

周度经济观察

——货币政策环境或将回归中性

袁方¹束加沛²

2023 年 02 月 28 日

内容提要

在经济逐步恢复的背景下，四季度货币政策执行报告的表态回归中性，更多强调货币信贷政策的精准有力，以及引导市场利率围绕政策利率波动。同时由于通胀压力可控，经济还在复苏早期，流动性环境大幅收紧的概率较低。

未来积压需求释放何时结束，地产和消费中期之内回升的动能如何，政策层面会有怎样的变化，将决定权益市场最终的走向和风格。在时间点上，3 月两会的召开和经济数据的公布值得密切关注。

在经济数据和通胀超预期的背景下，美联储与资本市场都在调高利率的终值，并推后降息的时点，海外市场转入对加息交易的定价，这一局面在一季度有望延续，不过影响显著弱于 2022 年。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

1宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450520080004

2宏观分析师，shujp@essence.com.cn，S1450523010002

一、货币信贷环境回归中性

2月24日，央行发布四季度货币政策执行报告，对四季度货币政策操作及下一阶段思路做了总结和展望。

报告关于国内经济层面的表述较三季度显著乐观，“展望2023年，我国经济运行有望总体回升，经济循环将更为顺畅”。主要原因为“一是坚持以经济建设为中心；二是疫情防控优化对经济持续回升带来重大积极影响；三是2022年出台的稳经济一揽子政策和接续措施深入落实，对实物量和经济增长的拉动效应将持续释放。”

央行对国内通胀的担忧缓解。报告指出国内“短期看通胀压力总体可控，有效需求不足仍是主要矛盾”，而三季度表述为“要高度重视未来通胀升温的潜在可能性。”关于海外通胀，报告指出“全球高通胀回落的幅度和速度存在不确定性”，三季度表述为“高通胀挑战依然严峻，通胀粘性依然较强”。

在货币政策层面，报告提到“稳健的货币政策要精准有力”，这一表述延续了去年12月中央政治局会议的提法，较三季度“加大稳健货币政策实施力度”表态更为中性，意味着货币政策从偏宽松的立场回归中性。

在信贷层面，报告强调信贷的稳定性和持续性，指出“支持金融机构按照市场化、法治化原则满足实体经济有效融资需求，增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，相比于三季度的“加大对实体经济的信贷支持力度”，信贷投放力度的要求边际减弱。

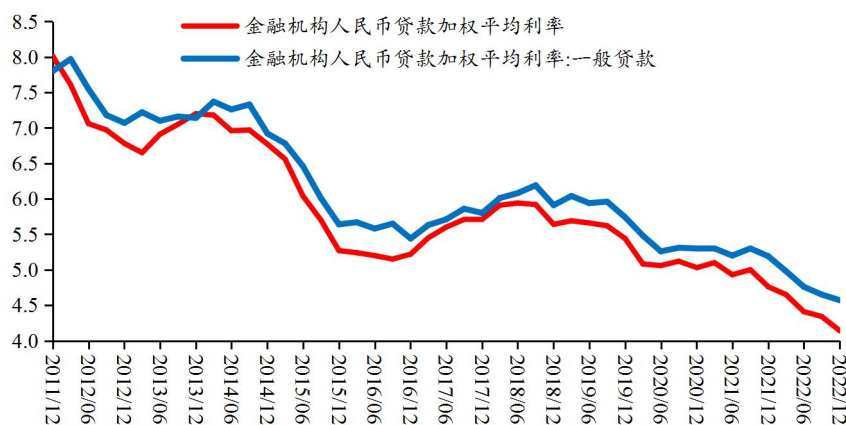
在资金利率层面，新增“引导市场利率围绕政策利率波动”。去年四季度由于疫情和理财市场动荡，流动性环境异常宽松。而今年以来伴随疫情影响的减弱和理财风波的平息，银行间市场利率逐步靠近政策利率，这一状态或将维持。

报告关于房地产的表述大体延续此前的提法，新增“推动行业重组并购，改善优质头部房企资产负债状况”。这与 11 月以来的政策以及中央经济工作会议的表态一致。

总体而言，在经济逐步恢复的背景下，四季度货币政策执行报告的表态回归中性，更多强调货币信贷政策的精准有力，以及引导市场利率围绕政策利率波动。同时由于通胀压力可控，经济还在复苏早期，流动性环境大幅收紧的概率较低。

