

货币政策与流动性观察

宽货币基调不变，但有必要回归正常化

核心观点

宽货币基调不变，但有必要回归正常化

总体而言我们认为三季度《货币政策执行报告》变化有限，整体延续了此前的工作思路，年内货币政策仍将维持合理宽松，DR007 在 1.90%附近波动。

第一，央行对国内外经济形势保持谨慎判断，但对我国经济的预期更加乐观。

国际方面，央行认为外部环境“更趋复杂严峻”且“经济下行风险加大”。对此，央行首提“高度警惕”经济下行在全球更广泛范围蔓延的风险，提示“积累的紧缩效应可能超出预期”。国内方面，央行的基调较二季度更加乐观。认为经济总体“恢复向好”，新增“有效需求的恢复势头日益明显”，但也指出“经济恢复发展的基础还不牢固”。

第二，下一阶段央行的工作目标更为积极。

主要有三大变化：一是将力争经济运行实现“最好结果”改为“更好结果”。二是将“巩固经济回升向好趋势”增加“拓展”后改为“巩固和拓展经济回升向好态势”。三是将“保持经济运行在合理区间”调整为“推动”经济实现“质的有效提升”和“量的合理增长”。

第三，偏积极的“稳增长”取向总体延续，“宽货币”方向没有改变。

在前述两点判断下，央行维持了“加大稳健货币政策实施力度”的总基调，但是删去“主动应对，提振信心”、“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”等表述。

值得注意的是，央行强调了仍将为做好年末经济工作提供“适宜的流动性环境”。此外，央行并未恢复“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”和“管好货币总闸门”等表述，指向市场对“宽货币”退出的担忧尚不成立。但随着经济企稳复苏，资金利率有必要逐步向正常化回归。

第四，央行对通胀关注度进一步提升。

通胀方面，央行认为当前物价总体稳定，但仍需“警惕未来通胀反弹压力”。

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，人民币汇率有在合理均衡水平上保持稳定的基础。

流动性观察

国内利率方面，上周（11月14-18日）期限利率分化，短端利率大幅回落，中长端利率大幅上行，其中国有行、股份行、城商行的上行幅度分别为 22bp、29bp 和 23bp。

国内流动性方面，为呵护市场流动性，上周（11月14-18日）央行重启千亿级别逆回购，净投放 3680 亿元。

债券发行方面，上周（11月14-18日）政府债净融资 312.6 亿元；同业存单净融资-1164.9 亿元；企业债券净融资-1341.3 亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

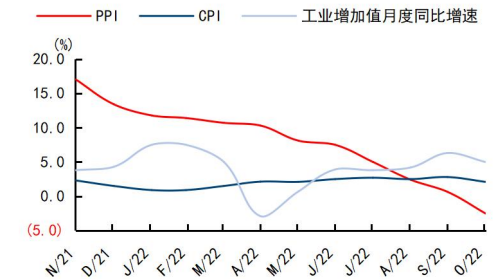
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	-0.45
出口当月同比	-0.30
M2	11.80

市场走势



内容目录

周观点：宽货币基调不变，但有必要回归正常化	4
流动性观察	7
外部环境：美联储 12 月加息速率可能放缓	7
国内利率：长短端利率走势分化	8
国内流动性：央行呵护市场流动性	10
债券融资：信用债总体收缩	12
汇率：美元指数小幅上行	13

图表目录

图 1: 近期超短端利率中枢快速上行	5
图 2: 近期存单利率快速上行	5
图 3: 三季度末超储率维持不变	5
图 4: 企业贷款利率处于历史低位	5
图 5: 美联储关键短端利率	7
图 6: 欧央行关键短端利率	7
图 7: 日央行关键短端利率	7
图 8: 主要央行资产负债表相对变化	7
图 9: 央行关键利率	8
图 10: LPR 利率	8
图 11: 短端市场利率与政策锚	9
图 12: 中期利率与政策锚	9
图 13: 短端流动性分层观察	9
图 14: 中长端流动性分层观察	9
图 15: SHIBOR 报价利率	9
图 16: 中美利差	9
图 17: “三档两优”准备金体系	10
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	10
图 19: 7 天逆回购到期与投放	10
图 20: 14 天逆回购到期与投放	10
图 21: MLF 投放跟踪	11
图 22: MLF 投放季节性	11
图 23: 银行间回购成交量	11
图 24: 上交所回购成交量	11
图 25: 银行间回购余额	12
图 26: 上交所回购余额	12
图 27: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	12
图 28: 政府债券与同业存单净融资	12
图 29: 企业债券净融资与结构	12
图 30: 主要货币指数走势	13
图 31: 人民币汇率	13

