

货币政策与流动性观察

总量政策向“正常化”回归

核心观点

总量政策向“正常化”回归

央行《四季度货币政策执行报告》总体延续了中央经济工作会议、四季度货币政策委员会例会的相关表述，但对年内经济增长和通胀风险的判断趋于乐观，并发出了明确的阶段性“宽货币”操作即将退出的信号。

第一，央行对国内外经济形势的判断有所改善。

国际方面，央行保留了外部环境“严峻复杂”的判断，但将“更趋”替换为“依然”，指向海外经济边际趋稳。

国内方面，央行的判断较三季度更加乐观。主要的支撑因素来自三个方面：一是经济主体的信心和预期有望提振；二是疫情防控优化帮助生产生活秩序加快恢复；三是稳经济政策将继续深入落实，形成实物量并拉动经济增长。

第二，下一阶段央行的工作目标有所调整。有三方面值得关注：

一是央行托底经济的使命阶段性完成，删去“力争经济运行实现更好结果”、“巩固和拓展经济回稳向上态势”等表述。二是把预期管理放到更重要位置，央行引述了中央经济工作会议“社会心理预期、提振发展信心”的表述。三是强调助力扩大内需，实现“促消费、扩投资、带就业”。

第三，政策立场：总量求“稳”，结构求“精”。

总量上，央行以求“稳”为主，力度或有所缓和。信贷方面，央行对投放质量提出了更高要求，指向未来信贷政策将逐步由“量”向“质”转变。流动性方面，央行操作将向“正常化”回归。本次报告中“引导市场利率围绕政策利率波动”时隔四个季度出现，指向本轮“宽货币”已基本完成使命。

结构上，央行延续了“聚焦重点、合理适度、有进有退”的要求，并强调了“推动消费有力复苏，增强经济增长潜能”的政策重心。

第四，央行对通胀的关注有所下降。

央行删去了三季度《报告》中“高度重视”未来通胀升温，“特别是需求侧的变化”的表述，转而强调“有效需求不足”仍是近期主要矛盾，因此短期通胀压力“整体可控”，中长期也具备保持稳定的有利条件。

第五，房地产与内外平衡。

央行新增做好“新市民、青年人”住房金融服务，和稳步推进“金融市场制度型开放”的表述。

流动性观察

国内利率方面，上周五（2月24日）较一周前（2月17日）短端利率整体下行；1年期存单发行利率全面上行，其中国有行、股份行、城商行的变化幅度分别为上行8bp、8bp和1bp。

国内流动性方面，上周央行缩量续作逆回购，净投放-1720亿元。

债券发行方面，上周政府债净融资2748.4亿元；同业存单净融资-1760.1亿元；企业债券净融资1308.4亿元。

风险提示：防疫措施出现反复，中国出现疫后通胀，经济复苏不及预期。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

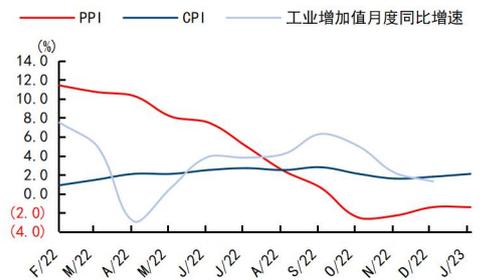
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-国内经济复苏强劲，国信宏观扩散指数突破历史范围上边界》——2023-02-27
- 《货币政策与流动性观察-流动性边际趋稳》——2023-02-21
- 《宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数标准化后逼近历史同期范围上边界》——2023-02-21
- 《货币政策与流动性观察-企业信贷支撑社融高增》——2023-02-13
- 《宏观经济宏观周报-短期国内通胀无虞，下半年需要关注通胀升温风险》——2023-02-13

内容目录

周观点：总量政策向“正常化”回归	4
一周回顾：流动性小幅收紧	7
流动性观察	9
外部环境：日本将保持货币宽松	9
国内利率：短端利率整体下行	10
国内流动性：央行逆回购缩量续作	12
债券融资：政府债券融资增加	14
汇率：人民币美元走势分化	15

