

宏观周观点

2022 年 11 月 20 日

货币政策仍将保持宽松，资金利率难持续上行

宏观周观点 20221120

核心内容：

- **债市调整，但资金利率和收益率不会持续上行：**在过去的一周中，国债收益率显著回升，短端尤其明显，部分银行和理财资金进行大量赎回。短期来看，债市收益率大幅调整的主要原因包括（1）央行虽然保持资金整体宽松，但开始通过边际收紧引导市场利率（DR007 和 1 年期同业存单）向政策利率（7 日 OMO 与 1 年期 MLF）靠拢；（2）近期的防疫优化“二十条”和支持地产发债融资的“第二支箭”、“十六条”，以及中外领导人在 G20 峰会等外交场合的深入交流都带来了经济更快改善、消费投资回升的市场预期。在短期风险情绪释放后，债市流动性不会持续收紧、资金利率不会持续上行，债市收益率的向上调整是更长期的过程。流动性问题缓解后，疫情反复下的债券价格可能在短期反而还有小幅回升的空间。
- **三季度货币政策执行报告显示资金短期不会收紧：**央行在货币政策上的思路没有明显的变化。流动性将继续保持合理充裕，虽然近期央行有引导货币市场利率像政策利率靠拢的态势，但目前无需担忧货币政策的收紧或者边际收紧的长时间持续。央行对未来通胀和汇率的关心可能意味着年内总量政策难以落地（如果降调 LPR，更可能视地产恢复情况单独降调长端），对信贷需求恢复的关注更多以结构型工具和政策以及开发性金融工具为主。等待中央经济工作会议做出更明确的指示。
- **联防联控细化防疫规则，确诊人数上升：**11 月 17 日，国务院联防联控机制召开新闻发布会，进一步细化和统一了各地防控的标准。发布会首先强调既要持续整治“层层加码”，又要防止“一放了之”。防控机制的明确有利于避免地方在执行“二十条”时陷入混乱，利于居民活动和投资消费的边际改善。但是新冠确诊人数近期大幅反弹、央媒发声“采取更为坚决、果断措施，抓实抓细疫情防控各项工作，尽快遏制疫情扩散蔓延势头”。在此基础上，疫情的冲击短期可能延续。
- **市场利率上行，猪价价格回落，大宗商品价格上升但油价下行，高频数据较弱：**本周市场利率上行，流动性边际收紧但整体宽裕，短期内难有总量政策。猪肉和蔬菜价格下行，通胀近期无需担忧。原油价格大幅下跌，煤炭和钢铁价格回升，库存继续下行，政策支持下地产预期有所改善。交通、航运和地产销售继续低于往年同期。

核心风险：疫情和防控政策超预期变化，中美欧经济更快下行

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

国家	日期	事件或数据
中国	11月21日(周二)	中国11月一年期和五年期贷款市场报价利率(%)
	11月21日(周一)	---
	11月22日(周二)	欧元区11月消费者信心指数初值
欧洲	11月23日(周三)	欧元区11月Markit制造业PMI初值, 德国11月Markit制造业PMI初值, 法国11月Markit制造业PMI初值, 英国11月Markit服务业和制造业PMI初值
	11月24日(周四)	德国11月IFO商业景气指数
	11月25日(周五)	德国第三季度季调后GDP季率修正值(%), 德国12月GfK消费者信心指数
	11月21日(周一)	---
美国	11月22日(周二)	---
	11月23日(周三)	美国10月营建许可月率修正值(%), 美国10月耐用品订单月率初值(%), 美国截至11月19日当周初请和续请失业金人数(万), 美国11月Markit制造业PMI初值, 美国11月密歇根大学消费者信心指数终值, 美国10月季调后新屋销售年化总数(万户), API和EIA原油与汽油库存变动
	11月24日(周四)	美国11月24日全美钻井总数(口)
	11月25日(周五)	---
其他	11月25日(周五)	日本11月东京CPI年率(%)