周观点：宽货币基调不变，但有必要回归正常化

11月16日，央行发布《2022年第三季度中国货币政策执行报告》（下文简称《报告》）。总体而言我们认为《报告》变化有限，整体延续了此前央行的工作思路，年内货币政策仍将维持合理宽松，DR007在1.90%附近波动。

第一，央行对国内外经济形势保持谨慎判断，但对我国经济的预期更加乐观。

国际方面，央行认为外部环境“更趋复杂严峻”且“经济下行风险加大”。全球高通胀下，主要发达经济体货币政策持续收紧，在“稳物价和稳增长之间艰难权衡”，叠加地缘政治、疫情和能源食品危机等因素影响，全球经济活动放缓、金融市场震荡。对此，央行首提“高度警惕”经济下行在全球更广泛范围蔓延的风险，提示“积累的紧缩效应可能超出预期”。通胀方面，央行判断“全球通胀浪潮短期内恐将延续”，但将二季度高通胀是全球经济“最主要挑战”的表述改为“挑战依然严峻”。

国内方面，央行的基调较二季度更加乐观。认为经济总体“恢复向好”，新增“有效需求的恢复势头日益明显”，但也指出“经济恢复发展的基础还不牢固”。央行强调，国内仍然面临居民预防性储蓄制约消费复苏、有效投资收益不足等约束。

第二，下一阶段央行的工作目标更为积极。

主要有三大变化：一是将力争经济运行实现“最好结果”改为“更好结果”。二是将“巩固经济回升向好趋势”增加“拓展”后改为“巩固和拓展经济回稳向上态势”。三是将“保持经济运行在合理区间”调整为“推动”经济实现“质的有效提升”和“量的合理增长”。

第三，偏积极的“稳增长”取向总体延续，“宽货币”方向没有改变。

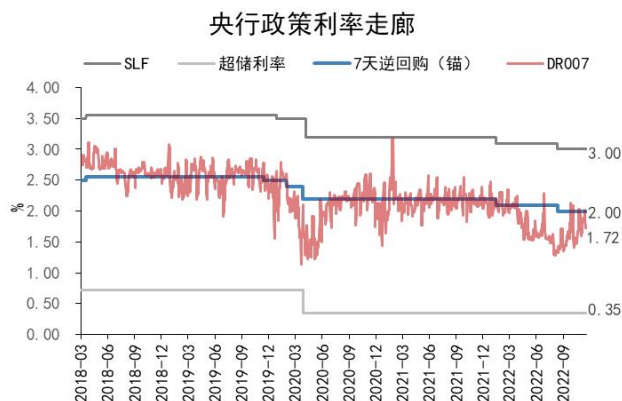
在前述两点判断下，央行维持了“加大稳健货币政策实施力度”的总基调，继续强调三个兼顾：“短期和长期”、“经济增长和物价稳定”、“内部均衡和外部均衡”。但是删去“主动应对，提振信心”、“发挥好货币政策工具的总量和结构双重功能”等表述。

总量上，央行基本延续了此前的表述，主要的边际变化在于将“降成本”的范围从企业进一步拓展至“个人消费信贷”。这与10月居民贷款疲弱有一定关系。

在回顾今年前三季度市场流动性时，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”，并在展望部分强调了仍将为做好年末经济工作提供“适宜的流动性环境”。此外，央行并未恢复今年2月（2021年四季度《报告》）以来删去的“引导市场利率围绕政策利率为中枢上下波动”和去年11月（2021年三季度《报告》）删去的“管好货币总闸门”等表述，指向当前市场对“宽货币”退出的担忧尚不成立。

需要提示的是，货币政策未来有必要向正常化回归。自今年5月以来，隔夜和7天等超短端资金利率中枢已长时间偏离政策利率锚。随着我国经济企稳复苏，资金利率已经向政策利率靠拢，未来将逐步回归正常化。

