

进一步宽松的概率或在下降

证券研究报告

2023 年 02 月 26 日

2022 年四季度货币政策执行报告解读

综合来看，本次《货政报告》整体延续了中央经济工作会议的精神，我们认为接下来仍然将更多依靠经济内生修复动能来实现稳增长，而非进一步的“强刺激”、“走老路”，政策调控预计保持温和，今年经济或将保持渐进式的弱复苏。

第一，央行对 2023 年国内经济的内生修复保持乐观，货币进一步宽松的概率在下降。

第二，央行对通胀的担忧显著下降，但与对内生修复的乐观不矛盾，货币尚无收紧的必要。

第三，央行对房地产方面的部署也出现了重要的边际变化，保交楼具备了更高的优先级，助企纾困的政策有望加码，而需求端政策可能会更加温和。

风险提示：海外经济、政策存在不确定性，可能会影响国内货币政策的出台；消费复苏存在不确定性。

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

张伟 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522080003
zhangweib@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：算算今年的财政空间-2023 年财政政策展望》2023-02-22
- 2 《宏观报告：宏观-今年出口或将再超预期》2023-02-22
- 3 《宏观报告：风险定价-宽松预期交易继续修正-2 月第 4 周资产配置报告》2023-02-22

2月24日，央行发布了《2022年第四季度中国货币政策执行报告》（以下简称“《货政报告》”）。从本次《货政报告》可以看出，货币政策的思路可能正在发生微妙的转变，我们认为，短期内进一步宽松的概率正在下降。

第一，央行对2023年国内经济的内生修复保持乐观，货币宽松的进程或将放缓。

在本次《货政报告》谈及国内经济展望的部分，央行给出了三点支持经济总体回升的理由：一是提振市场信心、稳定市场预期；二是疫情防控的优化；三是2022年稳增长政策持续释放的效果。

这种看法延续了去年底中央经济工作会议的思路：**不搞强刺激，更多通过防疫政策的优化调整和对市场信心的提振，来引导经济进行内生修复**（详见报告《奠定不强刺激基调——中央经济工作会议解读》，2022-12-18）。

实际上，近期经济复苏的表现也在逐步印证这一点。开年以来多项经济数据表现超预期：2023年春节期间，出游人数恢复到了2019年的91%；春节后三周的全国18城二手房周度成交面积也基本回到了2021年同期的水平，显著超过了2022年，恢复的速度超出了市场此前预期；1月信贷数据创历史新高，结构也有明显改善，同样明显高于往年同期水平。

因此，在经济开门红超预期，并且稳增长政策突出内生修复的情况下，我们认为下一阶段货币宽松的力度可能会有所放缓，这也符合央行在本次《货政报告》中所强调的“稳健货币政策”的“稳”。

央行在本次《货政报告》的专栏2中着重解释了“稳健货币政策”的内涵。央行认为，货币政策逆周期角度下，“主要是熨平经济运行中出现的总需求波动，避免经济大起大落对生产要素和社会财富的破坏”；而在跨周期角度下，“要在力度上保持稳健，防止因‘大水漫灌’带来过度投资、债务攀升、资产泡沫等问题，并在结构上精准发力”。

我们认为，无论是央行对逆周期调节的看法，还是对跨周期调节的看法，核心都是在突出强调在总量上要避免“用力过猛”的情况发生。而就目前而言，如果央行认为当前经济正在进行有效的内生修复，且复苏表现好于预期，那么就有可能选择在这个时候放缓货币宽松的力度，以免引起“经济大起大落”。

在阐述下一阶段主要政策思路的部分，央行已经体现出了**边际放缓宽松力度的想法**：

- 1) 关于M2和社融的增长，上一次《货政报告》的要求是“合理增长”，而本次则是“与名义经济增速基本匹配”，对“量的增长”的诉求有所下降。
- 2) 关于对实体经济的支持，上一次要求“提供更有力的、更高质量的支持”、“加大对实体经济的信贷支持力度”，强调的是“更”和“加大”；而本次则是“稳固对实体经济的可持续支持力度”、“增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，强调的是“稳定”、“可持续”，对增量的追求同样有所弱化。
- 3) 在如何支持实体经济方面，上一次强调了“支持缓解银行信贷供给的流动性、资本和利率三大约束”，是央行实现金融支持实体的路径；而本次则删掉这句表述，我们认为，说明下一阶段支持实体经济将不再需要通过缓解三大约束来实现，那么对市场影响最大的，可能就是流动性进一步宽松的概率在下降。

因此，我们预计在上半年至少仍然处在央行对内生复苏进行观察监测的窗口期，降息（下调MLF利率）的可能性较小。

在今年，我们预计，降息的核心目的是引导房贷利率下降，从而推动房地产销售企稳。但如果我们以“新房价格连续三个月同比、环比均下跌的城市数量”来衡量当前房地产销售压力的话（详见报告《政策刺激下，有多少失去的需求能够回来？》，2023-01-11），可以发现地产销售的压力从去年12月就出现了边际好转，并且在今年1月明显改善。这同样意味着，短期内降息的必要性和紧迫性在显著下降。

图 1：2023 年 1 月，房地产销售压力明显改善（单位：个）



资料来源：WIND，天风证券研究所
注：数据样本仅包括三线及以上城市

第二，央行对通胀的担忧显著下降，但与对内生修复的乐观不矛盾，货币尚无收紧的必要。

上次《货政报告》中，央行对通胀存在明显的担忧，提出“要高度重视未来通胀升温的潜在可能性”、“特别是疫情防控更加精准后消费动能可能快速释放，也可能短期加大结构性通胀压力，对此要密切关注，加强监测研判，警惕未来通胀反弹压力”。

而本次则明确的指出，“短期看通胀压力总体可控，当前我国经济还处在恢复发展的过程中，有效需求不足仍是主要矛盾，产业链、供应链运转通畅，PPI 涨幅预计将总体维持低位”。

央行对经济内生修复的乐观与对通胀的不担忧并不矛盾。前者，意味着货币没有必要进一步加大宽松力度；而后者则意味着货币短期内也不存在收紧的必要。

因此，我们认为，下一阶段的货币政策，整体上不会转向收紧，但进一步宽松的可能性相对有限。

第三，央行对房地产方面的部署也出现了重要的边际变化，保交楼具备了更高的优先级，助企纾困的政策有望加码，而需求端政策可能会更加温和。

在上次《货政报告》中，有关于房地产的部分，除了重申“房住不炒”，央行依次对提振需求和保交楼进行了部署。而在本次，央行首先提到了保交楼，其次是供给端的助企纾困（“满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况”），最后才是针对房地产需求的安排。

我们认为，在如此重要的官方报告中，先后顺序的调整，大概率代表了政策重心的切换：上一阶段，在销售快速下滑、购房预期明显转弱的情况下，需要政策发力稳销售、稳预期；而当前，在销售端已经存在边际企稳迹象的情况下，政策重心可能会进一步向保交楼和保主体倾斜，我们预计相关的政策可能会在接下来加码发力。

在房地产需求方面，上一次《货政报告》强调“因城施策用足用好政策工具箱”，而本次则仅仅保留了“因城施策”，删掉了“用足用好政策工具箱”，意味着当前对政策的使用已经较为充分，我们预计接下来可能将进入前期政策效果的观察期，短期内需求端政策可能会保持观望。

综合来看，本次《货政报告》整体延续了中央经济工作会议的精神，我们认为接下来仍然将更多依靠经济内生修复动能来实现稳增长，而非进一步的“强刺激”、“走老路”，政策调控预计保持温和，今年经济或将保持渐进式的弱复苏。

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_52586