目录

一、债市调整释放风险, 但资金利率和国债收益率不会持续上行	3
二、三季度货币政策执行报告显示资金短期不会收紧	4
三、联防联控细化防疫规则, 确诊数量上升	5
四、市场利率上升, 美元小幅震荡	6
五、猪菜价格继续回落	8
六、大宗商品价格分化, 库存下行	10
(一) 原油价格下跌, 煤炭回升	10
(二) 钢铁价格回升, 库存下行	11

一、债市调整释放风险，但资金利率和国债收益率不会持续上行

在过去的一周中，国债收益率显著回升，短端尤其明显：11月16日10年期和1年期国债收益率分别比11月11日上行10.23bps和26.88bps，部分银行和理财资金为了结收益或避免亏损进行大量赎回。短期来看，债市收益率大幅调整的主要原因包括（1）央行虽然保持资金整体宽松，但开始通过边际收紧引导市场利率（DR007和1年期同业存单）向政策利率（7日OMO与1年期MLF）靠拢；（2）近期的防疫优化“二十条”和支持地产发债融资的“第二支箭”、“十六条”，以及中外领导人在G20峰会等外交场合的深入交流都带来了经济更快改善、消费投资回升的市场预期。

首先，央行近期的操作使利率债市场资金继续边际收紧，引导银行间利率向政策利率靠拢，将抬升短期利率并向长端传导。对11月15日到期的1万亿MLF，央行平价续作8500亿，并表示“11月以来人民银行已通过抵押补充贷款(PSL)、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性3200亿元，中长期流动性投放总量已高于本月MLF到期量”；其中PSL在9、10月份新增1082和1543亿元，利率下降40bps，部分替代了MLF。尽管中长期流动性在经济弱势恢复下整体充裕，但需要意识到PSL和其他结构性货币政策工具提供的流动性指向明确，并不易流入债市。以PSL为例，其目的是“支持国民经济重点领域、薄弱环节和社会事业发展而对金融机构提供的期限较长的大额融资”，过去流向房地产、棚改、基建较多，本次也多用于保交楼、基建等方向；而其他结构性工具，包括设备更新与改造、科技创新、普惠养老和交通物流再贷款等的流向都有明确规定。所以，尽管整体流动性仍然宽裕，但利率债相关的流动性实际略有收紧。

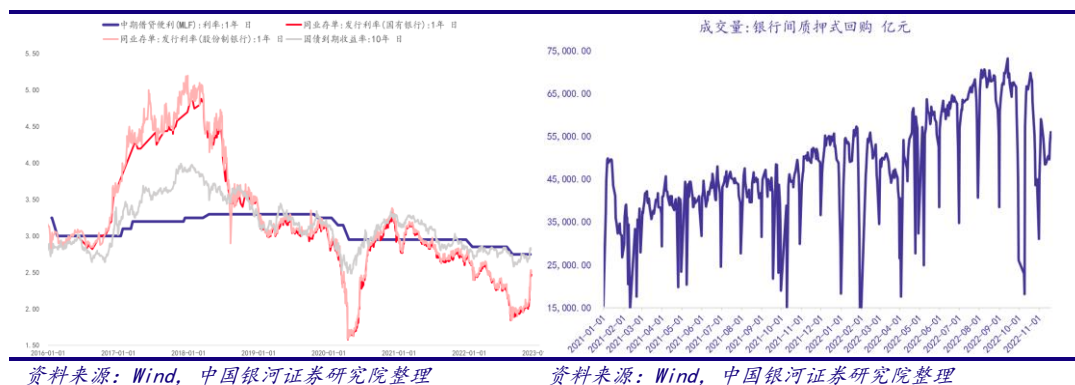
另一方面，近期的防疫优化“二十条”和支持地产发债融资的“第二支箭”以及“十六条”改善了经济回暖、地产企稳的预期：疫情反复导致的需求疲弱和房地产板块的下行是前期支持利率债收益率震荡走低的重要因素，而当下这两个因素的预期在政策发力下开始改变，同时地产相关债券和其他信用债配置价值增加、分流资金。