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: 近期存单利率快速上行



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

结构上, 央行延续了“聚焦重点、合理适度、有进有退”的要求。但删去“结构性货币政策积极做好‘加法’”的表述, 对小微企业的金融支持力度由“加大”调整为“保持”。

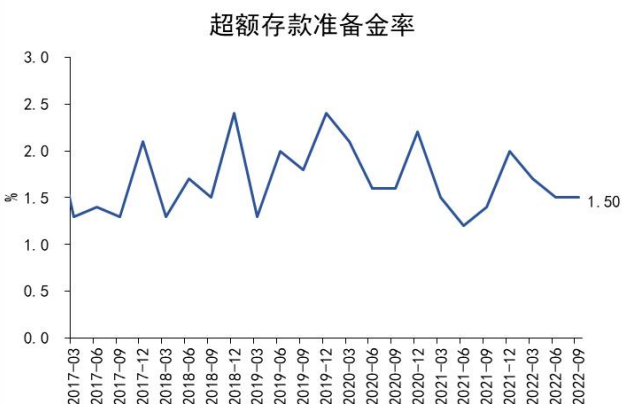
第四, 央行对通胀关注度进一步提升。

通胀方面, 央行认为当前物价总体稳定, 但仍需“警惕未来通胀反弹压力”。三季度CPI受猪肉蔬菜等食品价格较快上涨支撑, 以及出行住宿等服务价格拖累, 涨幅“总体较为温和”。PPI则受国际大宗商品价格震荡下行带动“持续回落”, 预计年内将“维持低位”。

此外, 央行延续了今年一季度以来《报告》中的两个“密切关注”(即“国内外通胀趋势变化”和“主要发达经济体经济走势和货币政策调整的溢出影响”), 但将国内通胀“升温的潜在可能性”由“密切关注”升级为“高度重视”, 表达了央行对国内通胀, 特别是“需求侧的变化”带来的通胀上行风险的关注。

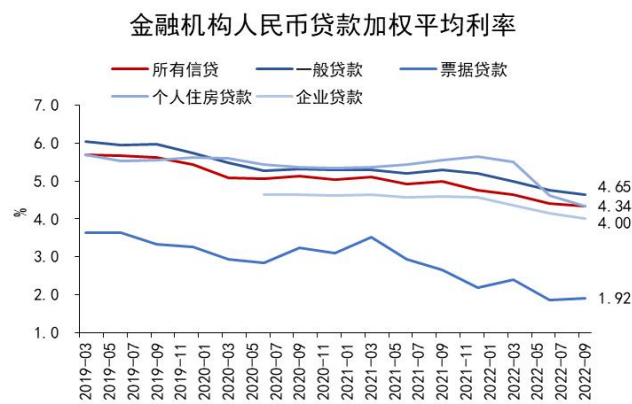
综合来看, 我们认为央行主要的关注点是CPI随经济复苏在中期产生的上涨压力, 并不对近期的货币政策构成过多约束。

图3: 三季度末超储率维持不变



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

第五，人民币汇率有在合理均衡水平上保持稳定的基础。

央行在“专栏四”中专门讨论了今年三季度人民币汇率的波动。强调未来人民币汇率维持稳定有基本面和政策面两大基础。

基本面方面，央行强调汇率最重要的支撑因素是国内经济“大盘稳定、稳中向好”。其次，我国国际收支基础坚实，外汇供求平衡。贸易渠道带来的经常项目顺差充分满足了我国企业和居民的外汇需求。三是我国可观的外汇储备规模是汇率稳定的基石。截至9月末我国外汇储备仍位于3万亿美元上方，可覆盖一年以上的进口付汇需求，我国短期外债相较外储也保持低位。

政策面方面，随着我国汇率市场化改革深化，宏观审慎管理完善，市场和政府“两只手”的作用充分发挥，央行“已退出常态化干预”。此外，人民币汇率形成机制已经受住多轮外部冲击考验，有效发挥了“缓冲垫”的作用。

流动性观察

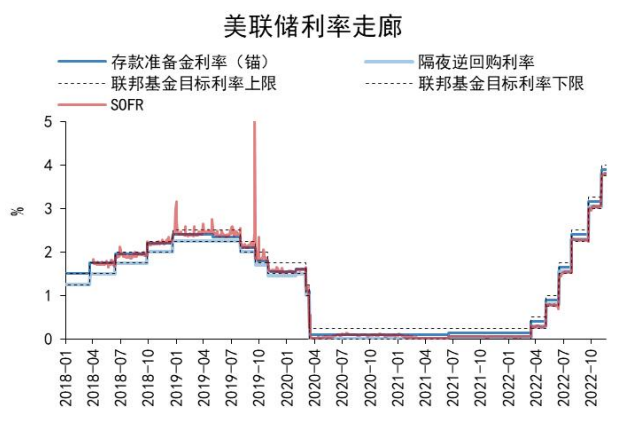
外部环境：美联储 12 月加息速率可能放缓

美联储

11 月 FOMC 加息 75bp 后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.90%和 3.80%。上周四（11 月 17 日）SOFR 利率较前一周（11 月 10 日）小幅上升 2bp 至 3.80%。

