

宏观点评

两“新增”&三“没变”——央行一季度货币政策报告7大信号

事件：5月9日，央行发布《2022年第1季度中国货币政策执行报告》（后文简称《报告》）。

核心结论：本次报告对货币政策总基调，延续了4.15降准答记者问、4.18央行“23条”、4.29政治局会议等4月以来一系列会议的活法，包括“对经济形势更加担心，主动应对、提振信心、用好各类货币政策工具，发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持力度，稳增长、稳就业、稳物价”等，并新增了两个“密切关注（通胀和美联储加息）”；有点意外的是，没有删“不搞大水漫灌”，也没有删“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，也没有调整对汇率的总表述。总体看，我国货币政策仍将保持宽松，会更注重稳信贷、宽信用、结构性宽松，降准降息仍可期，但可能性下降。继续提示，“货币不是万能的”，当前稳增长更为关键的抓手是“疫情防控优化、松地产、扩基建、强化政策落地”，也可关注“增量工具”，短期紧盯：核心一二线城市房地产可能的松绑，发行特别国债的可能性提升，仍有可能单边下调LPR。

信号1：央行对于国内外经济形势更担忧，尤其是对国内疫情。央行认为“全球下行压力显现”，主因“疫情脉冲式反弹、地缘政治冲突加剧、主要发达经济体加快收紧货币政策”等，还以IMF、世界银行下调全球经济增速作为佐证，认为“全球经济复苏前景的复杂性和不确定性加大”；和4.29政治局会议等一样，延续强调“新冠肺炎和乌克兰危机导致风险挑战增多；复杂性、严峻性、不确定性上升”，指出“三重压力仍然存在”，并额外强调当前疫情的冲击加大，包括消费转弱、部分领域投资仍在探底、企业停产减产、货运物流和产业链供应链出现摩擦等。

信号2：央行对于全球通胀担心有所加剧，并指出受地缘政治紧张影响“海外高通胀持续时间更长”；央行认为我国物价形势总体稳定，“CPI上、PPI下”仍是2022年基准情形。央行指出，由于劳动力供给恢复缓慢，“发达经济体‘工资-物价’螺旋上涨的现象更加明显，通胀持续攀升”，并额外指出“地缘政治加剧导致能源、金属等大宗商品价格上涨，贸易往来及供应链运转阻滞加大，可能继续推高全球通胀水平”；央行认为“我国物价总体稳定”，并指出“未来CPI运行中枢可能较上年温和抬升；PPI可能延续总体回落态势”，新增“要谨防国际大宗商品价格上涨带来的输入性通胀压力”。继续提示，2022年我国通胀基准情形是“CPI上、PPI下、PPI-CPI剪刀差收窄”，走势上：CPI预计前低后高，幅度取决于生猪去化、疫情以及油价等，全年中枢可能在2.2%左右；PPI整体趋降，能源价格仍是最大的不确定性，如果全年油价中枢维持95美元/桶左右，国内大宗价格总体可控，预计2022年PPI中枢为4.3%左右。

信号3：“主动应对、提振信心、用好各类货币政策工具，发挥总量和结构双重功能，加大对实体经济的支持力度，稳增长、稳就业、稳物价”等定调，表明我国货币政策仍将保持宽松，会更注重稳信贷、宽信用、结构性宽松；而意外的保留了“不搞大水漫灌”，并新增了两个“密切关注（通胀和美联储加息）”，预示降准降息仍可期、但可能性下降。其一，央行继续强调“稳健的货币政策加大对实体经济的支持力度，发挥总量和结构双重功能”，但删除了“充足发力、精准发力、靠前发力”，但没有删“不搞大水漫灌”，维持我们此前判断，表明我国货币政策仍将保持宽松，降准降息仍可期、但可能性下降。其二，和4.18央行“23条”一样，延续强调“聚焦支持小微企业和受疫情影响的困难行业、脆弱群体”以及“结构性货币政策工具积极做好‘加法’”，指向未来货币政策会更加注重稳信贷、宽信用，尤其是通过再贷款、再贴现等手段实现结构性宽松。其三，本次《报告》较Q4报告新增两个“密切关注”，即：“密切关注物价走势变化”和“密切关注主要发达经济体政策调整”（此前4.15降准答记者问也有提及），指向美联储加息和通胀走势是我国后续货币政策的两大掣肘。

信号4：央行对房地产定调更加积极，继续提示：稳增长离不开房地产，会尽可能避免房地产“硬着陆”，各地有望进一步实质性放松可期，包括销售端（居民）和供给端（开发商），短期可紧盯核心一二线城市可能的松绑。和此前一样，央行继续强调“房住不炒；坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段”等表述，新增了4.29政治局会议提出的“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求”。此外，本次报告还新增了“稳妥实施房地产金融审慎管理制度”，表明央行对于地产防风险的重视程度进一步提升。

信号5：央行对汇率的说法没有大变化，仅删了“增强人民币汇率弹性”；基于央行4.25下调外汇存款准备金率，叠加近期人民币快速贬值，倾向于认为：稳汇率也将是后续央行的关注重点。延续强调“参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，加强跨境资金流动宏观审慎管理，强化预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，以我为主兼顾内外平衡，不过央行删掉了“增强人民币汇率弹性”。继续提示：强美元之下，短期内人民币仍将趋于贬值，6.7左右是一个重要观测点，全年看人民币汇率应是贬中趋稳。