从中期来看，中国经济在2022年3、4、7和10月均受到疫情的严重冲击，二、三季度增速明显低于潜在经济增速；在这一背景下，2023年中国消费继续回暖、生产恢复、投资改善的概率较大。即使在疫情扰动和外需不足情况下继续略低于潜在增速，2022年的低基数也会导致2023年（尤其是二季度）的实际经济增速有明显提升（可能达到8%-9%）。在这种情况下，债券市场收益率整体将上行，2023年二季度尤其需要警惕价格回调。

但回到短期来看，在短期风险情绪释放后，债市流动性不会持续收紧（参见央行三季度货币政策执行报告）、资金利率不会持续上行，债市收益率的向上调整是更长期的过程。需要注意到防疫政策的优化在短期并没有带来高频数据的显著改善，也不意味着放开，在全国防疫标准统一前，市场仍处于不确定性中。随着短债出现较大调整、各地疫情再次大幅上行、以及资金的整体宽松，国债收益率不会持续走高。流动性问题缓解后，疫情反复下的债券价格可能在短期反而还有小幅上升的空间。

图 1：市场利率向政策利率收敛（%）

图 2：银行间质押式回购成交量高位迅速回落（亿元）



二、三季度货币政策执行报告显示资金短期不会收紧

人民银行发布 2022 年第三季度货币政策执行报告，并在报告中阐述了对全球和中国经济的看法以及未来的货币政策执行方向。

总体上，央行认为外部风险进一步加大，值得高度警惕；内部经济恢复发展的基础还不牢固，但有效需求恢复的势头日益明显。货币政策思路，没有强调“总量和结构的双重功能”，并精准关注需求侧：保持流动性合理宽裕的重点从基础设施建设转向商业银行中长期贷款投放；在降低企业融资成本后新增降低个人消费信贷成本。由于我国需求侧处于回升过程中，一段时间的 M2 增速较快，因此央行“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧变化”，这在短期也可能限制总量型货币政策的空间。

从报告中专栏的关注点来看，央行认为存贷差的扩大反映出贷款以外的货币创造渠道发力，包括财政发债、央行上缴利润和政策性金融工具的影响，和储蓄向投资转化没有直接关联；地产方面，在推进市场化利率改革并支持刚需的基础上，强调了保交楼专项借款并引导银行提供配套融资，可见金融对地产融资支持力度加大；汇率方面，央行依然坚持在市场机制和双向波动下进行合理预期引导，在必要时进行干预，并认为人民币在合理均衡水平上的稳定有坚实基础。

总而言之，央行在货币政策上的思路没有明显的变化。流动性将继续保持合理充裕，虽然近期央行有引导货币市场利率像政策利率靠拢的态势，但目前无需担忧货币政策的收紧或者边际收紧的长时间持续。央行对未来通胀和汇率的关心可能意味着年内总量政策难以落地（如果 2023 年下调 LPR，更可能单独下调长端），对信贷需求恢复的关注更多以结构型工具和政策以及开发性金融工具为主。等待中央经济工作会议做出更明确的指示。

