

政策的预期差

核心观点：

货币政策不如预期宽松。DR007 从去年年末开始就时不时地较大幅度高于 7 天逆回购利率，而国有银行的一年期同业存单利率自 2 月下旬开始位于 2.7% 以上。央行在去年 12 月已开始警惕通胀，如今这种担忧更加明显。政策的力度从全面走向结构性。

未来还会有降准降息政策吗？从 3 月 3 日的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会来看，降息难度提高。降准的窗口并未关闭，因为降准只是用来提供长期流动性。

当然市场已经开始对资金利率走高有所反应。5 年期利率互换（FR007）已上升至 3% 附近，接近 2021 年顶峰期以及 2019 年水平。

去年末的预期是积极财政政策加力提效，偏向靠前发力。但从具体执行角度看，今年 1-2 月，专项债发行净融资额并不高。1-2 月合并来看，今年净融资约 1.9 万亿，不及 2022 年的 2.99 万亿，也不及 2020 年的 2.19 万亿。整体力度平平。

风险提示 政策变化 经济复苏弱于预期

Bigger mind, Bigger future™
智慧创造未来

南华期货研究院

戴朝盛

daichaosheng@nawaa.com

投资咨询资格证号

Z0014822

目录

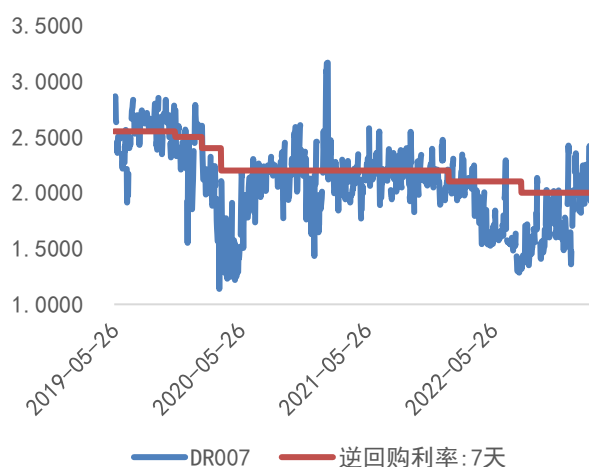
第 1 章	政策的预期差	3
1.1.	货币政策不如预期的宽松	3
1.2.	财政政策开年力度不及 2022 年	6
免责声明		8

第1章 政策的预期差

1.1. 货币政策不如预期的宽松

去年年底的时候，大家普遍对于货币政策的预期是稳中偏松，但运行到现在，其实我们应该可以感觉到货币政策并没有预期中的那么松，反而是有点紧。DR007 从去年年末开始就时不时地较大幅度高于 7 天逆回购利率，而国有银行的一年期同业存单利率自 2 月下旬开始位于 2.7% 以上。近两周，央行表现得更加明显，持续缩量投放，大量净回笼资金。

图 1.1.1: DR007 位于政策利率之上 (%)



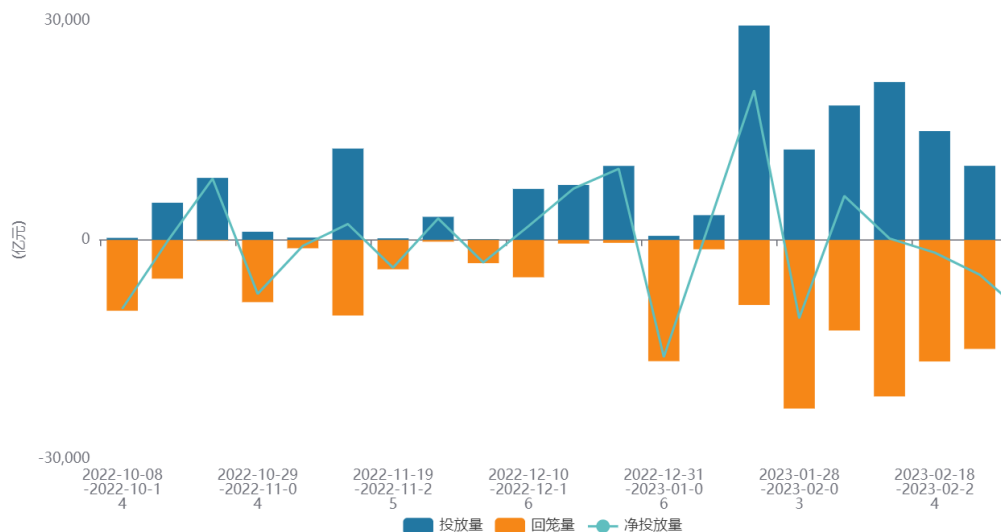
数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.2: 存单利率也已靠近 MLF 利率 (%)