图表目录

图 1: 近期超短端利率中枢快速上行	4
图 2: 近期存单利率持续上行	4
图 3: 四季度末超储率明显上升	5
图 4: 企业贷款利率处于历史低位	5
图 5: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	7
图 6: 价格指数	7
图 7: 数量指数	7
图 8: 美联储关键短端利率	9
图 9: 欧央行关键短端利率	9
图 10: 日央行关键短端利率	9
图 11: 主要央行资产负债表相对变化	9
图 12: 央行关键利率	10
图 13: LPR 利率	10
图 14: 短端市场利率与政策锚	11
图 15: 中期利率与政策锚	11
图 16: 短端流动性分层观察	11
图 17: 中长端流动性分层观察	11
图 18: SHIBOR 报价利率	11
图 19: 中美利差	11
图 20: “三档两优”准备金体系	12
图 21: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	12
图 22: 7 天逆回购到期与投放	12
图 23: 14 天逆回购到期与投放	12
图 24: MLF 投放跟踪	13
图 25: MLF 投放季节性	13
图 26: 银行间回购成交量	13
图 27: 上交所回购成交量	13
图 28: 银行间回购余额	13
图 29: 交易所回购余额	13
图 30: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	14
图 31: 政府债券与同业存单净融资	14
图 32: 企业债券净融资与结构	14
图 33: 主要货币指数走势	15
图 34: 人民币汇率	15

周观点：总量政策向“正常化”回归

2月24日，央行发布《2022年第四季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。《报告》总体延续了中央经济工作会议、四季度货币政策委员会例会的相关表述，但对年内经济增长和通胀风险的判断趋于乐观，并发出了明确的阶段性“宽货币”操作即将退出的信号。具体来看：

第一，央行对国内外经济形势的判断有所改善。

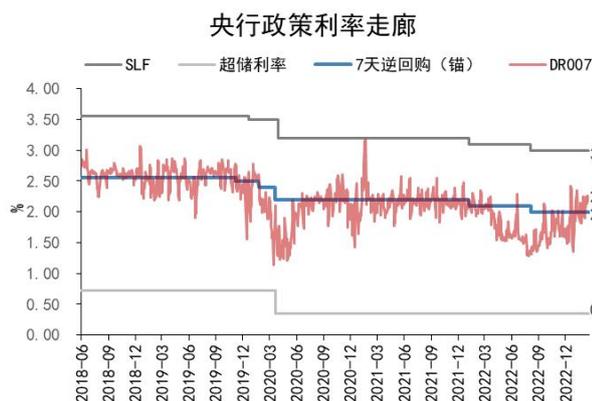
国际方面，央行保留了外部环境“严峻复杂”的判断，但将“更趋”替换为“依然”，指向海外经济边际趋稳。央行的核心关注主要包括三个方面：一是通胀。尽管全球通胀近期有所回落，但仍处于“历史高位”，且根据历史经验，回落的过程将持续1年以上，并可能出现波折和反复。二是经济动能。央行延续了全球经济复苏动能减弱的判断，并特别提示仍需关注“加息潮”等紧缩政策的累积效应。三是金融风险。在“流动性收紧”、“避险资金回流美国”和“强势美元”三大效应叠加之下，部分金融风险可能加速暴露。

国内方面，央行的判断较三季度更加乐观。一方面，央行维持了国内经济恢复发展的基础“尚不牢固”的表述，且海外经济走弱对我国“影响加深”。另一方面，央行认为今年我国经济运行有望“整体回升”，经济循环“更为顺畅”。主要的支撑因素来自三个方面：一是经济主体的信心和预期有望提振；二是疫情防控优化帮助生产生活秩序加快恢复；三是稳经济政策将继续深入落实，形成实物量并拉动经济增长。

