Bigger mind, Bigger future™

智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

南华宏观周报 2022 年 11 月 20 日

货币政策即将收紧？

核心观点：

外围方面，联储官员再发声。美联储理事沃勒对 10 月美国通胀报告持谨慎态度，认为通胀仍远高于目标，预期租金和自住房等价租金仍将大幅上涨，至少还要持续几个月。目前的货币政策只是勉强达到限制性区域，需要更多的加息来降低通胀。圣路易斯联储主席布拉德（2022 年票委）则明确指出政策利率需要达到足够限制性水平，但基于泰勒规则，宽松假设下，政策利率保底是 5%，而如果采用严格的标准，则政策利率需达到 7%。之前在通胀数据影响下，市场预期最高利率在 5%以下，目前这一预期有所扭转，市场预期最高利率在 5. 1%附近。

国内有关货币政策是否收紧的担忧更多来自于周四晚间发布的三季度货币政策执行报告。我们认为当前就此判断央行货币政策即将大幅收紧还为时过早。主要原因在于经济确实相对企稳了，但复苏基础依然疲弱，我们看到最近的 10 月经济数据依然表现不佳，消费同比增长率再次落入负值区域，投资端地产继续低位徘徊，原先形成支撑的出口也出人意外地走负。此外，央行原先担心的需求端通胀问题，至少在目前看来仍没有现实基础。尽管防疫政策仍将向逐步放开发展，在这个精神引导下，甚至我们看到某些城市一下子就有了全面放开的实验性举措，但事实证明这些举措只能是一次试验，最后还是要回归到全面核酸，继续一步一步落实精准防控的正道上来。也许我们需要进一步提高精准防控能力，也需要等待病毒进一步进化与演变，但总体而言这条道路依然相对漫长。近期新增感染人数增幅较大，势必持续对经济产生影响，尽管 11 月还未走完，但也可以预期 11 月经济数据依然不太理想。

风险提示：美国通胀表现　疫情及政策不确定性

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

第 1 章 货币政策即将收紧？ 3
1.1. 联储官员再泼冷水 3
1.2. 债市风波一定程度缓解 4
1.3. 当前货币政策不存在大幅收紧基础 4
免责申明 10

第1章　货币政策即将收紧？

上周在三重利好消息作用下，市场风险偏好明显上升，体现为股票、商品和债券利率均出现较为明显的上涨，以及美元指数的大幅回落。进入这周后，市场趋向冷静。除地产外，其他二重利好消息都有一定程度上的打折扣。

1.1. 联储官员再泼冷水

外围方面，联储官员再发声。一方面是美联储理事沃勒发表《经济前景和对通货膨胀的警告》的演讲，他对 10 月美国通胀报告持谨慎态度，认为一份报告并不代表一种趋势，现在就得出通胀持续下降的结论仍为时尚早，与我们上周提到美联储不会根据一个数据来做决策的论断一致。此外，他认为通胀仍远高于目标，预期租金和自住房等价租金仍将大幅上涨，至少还要持续几个月。目前的货币政策只是勉强达到限制性区域，需要更多的加息来降低通胀。

圣路易斯联储主席布拉德（2022 年票委）则明确指出政策利率需要达到足够限制性水平，但基于泰勒规则，宽松假设下，政策利率保底是 5%，而如果采用严格的标准，则政策利率需达到 7%。之前在通胀数据影响下，市场预期最高利率在 5%以下，目前这一预期有所扭转，市场预期最高利率在 5.1%附近。

图 1.1.1：11 月 11 日预期最高利率为 4.9%

资料来源：Bloomberg 南华研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1.1.2：11 月 18 日预期最高利率为 5.1%

资料来源：Bloomberg 南华研究

1.2. 债市风波一定程度缓解

本周市场最为关注的是债市踩踏事件。今年以来，利率不断下滑，各产品收益率也随之下降。在“资产荒”下，为追求收益，债市加杠杆现象较为普遍，做多交易本身脆弱性较强，一旦风吹草动导致市场预期有所变化，价格就会大幅变动。上周的地产和疫情政策就是那个催化剂。

尽管理财产品已实现净值化管理，但其实很多人还是视之为保本型产品。加之，很多理财产品不设封闭期，可以随时赎回，在市场价格反向变化下，理财净值收益率出现了负值，于是巨额赎回请求纷至沓来。为应对赎回危机，债市出现了踩踏行情，10 年期国债收益率从 2.68%附近上升至 2.82%附近。目前，在央行连续两天大额逆回购释放流动性情况下，市场开始企稳。

