



警惕宏观分析中的合成谬误

——2024 年一季度货币政策执行报告简评

南华研究院
高翔
Z0016413

2024 年 5 月 13 日

5月10日央行发布一季度货币政策执行报告，我们将重点信息归纳总结，并将得到的观点进行梳理如下文。

经济展望

外部方面提到“潜藏的金融风险”，可能是来自欧美降息节奏错位后推升美元带来的汇率压力，亦或是海外需求复苏逻辑的可靠性有待验证。此外，央行也关注到了通胀下行放缓的问题，一方面前期作为主要下行驱动商品价格由于地缘政治（供应链阻滞、海运成本增加）下行速度放缓，另一边欧美服务业通胀一直较高。国内方面，一季度基本面延续了四季度报告中偏积极的描述（“经济延续回升向好态势的有利条件较多”），面临的挑战与此前政治局会议的措辞一致。

货币政策思路

政策基调整体稳健，关于力度、信贷规模、货币供应目标、物价、降低综合融资成本等方面描述基本延续四季度报告的说法，仅新增“畅通货币政策传导机制，避免资金沉淀空转”也与4月18日国新办发布会主要内容一致。

总体来看，本次货币政策报告中对于政策定调以及描述并无太多增量，我们认为本次的核心内容以及值得讨论的部分在穿插于报告的几篇专栏之中。

专栏一：信贷增长与高质量发展的关系

央行连续在货政报告中以专栏的形式讨论信贷增速的问题，继2023Q4的“《准确把握货币信贷供需规律和新特点》”后，这是第二篇。本次专栏主要表达是信贷增速的回落并不意味着金融支持实体经济的力度减弱。具体来说原因有三：在经济转型高质量发展阶段的过程中，会出现传统信贷需求强的重工业融资意愿下行以及资金使用效率提升的现象，因此信贷增速慢一些也能够支撑经济平稳增长。第二，存量规模较大时继续增加信贷投放的边际效应递减，过度投放信贷不仅会延缓低效企业出清，更会导致资金空转套利问题。（“当前，信贷增长已由供给约束转化为需求约束，对该变化还有个认识、适应的过程，仍有“规模情结”现象。”）第三，直接融资在发展之后对贷款形成一定替代效应。

专栏二：从存贷款结构分布看资金流向

专栏二分别从贷款和存款的角度出发，以期限、社会部门的视角来观察资金的分布，并得出结论：贷款主要流向企业（66%），且中长期贷款超过三分之二，主要在实体经济供给端和投资领域；存款主要在居民部门（49%），且疫情后居民部门出现存款意愿上行、存款定期化现象。最后指出当前的货币存量并不算少，随着经济结构调整和转型升级，经济会逐渐轻型化，同时随着直接融资的发展，资金使用效率提升，存贷款和货币供应量也会下降。

——专栏一和二可以合并来看，其整体上阐述的就是经济转型升级过程中，对于信贷增速、货币供应量的规模情结要逐渐摒弃，不要过度关注增速，主要目的还

是在于预期管理。专栏中的一些定论属于客观事实，但“部分事实”与“全部真相”往往相差甚远，对于市场参与者来说，管理好预期需要建立在对宏观环境有基本认识的基础上。若预期无锚，那分析得到的结果就会跟随市场上海量的信息左右摇摆，给与“部分事实”过多的权重，导致合成谬误。

全盘视角下，我们得到的观点如下：

1) 怎么看信贷增速回落？首先，如专栏所述，随着发展模式转型以及直接融资的发展，信贷增速可能会如GDP增速一样直接掉入一个新的平台，当前转型尚未结束，因此增速回落部分层面是遵循客观规律的，无需过度反应。但随着转型的深化以及新的增长中枢逐步稳定，信贷依旧会有用的宏观指标。总结来说，边际比较只会在绝对水平大幅波动的时候短暂失效，但这不会是长期现象。第二，信贷和社融是存在区别的，后者在统计口径上囊括了股权、企业债以及政府债等直接融资手段，因此可以避免挤出效应。当增速出现回落，有多少可以归结为上述“系统性”的变化，又有多少属于“周期性”的回落是正确判断宏观环境的关键。在归因的过程中，看看其他相关数据也可以获得参照。

2) 怎么看待货币供应量的回落？专栏中对于货币供应量可能下降解释也是客观的，但与上一条相同，货币供应量下降有多少归因于资金使用效率提升、直接融资的发展值得思考。从经济学原理来说，经济增长必然对应的货币总量的扩张，即便是在直接融资发达、第三产业普遍强于第二产业欧美国家也是如此，而对于央行来说，货币供应量的控制需要一个对应的锚来实现，这也是货币政策目标存在意义，因为货币政策的实施需要一个具体的结果作为导向。以FED为例，其货币投放锚定的是长期通胀目标，而我国在2015年以后货币政策与美元逐渐脱钩，目前来看新的锚或许就在经济增速与通胀，而从当前锚的位置来说，并不支持下降货币供应量。既然不是“系统性原因”以及政策主动作为，那么为什么货币供应以及信贷还是偏弱？我们认为答案就在专栏二之中，在于居民、企业部门存贷款分布的两极分化，以及存款定期化之中。

专栏四：如何看待当前长期国债收益率

专栏四分别从宏观和微观的视角分析了长期国债收益率的走势，给出的态度也是比较清晰的，即央行认为宏观基础稳定，长期国债收益率的中枢与长期经济增长预期中枢是匹配的，但由于资产荒等原因出现了短期利率快速下行的情况，而这样的现象会随着供给增加修复。

——本专栏反馈的央行近几个月对于长期、超长期国债过度火爆行情的关注，态度也是跟之前一致的。目前央行对于利率市场的期望是在一个合适的水准震荡，中枢随着数据的出炉慢慢调整。直白说就是此前国债涨的太多太快，一方面可能会吧宏观预期往不利方向引导，这与央行对基本面的定调不符；另一方面利率风险的积攒对于一些累计过多相关资产的中小型金融机构来说是潜在的系统性风险。央行的态度很明确，对行情解释也很清楚——指向供给端，如果回顾四月下旬央行与财政部的隔空辩论会更有感触。对于市场来说我们认为这并不代表长期国债收益率的转向，也不代表货币政策的转向，但在后续资产配置的过程中，一味拉久期的行为

需要警惕。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货营业网点