数据来源: Wind 南华研究

图 1.1.3: 近两周央行一直处于资金净回笼状态



资料来源: Wind 南华研究

态度方面，我们可以时刻感受到央行对于通胀的担忧。其实 2022 年三季度货币政策执行报告时，央行就已经表现出了明显的警惕性，但那个时候对于市场来说，通胀真的为时过早。四季度货币政策执行报告中这种警惕性再次抬升，譬如去年 12 月发布三季度货币政策执行报告时，央行对于通胀原因的担忧主要集中于外部，其次才是境内货币因素，最后则是结构性压力。现在央行对于通胀原因的担忧则集中在内部，譬如消费动能的升温，经济活力的释放，最后才是外部输入性压力。这也导致央行对于通胀的监测从“警惕”变为“持续关注”。

在货币政策执行报告中，我们还可以看到央行的力度从全面走向结构性，三季度的总体描述是“加大……实施力度”，而四季度强调“精准有力”。此外，用词偏向模糊化，譬如三季度时怎样支持经济，明确写道“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”，而现在则是“着力支持扩大内需”、“保持信贷总量有效增长”。

表 1.1.1：三、四季度央行货币政策执行报告比较（货币政策和通胀方面）

	2022 年四季度货币政策执行报告	2022 年三季度货币政策执行报告
货币 政策	稳健的货币政策要 精准有力 。要搞好跨周期调节，既 着力支持扩大内需 ，为实体经济提供更有力的支持，又兼顾短期和长期、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”，稳固对实体经济的可持续支持力度。保持流动性合理充裕， 保持信贷总量有效增长 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配， 助力实现促消费、扩投资、带就业的综合效应 。	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的、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。
通胀	预计通胀水平总体保持温和，也要警惕未来通胀反弹压力。 2022 年我国 CPI 同比上涨 2.0%，PPI 涨幅逐季下行，全年同比上涨 4.1%。过去五年、十年我国 CPI 的年均涨幅维持在 2% 左右，在内外挑战中实现了难能可贵的物价稳定局面。展望未来， 短期看通胀压力总体可控，当前我国经济还处于恢复发展过程中，有效需求不足仍是主要矛盾 ，产业链、供应链运转通畅，PPI 涨幅预计将总体维持低位。中长期看，物价水平具备保持基本稳定的有利条件，我国经济供需大体平衡，货币政策保持稳健，居民通胀预期平稳。同时， 对未来国内物价走势的不确	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

定性也需关注,疫情防控优化后消费动能可能逐步升温,2023 年春节假期国内旅游收入同比增长 30%,春运旅客人数同比增长超 5 成;经济活力进一步释放,企业加快复工满产,劳动力市场加速回暖可能对未来工资变化产生影响;各方面政策累积效果还在逐步显现;主要发达经济体通胀较为顽固,大宗商品价格仍存上涨压力,海外高通胀也可能通过生产、流通等环节向国内传导。**要加强监测研判,持续关注通胀反弹压力。**

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。**

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。

资料来源:央行 南华研究

那么未来还会有降准降息政策吗?从 3 月 3 日的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会来看,降息难度提高。易纲行长明确说“目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的,实际利率的水平也是比较合适的”,也就是说当前的状态他还是比较满意的,除非未来经济趋势超预期恶化,否则降息的空间相对有限。

那么降准呢?降准的窗口并未关闭。因为降准只是用来提供长期流动性,易纲行长认为它“综合考虑还是一种比较有效的方式”。

当然市场也已经开始对资金利率走高有所反应。目前 5 年期利率互换(FR007)已上升至 3%附近,接近 2021 年顶峰期以及 2019 年水平。

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_52927