第二，下一阶段央行的工作目标有所调整。

有三方面值得关注：一是随着疫情防控优化，央行托底经济的使命阶段性完成，删去“力争经济运行实现更好结果”、“巩固和拓展经济回稳向上态势”等表述。二是把预期管理放到更重要位置，央行引述了中央经济工作会议“社会心理预期、提振发展信心”的表述。三是强调助力扩大内需，通过对实体经济的支持，实现“促消费、扩投资、带就业”的综合效应。

图1：近期超短端利率中枢快速上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：近期存单利率持续上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

第三，政策立场：总量求“稳”，结构求“精”。

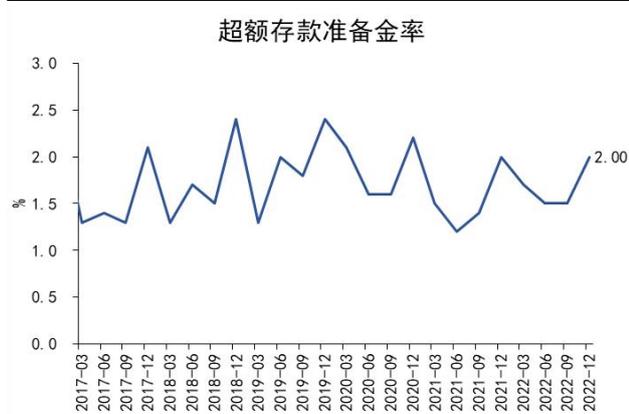
在前述两点判断下，央行将“加大稳健货币政策实施力度”的总基调改为“稳健

的货币政策要精准有力”，并继续强调三个兼顾：“短期和长期”、“经济增长和物价稳定”、“内部均衡和外部均衡”。

总量上，央行以求“稳”为主，力度或有所缓和。信贷方面，央行删去引导银行“扩大”中长期贷款投放等表述，转而要求对实体经济的支持要“稳固”和“可持续”，并多次强调要求信贷的增长要“有效”，对投放质量提出了更高要求，指向未来信贷政策将逐步由“量”向“质”转变。

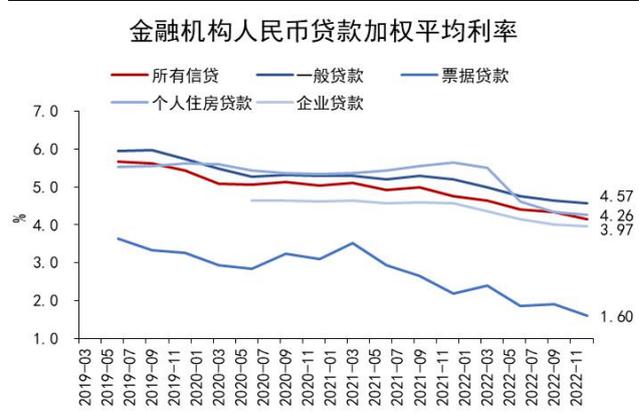
流动性方面，央行操作将向“正常化”回归。在三季度《报告》中，央行认为“货币市场利率中枢下行，为稳定宏观经济大盘、保持经济运行在合理区间提供了适宜的流动性环境”，并强调仍将为做好年末经济工作提供“适宜的流动性环境”。但本次报告中“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述时隔四个季度再次出现，指向本轮“宽货币”已基本完成使命。

图3: 四季度末超储率明显上升



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 企业贷款利率处于历史低位



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

未来总量政策将以“稳”为主，继续为经济复苏提供平稳合理支持，但不会成为政策加力的重要方向。我们维持4-5月可能降准25bp，但降息（政策利率）作为对冲经济超预期波动的保留手段，上半年使用必要性不高的判断。

结构上，央行延续了“聚焦重点、合理适度、有进有退”的要求，并强调了“推动消费有力复苏，增强经济增长潜能”的政策重心。今年新增的结构性货币政策工具包括“普惠小微贷款减息支持工具”、“收费公路贷款支持工具”和“保交楼贷款支持计划”，延续实施了“碳减排支持工具”、“支持煤炭清洁高效利用专项再贷款”和“交通物流专项再贷款”。