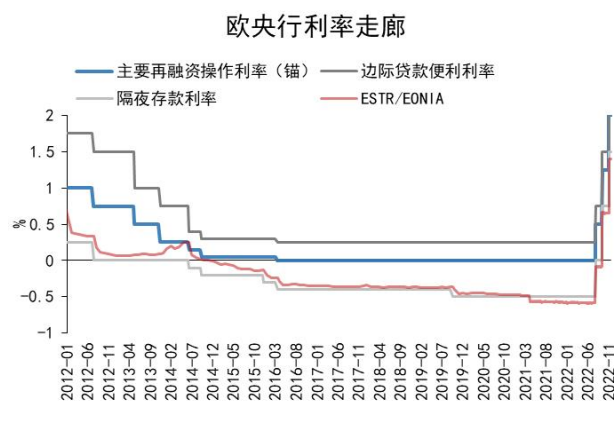
截至 11 月 14 日，美联储资产负债表规模为 8.63 万亿美元，较前一周（11 月 7 日）减少 532.7 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 96.2%。

图5: 美联储关键短端利率



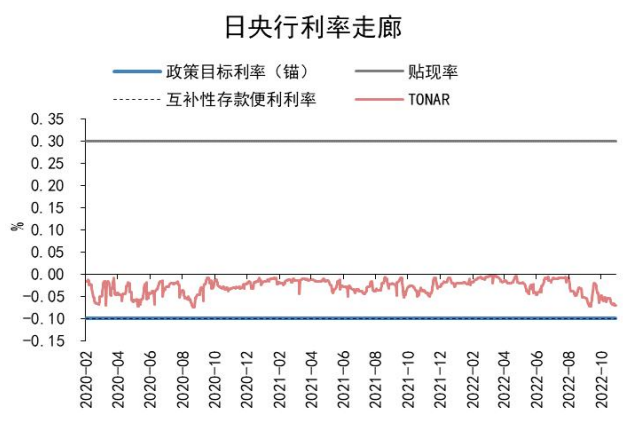
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 欧央行关键短端利率



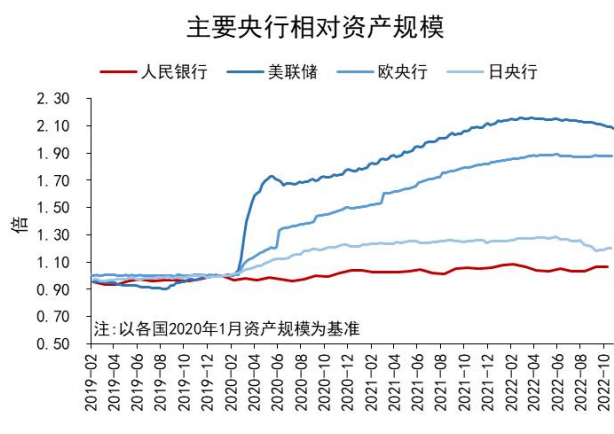
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

欧央行 11 月加息后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.00%、2.25%和 1.5%。欧元短期利率（ESTR）上周四（11 月 17 日）较前一周（11 月 10 日）保持不变，位于 1.40%。

日央行

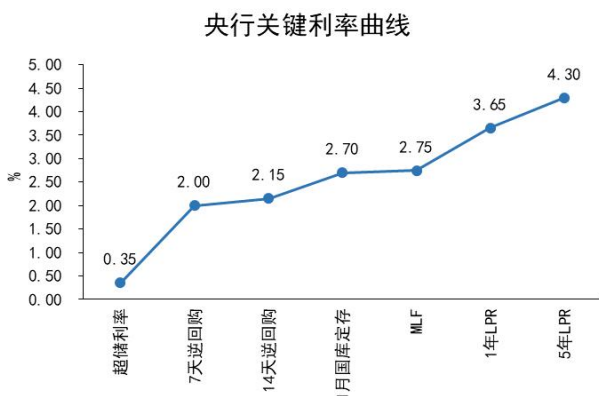
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0%附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（11 月 18 日）较前一周（11 月 11 日）保持不变，位于-0.07%。