图 3：货币政策执行报告重点对比：

	2022-Q2	2022-Q3
国际形势	当前全球经济增长放缓，通胀高位运行，地缘政治冲突持续，外部环境更趋严峻复杂。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息政策，叠加疫情反复、地缘政治冲突、能源粮食危机等影响，世界经济活动普遍放缓，金融市场大幅震荡，潜在风险值得高度警惕。	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。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、疫情反复和能源粮食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。
国内形势	国内经济恢复基础尚需稳固，结构性通胀压力可能加大。国内消费恢复而居民收入不报、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。但总的来看，我国经济长期向好的基本面没有改变，经济保持韧性，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，做好自己的事。全年物价水平将保持总体稳定，但要警惕结构性通胀压力。	国内经济恢复发展的基础还不牢固。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资金不足等多方约束。人口老龄化、低通胀等中长期挑战也不容忽视。但也要看到，我国构建新发展格局的要素条件较为充足，有效需求恢复的势头日益明显，经济韧性强、潜力大、回旋余地广，长期向好的基本面没有改变，要保持战略定力，做好自己的事。物价涨幅总体温和，但要警惕未来通胀反弹压力。
货币政策基调	加大稳健货币政策实施力度，发挥好货币政策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利、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，重点支持基础设施领域建设，保持货币供应量和社融规模合理增长，力争经济运行实现最好结果。密切关注国内外通胀形势变化，不断夯实国内粮食稳产、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。结构性货币政策工具积极做好“加法”，加大普惠小微贷款支持力度，支持小微企业稳定就业，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。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主、统筹国内国际两个大局，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。遵循市场化法治化原则，统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。	加大稳健货币政策实施力度，（没有“发挥好货币政策的总量和结构双重功能”）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利、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，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融规模合理增长，力争经济运行实现更好结果。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、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。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、民营企业融资支持政策，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，推动降低企业融资成本和个人消费信贷成本。密切关注主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响，以我为主、统筹国内国际两个大局，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。统筹做好经济发展和风险防范工作，保持金融体系总体稳定，建立健全金融风险预防、预警和处置机制，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。
专栏	1.《金融政策落地生效，助力经济回升向好》 2.《人民币在特别提款权(SDR)货币篮子中的权重上调》 3.《近年来信贷结构的演变和趋势》 4.《全年物价仍可预期实现目标，但应警惕结构性通胀压力》	1.《合理看待存贷差扩大》 2.《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》 3.《阶段性放宽部分城市首套住房贷款利率下限》 4.《人民币汇率保持基本稳定有坚实基础》
贷款利率	贷款加权平均利率处于统计以来低位。2022年6月，1年期和5年期以上LPR分别为3.70%和4.45%，贷款加权平均利率为4.41%。其中，一般贷款加权平均利率为4.76%，企业贷款加权平均利率为4.16%，人民币贷款利率整体较3月进一步下降，金融对实体经济的支持力度稳固。	贷款加权平均利率再创统计以来新低。2022年9月，1年期和5年期以上LPR分别为3.65%和4.30%，贷款加权平均利率为4.34%。其中，一般贷款加权平均利率为4.65%，企业贷款加权平均利率为4.00%，人民币贷款利率整体下降，金融对实体经济的支持力度进一步增强。

资料来源：人民银行，中国银河证券研究院整理

三、联防联控细化防疫规则，确诊数量上升

11月17日，国务院联防联控机制召开新闻发布会，进一步细化和统一了各地防控的标准。发布会首先强调“既要持续整治‘层层加码’，防止‘一封了之’；又要反对不负责任的态度，防止‘一放了之’”。明确的标准主要有：

(1) **高风险区核酸检测策略**：实施封控以后，前3天进行核酸检测，后续检测的频率根据前三次检测结果进行确定。在解除管理前的24小时内，完成一次区域的全员核酸检测；发生聚集性疫情时，只有密接人员才会集中隔离，个别地方出现将密接的密接直接判定为密接，进行提级管控的情况是没有必要的。

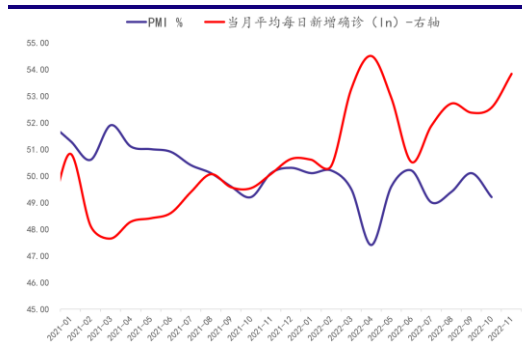
(2) **制定新冠肺炎分级分类诊疗方案**：包括持续加强定点医院建设，要求新冠重点救治医院ICU床位要达到总数的10%；大力推进方舱医院建设，确保一旦发生疫情的时候，方舱医院能够快速启用。

