

## 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方向发展，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

Bigger mind, Bigger future™  
智慧创造未来

南华期货研究所

戴朝盛

[daichaosheng@nawaa.com](mailto:daichaosheng@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0014822

## 目录

<b>第 1 章</b>	<b>货币政策即将收紧？</b>	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
	免责声明	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

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

	<p>施，<b>国民经济顶住压力持续恢复向好。</b></p>	<p>疫情防控取得积极成效，一系列稳增长措施成效显著，<b>经济运行呈现企稳回升态势。</b></p>
<p><b>国内经济展望</b></p>	<p>三季度<b>我国经济明显回升，总体呈现恢复向好发展态势。</b></p> <p>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。</p> <p>我国构建新发展格局的要素条件较为充足，<b>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。</b>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</p>	<p>二季度我国经济顶住压力实现正增长。</p> <p>当前全球经济增长放缓、通胀高位运行，地缘政治冲突持续，<b>外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复基础尚需稳固。</b>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<b>最大挑战。</b>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，<b>全球经济活动边际放缓、部分经济体硬着陆风险增加。</b>另一方面，<b>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。</b></p> <p>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</p>

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\\_49110](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_49110)