国内利率：长短端利率走势分化

央行关键利率

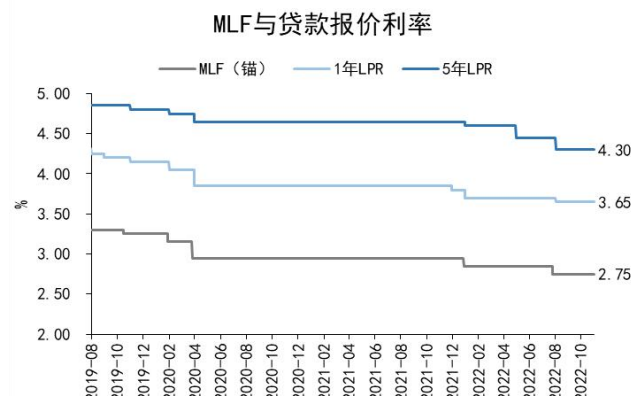
11 月 15 日，中期借贷便利利率（MLF）公布，1 年期利率无变化，维持在 2.75%。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR 利率



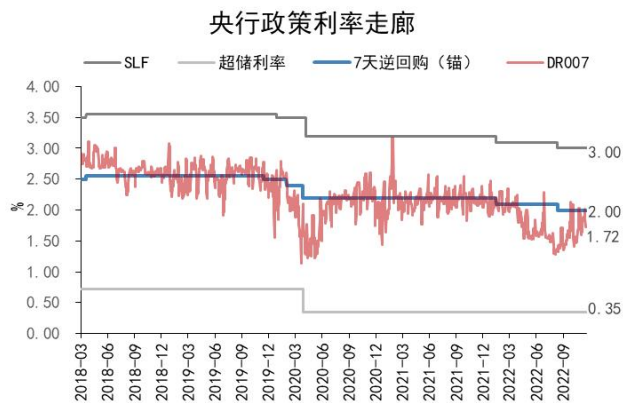
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，上周大幅回落。上周五（11 月 18 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（11 月 11 日）分别下降 34bp、38bp 和 34bp；而 R007、DR007、GC007 分别下降 3bp、10bp、3bp。

中长端利率方面，上周大幅上行。上周五（11 月 18 日）国有行、股份行、城商行发行利率较前一周（11 月 11 日）分别上升 22bp、29bp 和 23bp 至 2.45%、2.53% 和 2.69%。

图11: 短端市场利率与政策锚



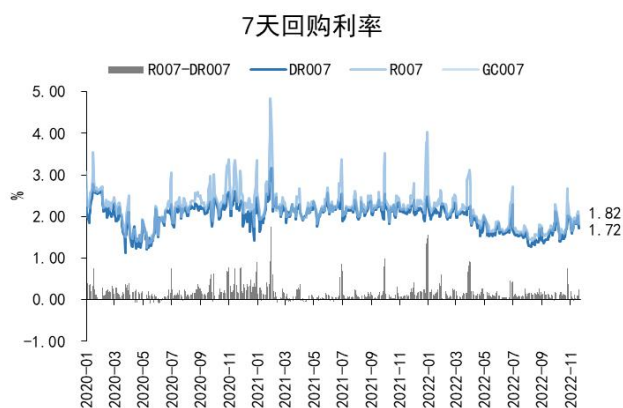
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

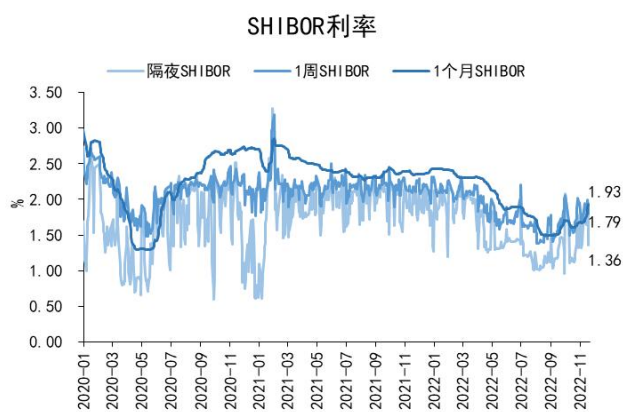
图14: 中长端流动性分层观察



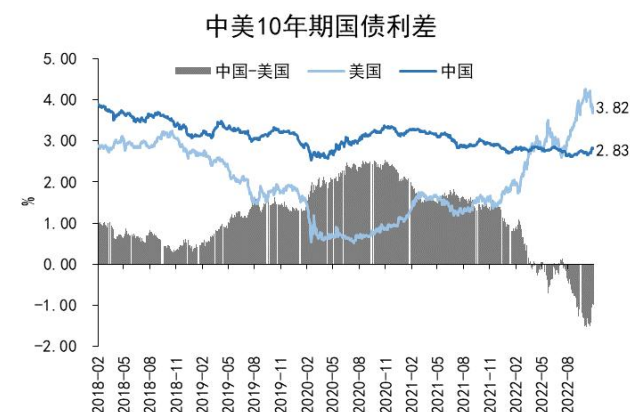
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率