(3) **核酸检测要求**：做到应检尽检，不得随意不检、漏检，也不能擅自扩大核酸检测范围；没有社区传播风险时，一般不按行政区域开展全员核酸检测，有风险时，可每日开展一次全员核酸检测，连续3次核酸检测无社会面感染者后，间隔3天再开展一次全员核酸检测，无社会面感染者可停止全员核酸检测。

(4) 公共场所查验核酸证明的要求：48 小时内核酸检测阴性证明乘坐飞机、高铁、列车、跨省长途客运汽车、跨省客运船舶等交通工具，抵达目的地后要按属地要求进行“落地检”，入住宾馆酒店和进入旅游景区人员须查验健康码和 72 小时内核酸检测阴性证明。3 岁以下婴幼儿等特殊人群可免于查验核酸检测阴性证明。

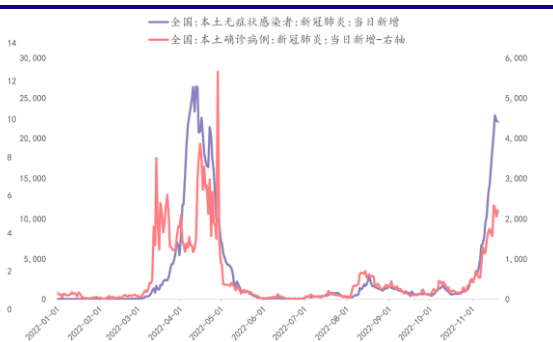
总体来看，以上机制的明确有利于避免地方在执行“二十条”时陷入混乱，利于居民活动和投资消费的边际改善。但是新冠确诊人数近期大幅反弹、央媒发声要求“采取更为坚决、果断措施，抓实抓细疫情防控各项工作，尽快遏制疫情扩散蔓延势头”。在此基础上，疫情的冲击短期可能延续。

图 4：确诊上行可能继续压制经济



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：11 月每日确诊数量再次大幅上升（人）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

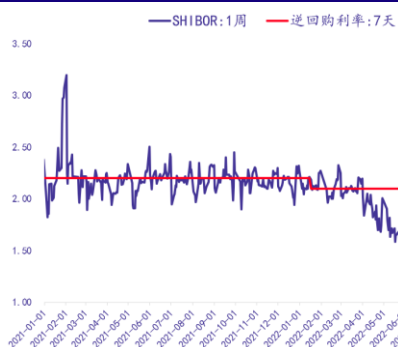
四、市场利率上升，美元小幅震荡

本周流动性整体宽裕，但边际收紧，公开市场投放 4010 亿，回笼 330 亿，净投放 3680 亿。央行由于债市流动性紧张而呵护短期利率，市场利率上行后回落，DR007 周五低于 7 天逆回购利率 27.87bps。央行缩量续作 11 月 15 日到期的 1 万亿元 MLF，投放 8500 亿元。虽然中长期资金由于 PSL 和结构性工具投放保持宽裕，但债市资金缩量叠加防疫优化和地产支持政策导致债券收益率出现较大上行。央行货币政策整体将继续保持合理宽裕，资金利率难以持续上行。11 月新冠确诊人数大幅上升。疫情的传播仍可能影响生产，冲击消费，房地产尚未底部企稳，内需的改善需要更长时间，未来的经济不确定性仍然较强；在此背景下，债券市场在风险释放后有短期存在小幅回升的空间，但 2023 年收益率向上调整的概率大。