往后看，经济修复和居民资产配置的再平衡可能是今年权益市场的主要线索，疤痕效应依然广泛存在于多数领域当中，货币政策仍将维持中性水平较长时间。

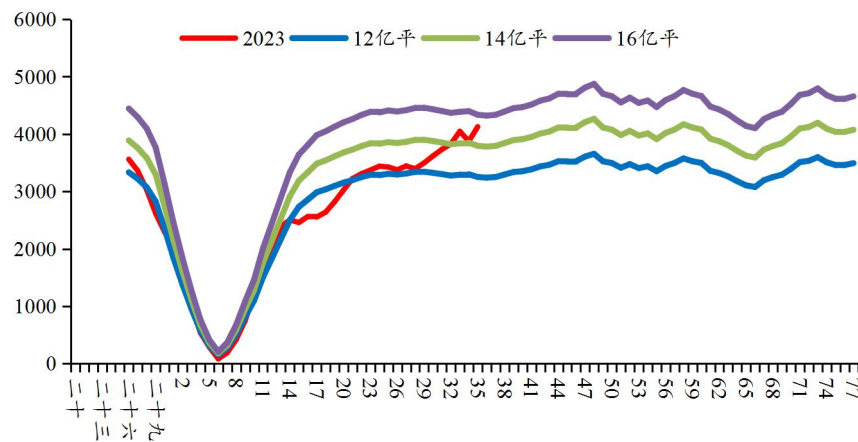
图1：人民币贷款加权利率，%



数据来源：Wind，安信证券

近期新房销售环比显著改善，按照我们上周周报中的推算方法，新房销售当下可能处于中性区间。不确定性在于当下销售的回升是此前疫情导致积压需求释放还是居民逐渐开启再平衡过程，这无疑需要更长的时间来观察。

图2：30大中城市商品房成交套数（7D，MA）



数据来源：Wind，安信证券

使用 2018/2019/2021/2022 四年销售与当年销售总面积归一化计算。

以农历春节对齐日期

人流物流的高频数据总体延续上周表现，人流延续偏强，物流维持偏弱。

总体而言，2月下旬的高频数据显示，地产销售出现回暖，消费复苏在加速，出口链条也有改善迹象，经济活动总体上快速改善，市场也在对这一局面进行定价。不过值得注意的是，扣除广泛存在的积压需求后，人流的高增长能否延续，消费活动的复苏可持续性如何，房地产销售景气如何演化，这无疑需要时间观察。

二、权益市场中枢震荡

上周权益市场中枢震荡，不同风格指数涨跌幅接近，同时成交量边际走低。

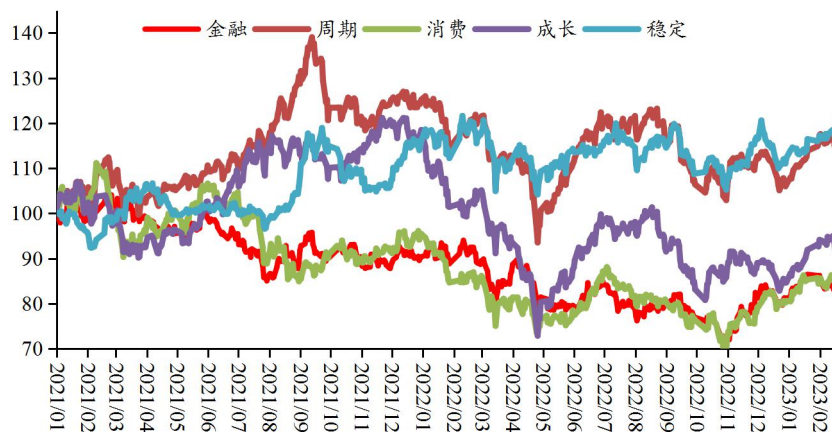
一些统计也显示近期风格轮动的速率显著抬升，表明在经济数据和宏观政策真空期的背景下，市场缺乏交易的共识。而成交量的收缩，暗示场外资金尚未明显入场，美国加息交易的启动也在导致资金从新兴经济体的权益市场撤出。

从短期来看，尽管高频数据显示地产销售在改善、消费数据总体回暖、出口链条或许在边际走强，但市场已经快速对当前经济活动的变化实现定价。未来积

压需求释放何时结束，地产和消费中期之内回升的动能如何，政策层面会有怎样的变化，将决定市场最终的走向和风格。在时间点上，3月两会的召开和经济数据的公布值得密切关注。

展望更长的时间，即使经济复苏的动能温和，货币信贷环境回归中性，但随着现实的修复和预期的改善，居民部门增持风险资产的行为将持续推进，这一行为将对权益市场形成积极影响。