图16: 中美利差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

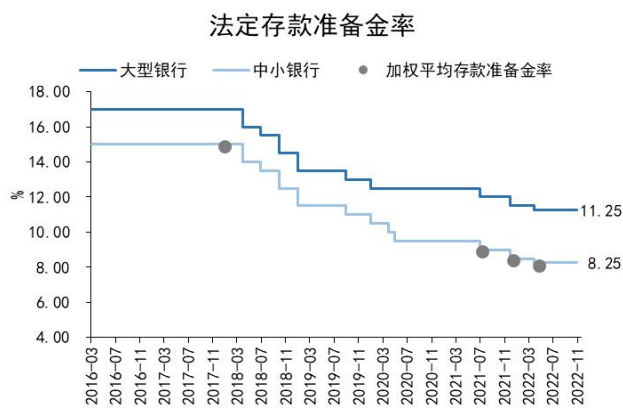
国内流动性：央行呵护市场流动性

上周（11月14-20日），央行净投放流动性资金3680亿元。其中：7天逆回购净投放3680亿元（到期330亿元，投放4010亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（11月21-27日），央行逆回购将到期4010亿元，其中7天逆回购到期4010亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（11月21日）央行7天逆回购投放30亿元，14天逆回购投放0亿元。

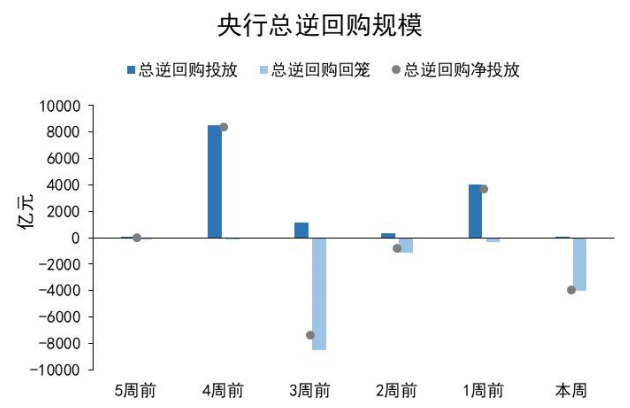
上周（11月14-18日），银行间市场质押回购平均日均成交5.19万亿，较此前一周（11月7-11日，5.05万亿）增加0.15万亿。隔夜回购占比为85.1%，较此前一周（84.7%）上升0.4pct。

图17：“三档两优”准备金体系



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）

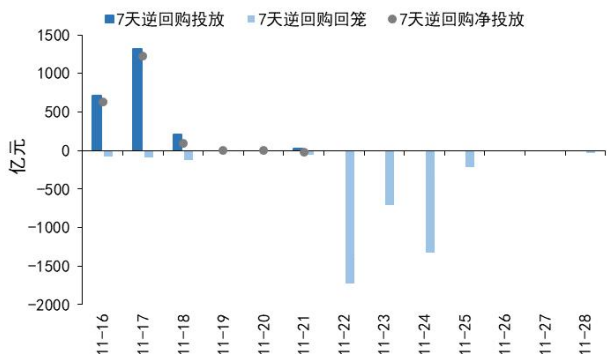


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：7天逆回购到期与投放

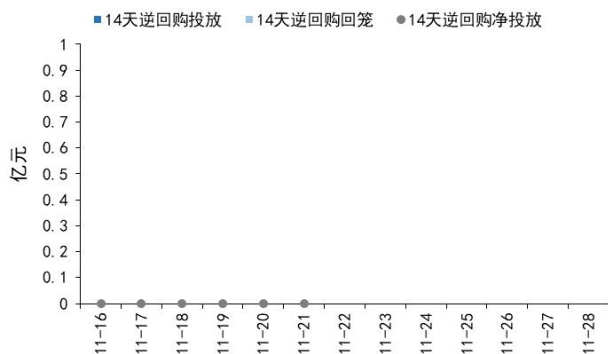
图20：14天逆回购到期与投放

央行7天逆回购规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

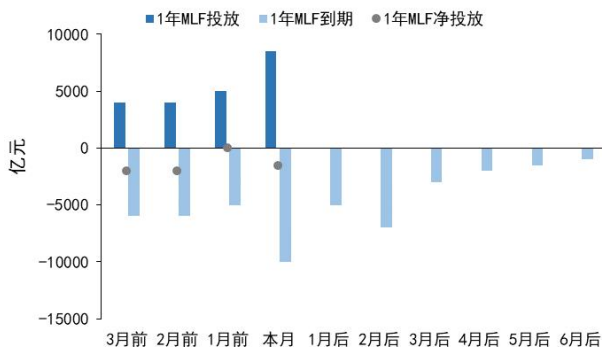
央行14天逆回购规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放跟踪