11 月 18 日，SHIBOR 隔夜收于 1.3640%，比上周下行 34.00bps，7 天利率收于 1.7213%，比上周下行 10.07bps。存款类机构质押式回购 7 天加权利率收于 1.7910%，比上周下行 9.10bps。11 月 18 日 1 年期、3 年期、5 年期国债分别收于 2.1762%、2.4803% 和 2.6393%，分别比上周变化+26.37bps、+12.66bps、+10.38bps，10 年期国债收益率收于 2.8173%，比上周上行 8.24bps。

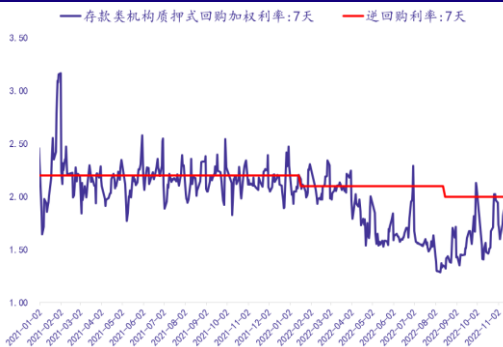
债券收益率明显回升，货币市场流动性宽裕，货币市场利率上行后回落，银行间加杠杆购债现象弱化。在经济没有明确好转、信贷渠道不畅的情况下，货币市场大概率保持整体宽松，央行不会收紧资金，通胀暂时不制约货币政策；短期总量型政策落地概率较小，更多关注结构型货币政策的精准滴灌。

图 6: SHIBOR 利率 (%)



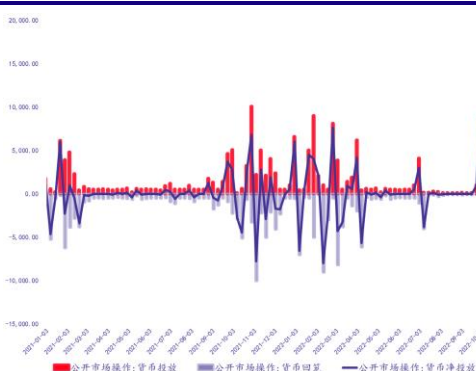
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 7: DR007 利率 (%)

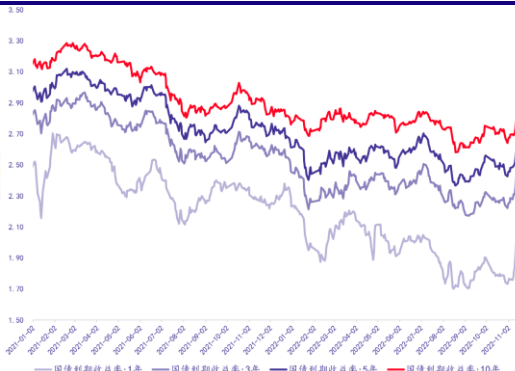


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 8: 央行公开市场业务投放回笼周度统计 (亿) 图 9: 国债收益率 (%)

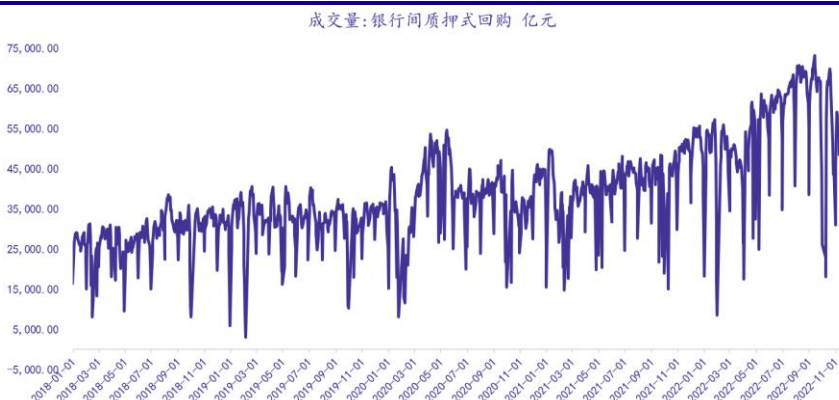


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 10: 银行间质押式回购成交量 (亿)

