

通胀上行不构成货币政策的制约

一季度货币政策执行报告点评

研究结论

事件：5月12日，央行发布2021年第一季度《中国货币政策执行报告》。

- **报告对宏观经济的表态较为乐观，认为经济运行中的积极因素增多，存在一些结构性的问题。**关于经济结构性问题的具体表述为“经济恢复基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大”。
- **货币政策延续“灵活精准、合理适度”，地方政府隐性债务的处置是今年金融风险防控的重点。**央行指出“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同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”，我们认为货币政策逐步收紧，但信用收缩的节奏趋于温和，并且更注重结构性调整，强化对实体经济和薄弱领域的支持。此外，央行提出要“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，构建防范化解风险长效机制”，剑指地方政府隐性债务，问责机制上延续了4月政治局会议的提法，即“建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制”。地方政府隐性债务化解将是今年的重要任务，各省市采用债务置换、财政资金偿还等方式加快化解政府隐性债务，从而降低政府杠杆率。
- **央行在专栏中阐述了现代货币政策框架，并重申观察公开市场操作不看重数量，而要关注利率。**“健全现代货币政策框架”专栏指出，货币政策框架的“锚”是货币供应量和社会融资规模同名义经济增速基本匹配，这一中介目标隐含了宏观杠杆率保持稳定；操作目标体系方面，“引导DR007为代表的市场利率围绕政策利率为中枢波动，健全从政策利率到LPR再到实际贷款利率的市场化利率形成和传导机制”。“央行精准开展公开市场操作”专栏重申观察公开市场操作的重点在价不在量。
- **专栏关注了近期海外的热点问题——美债收益率快速上升和通胀走势，对于前者，央行认为美债收益率上行对中国的影响有限，货币政策“以我为主”，对于后者，央行表示PPI上行不具有持续性，意味着PPI并不构成货币政策的制约因素：**（1）央行认为美债收益率上行是通胀预期和实际利率共同推动，反映的是财政刺激加码和经济复苏预期增强，后续走势取决于经济形势、通胀水平和美联储反应，但总体而言对我国影响有限且可控；（2）推动通胀走高的三大因素——预期需求旺盛、供给落后于需求、以及极度宽松的流动性环境在短期内难以消除，全球通胀中枢在未来一段时间内将温和上行。在此背景下，国内PPI预计在二、三季度走高，但将随着低基数效应消减和供需缺口缓解而趋稳，而且没有内需趋热叠加的情况下，大宗商品价格上涨难以造成输入性通胀，不过央行也提到保持对价格带来的差异化影响的关注。

风险提示

- 海外疫情持续发酵，对国内逆周期政策的逐步退出构成不利因素；
- 货币政策常态化引发企业违约风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告发布日期

2021年05月14日

证券分析师

陈至奕

021-63325888*6044

chenzhiyi@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860519090001

证券分析师

孙金霞

021-63325888*7590

sunjinxia@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860515070001

证券分析师

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

陈玮

chenwei3@orientsec.com.cn

相关报告

出口有望维持韧性，涨价助推进口高增：——4月进出口数据点评	2021-05-10
中上游企业利润持续高增：——3月工业企业利润数据点评	2021-05-07
推动结构性调整多于关注总量：4月政治局会议点评	2021-05-07

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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

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。



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。

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=119593>