1.3. 当前货币政策不存在大幅收紧基础

债市利率的上升更多是流动性层面的，而不是基本面的，并不意味着货币政策已收紧。

之后有关货币政策是否收紧的担忧更多来自于周四晚间发布的三季度货币政策执行报告。一方面，央行对当前经济运行情况的表态更加乐观，譬如“三季度我国经济明显回升，总体呈现恢复向好发展态势”，“国民经济顶住压力持续恢复向好”等，二季

度时还在“稳”字上做文章，但三季度更着重于“升”。

另一方面，央行对于通胀风险着笔较多，还详细分析了未来通胀上升的可能原因。其一，输入性通胀风险，其二，需求端通胀，来自于较高的 M2 水平和疫情防控更加精准后消费动能可能的快速释放，其三，以猪价为代表的结构性通胀。原因一和原因三是老话重提，原因二则是新提法，预示在防疫政策逐步优化下，央行担心国内会迎来类似国外疫情政策放开后的需求井喷现象。

但我们认为当前就此判断央行货币政策即将大幅收紧还为时过早。主要原因在于经济确实相对企稳了，但复苏基础依然疲弱，我们看到最近的 10 月经济数据依然表现不佳，消费同比增长率再次落入负值区域，投资端地产继续低位徘徊，原先形成支撑的出口也出人意外地走负。此外，央行原先担心的需求端通胀问题，至少在目前看来仍没有现实基础。尽管防疫政策仍将向逐步放开发展，在这个精神引导下，甚至我们看到某些城市一下子就有了全面放开的实验性举措，但事实证明这些举措只能是一次试验，最后还是要回归到全面核酸，继续一步一步落实精准防控的正道上来。也许我们需要进一步提高精准防控能力，也需要等待病毒进一步进化与演变，但总体而言这条道路依然相对漫长。近期新增感染人数增幅较大，势必持续对经济产生影响，尽管 11 月还未走完，但也可以预期 11 月经济数据依然不太理想。

表 1.3.1：2022 年二、三季度货币政策执行报告对比

		2022 年 Q3	2022 年 Q2
经济判断	**全球经济**	全球通胀仍维持高位，主要发达经济体货币政策延续收紧态势，在稳物价和稳增长之间艰难权衡，叠加地缘政治冲突、疫情蔓延和能源食品危机等诸多因素扰动，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。值得关注的问题和趋势：1. 全球高通胀挑战依然严峻；2. 高度警惕经济下行压力在全球更广范围蔓延的风险；3. 金融体系脆弱性不断积累，潜在风险不容忽视。	当前，高通胀正在成为全球经济发展的最大挑战，主要发达经济体央行加快加码收紧货币政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响，世界经济增长动能转弱，金融市场震荡和部分经济体“硬着陆”的风险值得关注。值得关注的问题和趋势：1. 高通胀已成为当前全球经济发展的最主要挑战；2. 主要发达经济体增长动能放缓，货币政策面临两难；3. 新兴经济体和发展中国家面临通胀攀升、经济放缓、债务积压、货币贬值以及食品和能源危机的“完美风暴”风险。
	国内经济回顾	2022 年前三季度，面对复杂严峻的国内外形势和多重超预期因素冲击，各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，加快落实稳经济一揽子政策和接续措	2022 年上半年，受国际环境复杂多变、国内疫情散发等超预期因素影响，我国经济下行压力加大。各地区各部门高效统筹疫情防控和经济社会发展，加大宏观政策调节力度，5 月以来，随着