此外，央行表示将延续使用政策性开发性金融工具，撬动有效投资。

第四，央行对通胀的关注有所下降。

通胀方面，央行认为当前通胀水平总体温和，但仍需“警惕未来通胀反弹压力”。主要的边际变化在于，央行删去了三季度《报告》中“高度重视”未来通胀升温，“特别是需求侧的变化”的表述，转而强调“有效需求不足”仍是近期主要矛盾，因此短期通胀压力“整体可控”，中长期也具备保持稳定的有利条件。

央行在“专栏4”中专门讨论了今年消费修复有望提速。央行指出，过去三年我国消费动能放缓主要受三点因素影响：一是消费场景受限导致的“不便消费”；二是居民收入受限导致的“不愿消费”；三是不确定性上升导致的“不敢消费”。央行认为年内这三大制约因素都将得到缓解，帮助居民消费“稳步恢复”。

综合来看,我们认为央行主要的关注点是CPI随经济复苏在中期产生的上涨压力,并不对近期的货币政策构成过多约束。

第五, 房地产与内外平衡。

《报告》中房地产融资政策大体延续了四季度货币政策例会的表述。供给侧方面,央行强调满足合理融资需求、推动重组并购、改善优质头部房企资产负债情况。需求侧方面,央行新增做好“新市民、青年人”住房金融服务的要求。

内外平衡方面,央行延续了“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的目标,新增了稳步推进“金融市场制度型开放”的表述。

一周回顾：流动性小幅收紧

海外流动性方面，上周（2月20日-2月24日）全球重要央行的货币政策无重大变化。日央行行长黑田东彦表示，将继续保持宽松的货币政策，同时维持国内通胀稳定。前瞻地看，超预期的非农和通胀数据为美国进一步加息提供了基础，市场预期美联储在3月加息50bp的概率有所上升，但联邦资金利率期货显示加息25bp的可能性仍超过8成；欧央行方面，行长拉加德称3月或再度加息50bp。

图5：狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



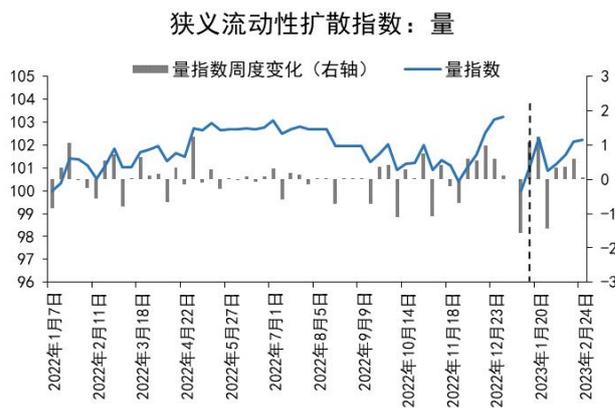
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：数量指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内流动性方面，上周（2月20日-2月24日）狭义流动性小幅收紧。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（2月13日-2月17日）下降0.13至99.79，其中价格指标贡献-116.5%，数量指标贡献16.5%。价格指数下降（紧缩）主要受上周全周R、DR和同业存单加权利率总体环比上行拖累，而隔夜回购利率总体回落形成支撑。尽管央行上周逆回购总体缩量续作，但比较以往央行投放特征，上周央行逆回购净投放规模仍对数量指数上升（宽松）形成支撑。

债券发行方面，上周政府债净融资 2748.4 亿元，本周计划发行 1431.1 亿元，净融资额预计为-2498.8 亿元；同业存单净融资-1760.1 亿元，本周计划发行 1193.8 亿元，净融资额预计为-5983.6 亿元；企业债券净融资 1308.4 亿元，其中城投债融资贡献约 75.1%，本周计划发行 756.5 亿元，净融资额预计为-2334.3 亿元。

上周五（2 月 24 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（2 月 17 日）下行 0.12 至 100.24，同期美元指数上行 0.31 至 103.88。2 月 17 日，美元兑人民币在岸汇率较 2 月 10 日的 6.80 上行约 819 基点至 6.88，离岸汇率从 6.81 上行约 783 基点至 6.88。

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_52777