信号6：央行专栏介绍“建立存款利率市场化调整机制”，并指出4月最后一周全国金融机构新生存款加权平均利率下调了10bp，这有可能会打开后续LPR单边下调的可能性。4月下旬，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行下调了其1年期以上期限定期存款和大额存单利率引发市场关注，专栏3对此做了相关解释。央行指出“由于存款市场竞争激烈，一定程度阻碍了市场利率有效传导”，此次建立存款利率市场化调整机制“重在推进存款利率进一步市场化；银行可根据自身情况，参考市场利率变化，自主确定其存款利率的实际调整幅度”，并指出“新的机制建立后，有利于银行稳定负债成本，促进实际贷款利率进一步下行”。

信号7：其他3个专栏也建议关注：《健全现代货币政策框架取得明显成效》、《从宏观审慎管理视角实施金融控股公司监管》、《加快推进金融稳定立法建设》，尤其是金融稳定法和金融保障基金。按国务院要求，9月底前完成金融稳定保障基金筹集相关工作。

风险提示：疫情演化、美联储加息节奏、我国政策力度、外部环境等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 穆仁文

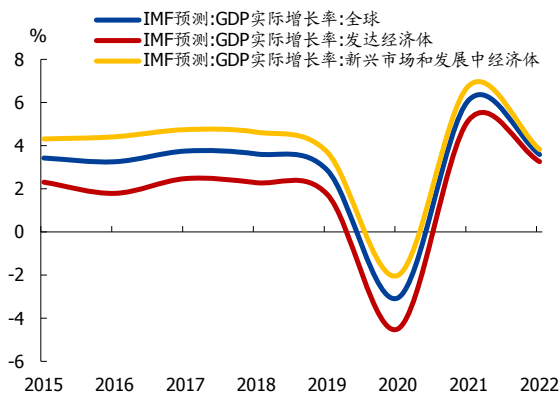
执业证书编号：S0680121120001

邮箱：murenwen@gszq.com

相关研究

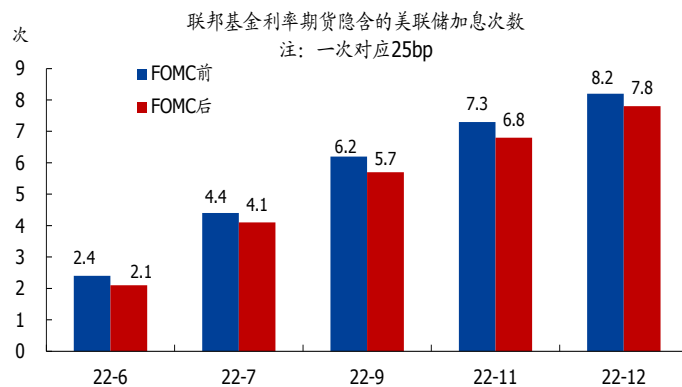
- 1、《不一样的反转——逐句解读 4.29 政治局会议》2022-04-29
- 2、《鹰派的顶点——美联储 5 月议息会议点评》2022-05-05
- 3、《加杠杆稳增长——央行四季度货币政策报告 7 大信号》2022-02-12
- 4、《全面评估当前疫情的经济影响与演变特征》2022-04-27
- 5、《4 月政治局会议前瞻——兼评 A 股大跌、人民币贬值》2022-04-26
- 6、《如何理解一季度经济和后续政策取向？》2022-04-18

图表 1: IMF 预测全球 GDP 实际增长率下调至 3.6%



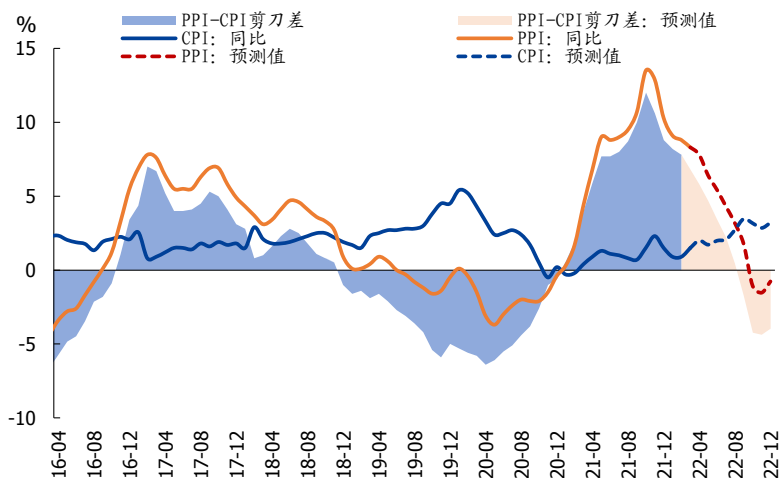
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 联邦基金利率期货隐含美联储年内还将再加息 200bp



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 3: 2022 年通胀预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

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_41462