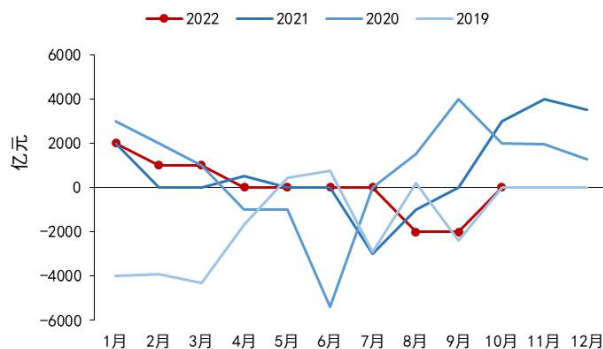
央行1年期MLF投放规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: MLF 投放季节性

央行1年期MLF净投放季节性



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 银行间回购成交量

银行间回购成交量

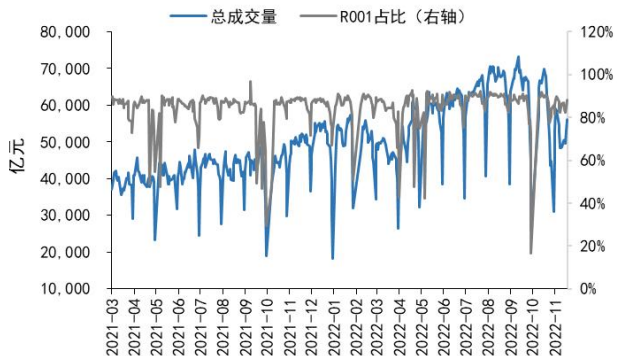
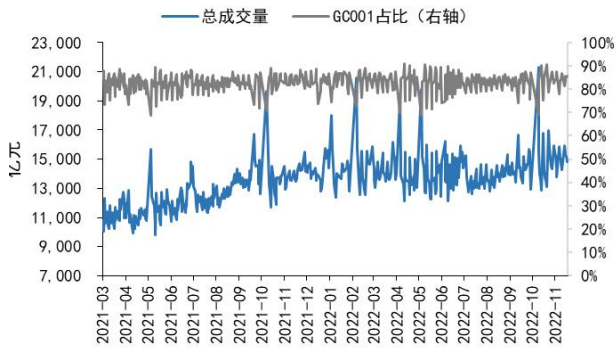


图24: 上交所回购成交量

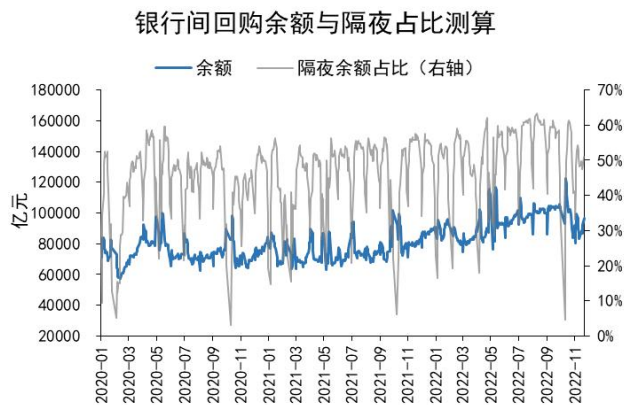
上交所回购成交量



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25: 银行间回购余额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26: 上交所回购余额



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

债券融资：信用债总体收缩

政府债上周（11月14-18日）共计发行2026.2亿元，净融资312.6亿元，较此前一周（11月7日-11月11日）的1400.4亿元大幅少增。本周计划发行1455.4亿元，净融资额预计为564.4亿元。

同业存单上周（11月14-18日）共计发行4663.5亿元，净融资-1164.9亿元，较此前一周（11月7日-11月11日）的-942.2亿元小幅多减。本周计划发行1525.3亿元，净融资额预计为-3017.1亿元。