		施，国民经济顶住压力持续恢复向好。	疫情防控取得积极成效，一系列稳增长措施成效显现，经济运行呈现企稳回升态势。
	国内经济展望	三季度我国经济明显回升，总体呈现恢复向好发展态势。 当前外部环境更趋复杂严峻，海外通胀高位运行，全球经济下行风险加大，国内经济恢复发展的基础还不牢固。一方面，发达经济体通胀粘性较强，收紧货币政策的取向短期仍可能延续，全球经济复苏动能趋弱。另一方面，国内居民预防性储蓄意愿上升制约消费复苏，积极扩大有效投资面临收益不足等多方约束，人口老龄化、低碳转型等中长期挑战也不容忽视。 我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求的恢复势头日益明显，经济韧性强、潜力大、活力足，长期向好的基本面没有改变。要保持战略定力，坚定做好自己的事，全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求，统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好稳经济一揽子政策和接续措施落地见效， 着力推动高质量发展。	二季度我国经济顶住压力实现正增长。 当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。一方面，疫情前全球经济“低通胀、低利率、低增长、高债务”的“三低一高”局面正在发生根本性转变，特别是高通胀问题正成为多数经济体面临的最大挑战。为治理高通胀，主要发达经济体加快收紧货币政策，通过外贸外资、汇率波动和金融市场等渠道给新兴经济体带来的溢出影响明显加大，全球经济活动边际放缓、部分经济体硬着陆风险增加。另一方面，国内消费恢复面临居民收入不振、资产负债表受损和消费场景受限等挑战，积极扩大有效投资还存在一些难点堵点，服务业恢复基础尚不牢固，青年人就业压力较大，稳经济还需付出艰苦努力。 但要看到，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持较强韧性，宏观政策调节工具丰富，推动经济高质量发展具备诸多有利条件。 要保持战略定力，坚定做好自己的事，全面落实“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”的要求， 统筹好疫情防控和经济社会发展，继续抓好一揽子稳定经济政策措施落地见效，坚决支持稳定经济大盘。

	通胀	物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。第三季度猪肉、蔬菜等食品价格上涨较快，而出行住宿等服务价格受疫情影响涨幅不及往年水平，CPI 上行总体较为温和。同时，国际原油等大宗商品价格震荡下行带动 PPI 涨幅持续回落，10 月同比涨幅转负，预计年内将维持低位运行。展望未来，我国经济总供求大体平衡，货币政策保持稳健，产业链、供应链运转较为通畅，居民通胀预期平稳，具备保持物价水平基本稳定的有利条件。同时，也要高度重视未来通胀升温的潜在可能性。目前地缘政治冲突仍扰动世界能源供应，发达经济体高通胀粘性较强，外部输入性通胀压力依然存在；一段时间以来我国 M2 增速处于相对高位，若总需求进一步复苏升温可能带来滞后效应；冬季猪肉采购和采暖需求旺盛、春节错位等因素，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。	全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。总体而言，我国经济运行逐步恢复，供求关系基本稳定，货币条件适度，在粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件下，预计物价涨幅仍将运行在合理区间，全年 CPI 平均涨幅在 3%左右的预期目标有望实现，PPI 涨幅年内大体延续下行态势。下一阶段，受消费需求复苏回暖、PPI 向 CPI 滞后传导、新一轮猪肉价格上涨周期开启、能源和原材料成本仍处高位等因素影响，国内结构性通胀压力可能加大，输入性通胀压力依然存在，预计下半年 CPI 涨幅将有所上行，中枢较上半年水平抬升，一些月份涨幅可能阶段性突破 3%，对此要密切关注，加强监测研判，警惕通胀反弹压力。
总体基调	**货币政策**	加大稳健货币政策实施力度，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，指导政策性、开发性银行用好用足政策性开发性金融工具额度和 8000 亿元新增信贷额度，引导商业银行扩大中长期贷款投放，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，力争经济运行实现更好结果。	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能，主动应对，提振信心，搞好跨周期调节，兼顾短期和长期、经济增长和物价稳定、内部均衡和外部均衡，坚持不搞“大水漫灌”，不超发货币，为实体经济提供更有力、更高质量的支持。保持流动性合理充裕，加大对企业的信贷支持，用好政策性开发性金融工具，重点发力支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社会融资规模合理增