图3：各风格指数表现



数据来源：Wind，安信证券

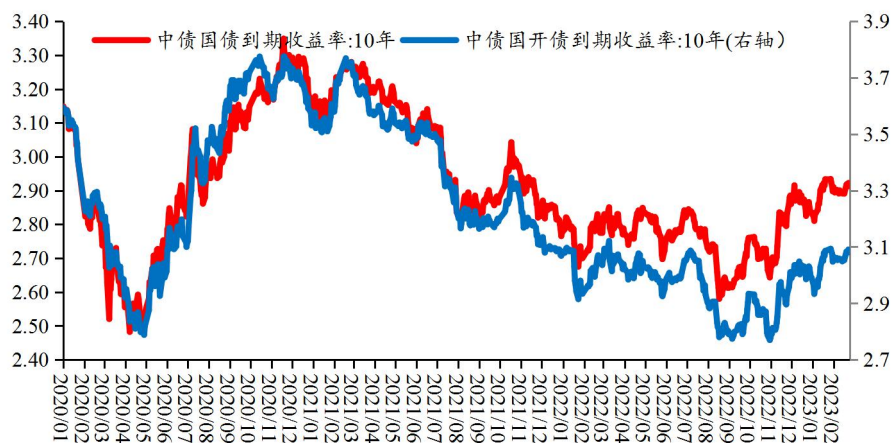
2020年12月31日为100

上周以来，银行间流动性环境继续收紧，短端利率大幅上行，同时10年期国债利率小幅抬升，期限利差收窄。

此前市场一度从缴税等角度理解资金利率的抬升，但从央行四季度货币政策执行报告来看，伴随经济活动的恢复，央行有意引导市场利率围绕政策利率波动。当前DR007的利率水平已经回升至7天逆回购利率附近，也与2022年1季度的利率中枢接近。考虑到经济复苏的持续性存疑、通胀压力温和、以及金融杠杆水平不高，我们倾向于认为央行继续收紧流动性的必要性较低，银行间资金利率进一步上行的空间有限。

从长端利率来看，当前的收益率已经回升至 2021 年四季度的中枢，而当前经济增长、通胀水平、政策利率均低于 2021 年水平，暗示长端利率已经对未来经济恢复的前景进行了定价。考虑到经济恢复的过程难以一蹴而就，大规模刺激政策短期难以出台，我们倾向于认为当前长端利率水平上行空间有限，短期或许存在交易价值。

图4：10 年期国债和国开债收益率，%

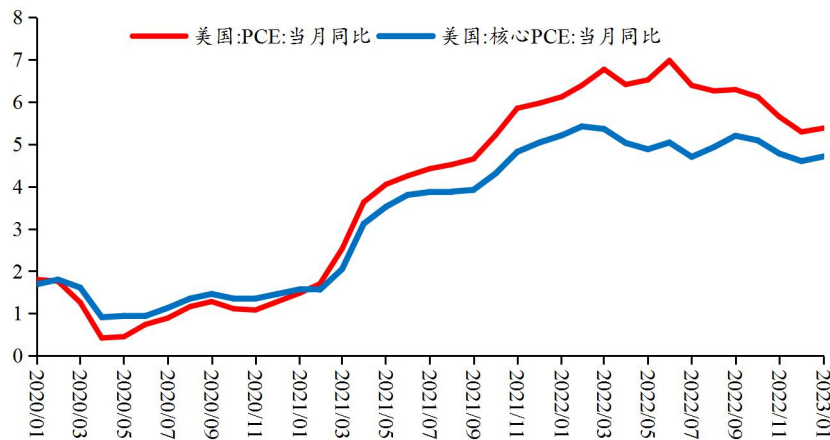


数据来源：Wind，安信证券

三、美国通胀超预期，加息预期升温

最新公布的数据显示美国 1 月份 PCE 同比增速 5.4%，较上月上行 0.4 个百分点，环比增速创近半年高点；核心 PCE 同比增速 4.7%，较上月回升 0.3 个百分点。PCE 环比增速的超预期抬升主要源于能源价格上涨与核心商品价格上涨，这与 1 月 CPI 的指向一致。

图5：美国 PCE 和核心 PCE 同比，%



数据来源：CEIC，安信证券

在通胀压力抬头的同时，近期美国经济数据总体出现改善。2月美国 Markit 制造业和服务业 PMI 均延续了回暖的趋势，服务业 PMI 创去年下半年以来新高。与此同时，美国密歇根消费者信心指数、红皮书零售销售指数也在持续改善，显示美国消费活动在普遍回暖。不过由于房贷利率的上行，美国房地产市场持续走弱。

与美国的情况类似，欧洲的经济活动也出现好转的迹象。2月欧元区综合 PMI 数据出现回升，其中服务业 PMI 数据改善的幅度尤其明显，英国、法国、德国服务业普遍向好。此外，欧元区消费者信心指数也出现持续抬升。

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_52669