企业债券上周（11月14-18日）共计发行1815.1亿元，净融资-1341.3亿元，较此前一周（11月7日-11月11日）的567.1亿元大幅下降。其中城投债融资贡献约15.9%。本周计划发行583.6亿元，净融资额预计为-2701.9亿元。

图27: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

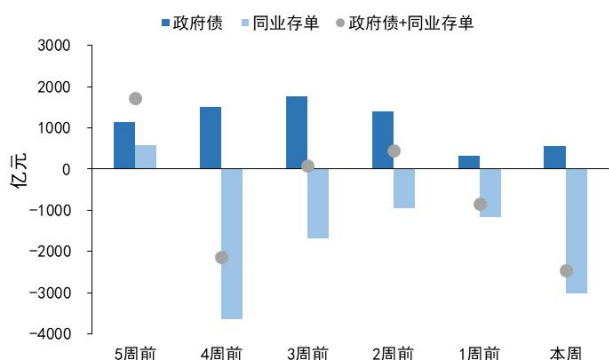
单位：亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	0.0	-431.5	149.0	94.1	16.4	-115.7	670.0	631.6	620.0	620.0	1455.4	564.4	2026.3	312.6
国债	0.0	-405.5	0.0	0.0	0.0	0.0	670.0	670.0	600.0	600.0	1270.0	864.5	1512.2	751.8
地方政府一般债	0.0	-1.4	64.3	36.3	10.3	-121.7	0.0	-10.6	0.0	0.0	74.6	-205.9	222.2	-216.8
地方政府专项债	0.0	-24.6	84.7	57.9	6.1	6.1	0.0	-27.8	20.0	20.0	110.8	-94.2	291.9	-222.4
同业存单	1525.3	1291.3	0.0	-1107.0	0.0	-664.7	0.0	-829.9	0.0	-1264.3	1525.3	-3017.1	4663.5	-1164.9
企业债	220.5	-515.6	286.6	-237.8	34.2	-370.3	42.3	-279.9	0.0	-728.4	583.6	-2701.9	1815.1	-1341.3
城投债	81.7	-128.9	45.4	-163.9	3.4	-91.1	0.0	-79.5	0.0	-198.8	130.5	-892.2	733.2	-213.7
产业债	138.8	-384.4	241.2	-103.9	30.8	-299.2	42.3	-230.5	0.0	-603.6	453.1	-1961.5	1091.9	-1210.9

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28: 政府债券与同业存单净融资

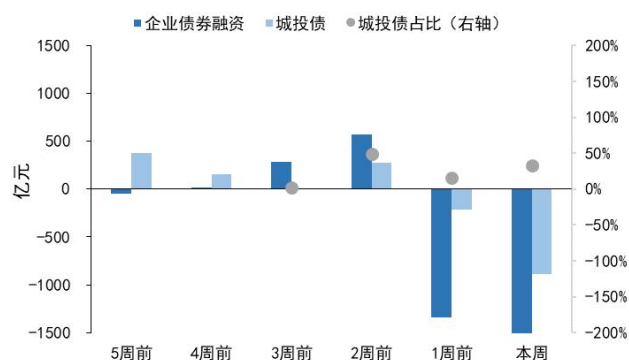
图29: 企业债券净融资与结构

政府债与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

企业债权融资与城投债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汇率：美元指数小幅上行

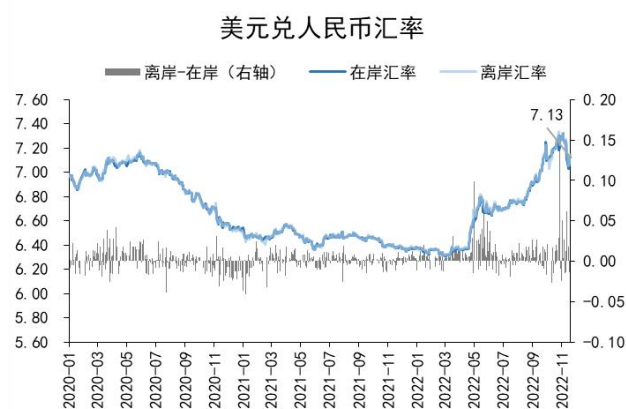
上周五(11月18日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(11月11日)上行0.22至98.12, 同期美元指数上行0.56至106.97。11月18日, 美元兑人民币在岸汇率较11月11日的7.11上行约169基点至7.13, 离岸汇率从7.17下降约230基点至7.15。

图30: 主要货币指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31: 人民币汇率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032