

11月16日，央行发布三季度货政执行报告，其中央行频繁提及忧虑未来“结构性通胀”，加剧市场对未来央行转鹰的担忧。恰逢地产和疫情改善预期升温，理财赎回，债市急跌。

然而央行“结构性通胀担忧”话音未落，隔夜利率就从原来接近2%的水平（11月16日）快速降至1%附近（11月22日），资金面宽松速度让市场颇感意外。正当市场惊讶于央行“回心转意”速度之快，11月23日，国常会宣布“适时适度运用降准等货币政策工具”，货币宽松节奏再超预期。

现在有了一个新问题，如何判断货币政策取向，央行是否还沿用传统调控框架？

➤ **当下央行面临两个现实约束，灵活调整必要性提高，货币调控难度加大。**

太过陷入央行报告的具体措辞，反而会迷失。理解中国央行货币取向，需要首先认识到央行当前面临的现实约束。

一是疫情以来经济和金融市场变动太快，央行必须更高频调整应对变化。

央行必须根据现实情况做出灵活的相机调整。以近期局部疫情发展为例，11月中旬以来全国新增确诊人数上行较快，多地局部疫情扩散，几乎无法提前预判和布局，然而这确实很大程度影响经济，当然也就影响到央行货币政策取向。

二是疫情以来经济面临的压力及复杂度空前，多重政策需要协调共振，货币政策调控难度加大。

特定情境下央行货币政策调控难度加大，这是客观事实。但难度加大并不意味着央行作用削减，而是货币政策必须配合其他政策，才能够有效稳定增长，稳定金融。判断货币政策取向，除了观察央行自己心目中“潜在”的货币政策规则，还需从更高维度观察政策调控顶层设计，并理解货币调控在其中扮演的角色。

以今年二至三季度为例，财政资金投放大量从国库支出，银行间流动性极度充裕，此时央行必然选择公开市场操作和MLF，以期熨平财政带来的资金波动。

理解央行真正意图，一看现实经济数据，二盯其他维度政策。短期内经济仍承压，预计货币政策维持宽松，前期调整的债券市场或迎来交易机会。

➤ **从更深层次的金融经济结构理解央行，未来或将面临货币调控框架转型。**

值得注意，地产增速偏弱，出口伴随全球经贸周期下行，当下经济金融底层逻辑正在发生变化。位于流动性投放金字塔尖的央行，调控框架也因此面临转变。

2001以来中国央行调控空间大幅提高，根源在于出口和地产驱动银行扩表。

2001年中国加入WTO同时开启住房改革，商业银行扩表渠道就此打开。一则出口带来源源不断的外汇占款，二则土地信用撬动出源源不断的商业信贷。一时间经济迅速扩张，银行急速扩表。

这一时期商业银行的结构特征赋予央行两个货币调控锚——基础货币管理锚定外汇占款，降准降息操作锚定银行信贷扩表。

展望未来，长期看中国出口趋势下行，土地信用也将逐步降温。商业银行扩表的驱动力必将发生变化。以今年为例，居民部门缩表，政府部门取而代之，成为银行扩表的杠杆主力。

与之对应，央行调控锚也将发生变化。至少当下政府加杠杆现实之下，货币调控更受财政节奏扰动。

➤ **大财政取向资金利率或面临高波动，关注财政对流动性的影响。**

财政收支两端都将影响货币流动性。财政扩收时，从银行间虹吸流动性；财政支出时，向银行间投放流动性。一收一支，货币市场资金利率因此波动。

大财政意味着财政收支规模都将高于以往，天然加大资金利率波动。这或许是明年跟踪流动性必须关注的线索。

风险提示：地产政策不及预期；货币政策超预期；疫情扩散超预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

- 1.宏观经济及资产配置展望：2023年：宏观转向，资产换锚-2022/11/23
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内债市大幅调整-2022/11/20
- 3.宏观事件点评：央行的态度-2022/11/18
- 4.地产青铜时代（四）：地产救助的底层政策逻辑-2022/11/17
- 5.宏观专题研究：债市大跌背后：流动性缘何收紧？-2022/11/17

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