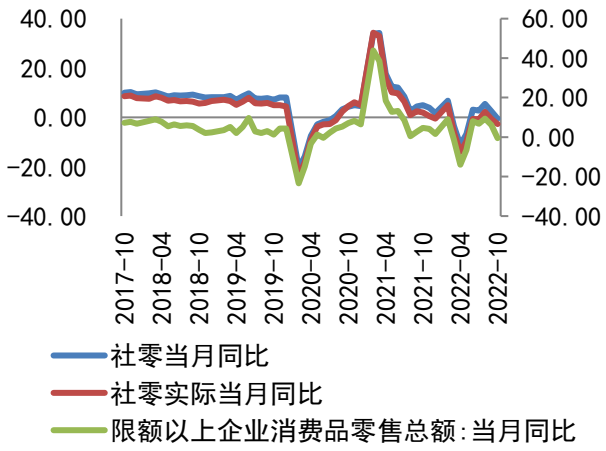
请务必阅读正文之后的免责条款部分

			长，力争经济运行实现最好结果。
	信贷	落实好普惠小微贷款支持工具、碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流、设备更新改造专项再贷款，强化对重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体的支持。落实落细金融服务小微企业、民营企业敢贷会贷长效机制，增强微观主体活力。 继续深化利率市场化改革，优化央行政策利率体系，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，释放贷款市场报价利率改革效能，推动降低企业融资和个人消费信贷成本。	加大普惠小微贷款支持力度，支持中小微企业稳定就业，用好支持煤炭清洁高效利用、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款和碳减排支持工具，促进金融资源向重点领域、薄弱环节和受疫情影响严重的行业、市场主体倾斜，培育新的经济增长点。健全市场化利率形成和传导机制，优化央行政策利率体系，加强存款利率监管，发挥存款利率市场化调整机制重要作用，着力稳定银行负债成本，发挥贷款市场报价利率改革效能和指导作用，推动降低企业综合融资成本。
	汇率	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，坚持底线思维，加强预期管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持底线思维，加强跨境资金流动宏观审慎管理，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	物价	高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定。	密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产增产、能源市场平稳运行的有利条件，做好妥善应对，保持物价水平基本稳定
其他关注	专栏文章	合理看待存贷差扩大	金融政策落地生效，助力经济回升向好
		发挥政策性开发性金融工具作用助力基础设施建设稳定宏观经济大盘	人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重上调

		阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限	近年来信贷结构的演变和趋势
		人民币汇率保持基本稳定有坚实基础	全年物价仍可实现预期目标 但应警惕结构性通胀压力

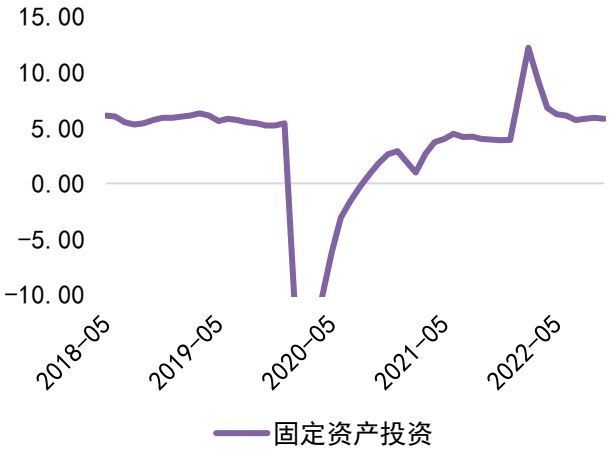
资料来源：中国人民银行 南华研究

图 1.3.1：消费负增长（%）



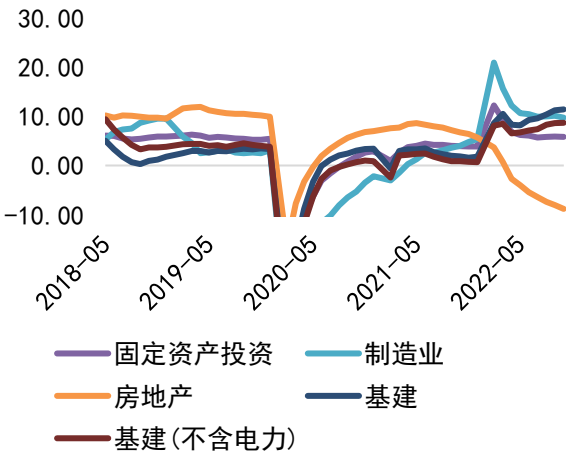
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.2：投资持稳（%）



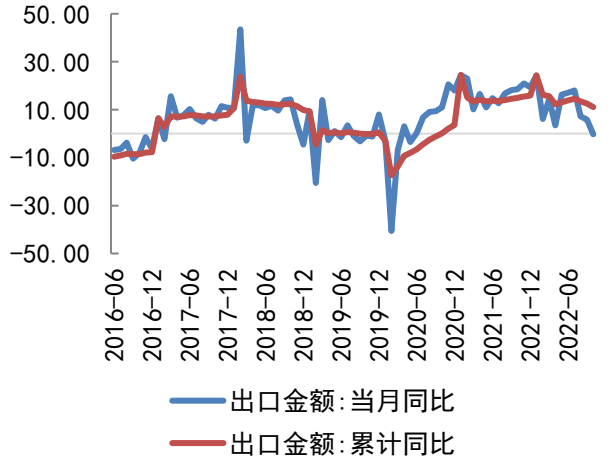
数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.3：地产依然最拉跨（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 1.3.4：出口支撑弱化（%）



数据来源：Wind 南华研究

免责申明

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。

南华期货 NANHUA FUTURES

公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦　邮编：310002

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