

疫情以来市场很长一段时间面临低利率，剩余流动性一度让“资产荒”的债市投资逻辑再度盛行。然而近期资金利率快速上行，理财赎回，债市大跌。之前“资产荒”推动的利率下行，近期悉数回吐。

三季度货币政策执行报告发布，市场将此解读为央行转鹰。债市大跌之后，市场对央行转鹰的恐惧加深。若货币政策转为收紧，这对未来的债市而言无疑是雪上加霜。

央行就此转为货币收紧，央行货币调控的锚是什么？

➤ **当下央行的确对未来通胀和增长态度有所转变。**

三季度货政执行报告最值得关注的表述有四处。

“有效需求的恢复势头日益明显”、“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”、“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”，“巩固经济回稳态势”。

针对前三处表达，市场解读为央行对未来可能的结构性通胀做出防御姿态。市场理解最后一处表达显现出央行对未来经济抱有乐观预期。

➤ **央行尚未对通胀和增长下方向性判断，央行只是调高对通胀和增长的关注。**

市场嗅到一丝不安，央行既担心通胀，又对经济乐观，未来或许面临货币政策大幅收紧。对此我们持有不同观点，当下无需对未来货币政策太过悲观。

三季度货政执行报告中，央行的确更加关注通胀和增长，这一点毋庸置疑。然而**关注通胀和增长，并不代表央行当下就明确看多通胀和经济。**

央行对未来通胀和增长的相关表述，反复强调“潜在可能”、“结构性通胀压力”、“巩固”经济回稳态势。我们理解央行对未来通胀走势和增长弹性目前仍持中性的观察态度，诚如央行表述“高度重视”。

过去一段时间货币取向较少考虑通胀压力和增长修复，毕竟今年三季度国内下游通缩、内需增长乏力。既然未来宏观基本面最大变数落在通胀和增长，那么货币政策调控需要重新对通胀和增长赋予重视。

换一种角度理解“高度重视”，即未来货币政策取向将会紧密跟踪通胀和增长。

➤ **央行转变的不是货币松紧态度，转变的是货币调控锚定变量**

人民银行法规定维系币值稳定是央行本职，经验显示央行做出货币取向选择时，将会综合考虑物价、汇率、金融稳定、增长、就业这五大变量。

三季度货政执行报告设立四个专栏，分别探讨银行存贷差、政策性金融工具、房贷利率、人民币汇率。今年宏观环境之复杂，超越以往，四个专栏显示货币政策调控一直在多维度变量中做出权衡取舍，既要兼顾内外均衡，也要金融实体平衡，还要财政货币协调。

“高度关注”通胀和增长，并非意味着央行当下就看多通胀和增长，而是未来一段时间货币调控中，通胀和增长成为重点考虑变量。

某种意义上我们可以将通胀和增长视为未来货币调控的“锚地变量”。未来货币到底是松是紧，需要观察地产和消费的实际数据表现。

➤ **地产和消费数据起来之前，更应关注财政对流动性节奏影响。**

当下基本面的积极信号已经非常明显，包括并不限于防疫优化、民营地产企业融资松绑。不论股市还是债市，对内需修复的政策信号已经给予充足反应。我们预计实际数据改善之前，货币政策不至于大幅收紧。

今年财政对货币流动性干扰甚于以往。10月以来货币流动性偏紧，尤其是大行相对缺资金，财政干扰不可忽视。

未来财政对流动性的节奏扰动依然存在，资金利率的高波动需要我们充分关注。

风险提示：疫情发展超预期；美国通胀失控风险；地缘政治风险超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.地产青铜时代(四):地产救助的底层政策逻辑-2022/11/17
- 2.宏观专题研究:债市大跌背后:流动性缘何收紧?-2022/11/17
- 3.宏观事件点评:本轮地产政策救助的未尽之路-2022/11/15
- 4.全球大类资产跟踪周报:国内外风险资产热度持续-2022/11/13
- 5.宏观事件点评:三个关键数据的拐点意义-2022/11/12

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅 -5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026