相比，政策思路没有大的变化，依然强调的是偏稳的货币政策，甚至以专栏的形式专门强调了货币政策的稳健。

● 货币政策的效率问题依然是央行关注的重点：

- 1) 货币政策执行报告一直在强调“保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配”，当前的 M2 增长速度比经济名义增长率明显偏高，这体现出货币没有充分渗透进实体层面；
- 2) 于是，近来央行尤其强调货币政策对实体的支持，比如“着力支持扩大内需，为实体经济提供更有力的支持”就是这一次报告新加入的内容。

● 解决这个问题，需要更大力度运用结构化工具，譬如三支箭组合、再贷款再贴现、小微企业贷款支持工具、碳减排工具等等。

● 在货币效率不足和不确定的经济基本面之间，货币政策既没有继续放水，又没有大肆回笼剩余流动性，而似乎是取了一个中间值，这和我们之前的估计是一致的。

● 那么，照此来推算的话，近期流动性的收紧应是经济基本面纠偏下的政策纠偏，货币政策的收紧不一定能持续下去，债券市场的牛熊拐点尚未到来。

● 贷款加权平均利率再创有统计以来新低，但比起市场利率来说，却明显偏低，这在某种程度上意味着，地产的资本开支需求下跌得要快于宏观大面，往后来看，这种利率之间的差异很难持续，因此，贷款利率也许已经见底，且市场利率在贷款利率的牵引下，也很难持续上升。

● 货币政策最多从宽松阶段转向观察阶段，基于此环境下，资产配置还没有出现很明显的风格调整：

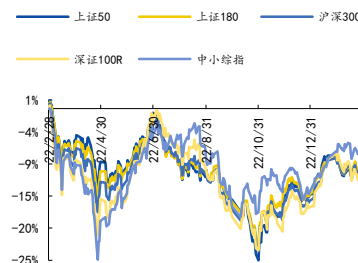
- 1) 我们预期无论是基本面拐点还是风险偏好拐点，都不会一蹴而就，这个转向应该是极为缓慢的，这造成了各个资产的机会和风险都大幅收敛；
- 2) 但更细观察的话，当前也许还在债券时间，当前我们建议投资者以短久期信用债为主要配置资产，其中中高等级城投债可作为投资重点，贡献组合的票息收益，此外，利率债仍然是略为占优的资产，在目前这个位置上，建议可以适度拉长久期。

风险提示：疫情反复超预期，地缘政治冲突超预期。

主要数据：

上证综指：	3267.16
深圳成指：	11787.45
沪深 300：	4061.05
中小盘指：	4223.12
创业板指：	2428.94

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《货币奔涌的背后：1 月金融数据印象》

2023.02.10

《商品周期还没有启动：2023 年 1 月价格数据印象》2023.02.10

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的

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_52573