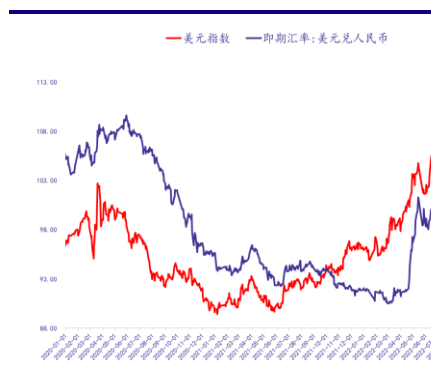


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

美元指数保持 106.97, 美联储官员近期发言继续鹰派但边际转鸽, 除了圣路易斯联储布拉德认为加息至少到 5% 以上外, 沃勒、博斯蒂克等人表示考虑适时放缓加息。目前来看, 加息终值难以继续提升、12 月 FOMC 大概率加息放缓至 50bps、加息终点可能在 2023 年一季度末出现。这意味着美国与其他国家预期利差不会进一步扩大, 如果欧元

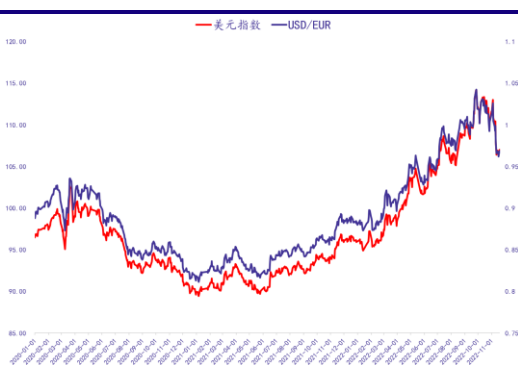
区、英国等加息时间更长，利差可能收窄；同时，美联储加息对我国货币政策的压制在短期缓解。美元兑主要货币汇率在上周下行后进入震荡，兑人民币为 7.1275，兑欧元至 0.9686，兑日元至 140.37。通胀的下行意味着美元顶部开始确认，强美元压制的资产将开始反弹，兑美元变动最敏感的日元和英镑值得关注。欧央行预计仍将保持较强的加息力度，但美欧利差是否能进一步缩小仍受到欧元区更弱的基本面以及南欧国家债务问题的压制。日央行继续坚持 YCC，日元短期还会处于相对低位，并由财务省继续干预汇率；对 2023 年黑田东彦离任后新日央行行长是否会边际改变 YCC 保持观察。

图 11：美元兑人民币（元）



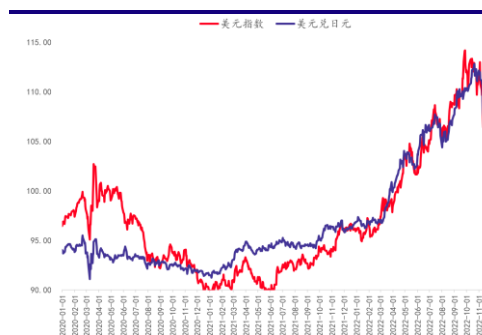
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：欧元与美元指数（%）



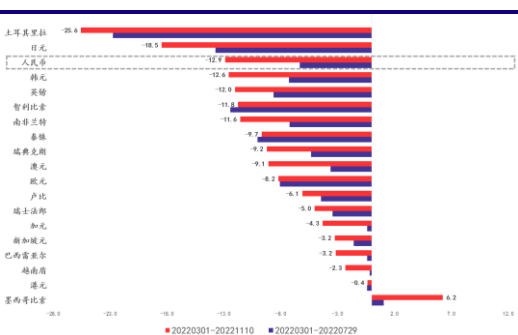
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 13：美元兑日元（元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：各国货币兑美元变动幅度（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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_49107

