

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

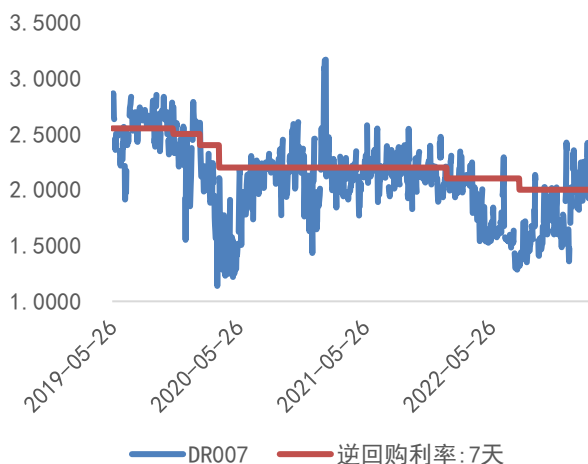
第 1 章	政策的预期差	3
1.1.	货币政策不如预期的宽松	3
1.2.	财政政策开年力度不及 2022 年	6
	免责声明	8

第1章 政策的预期差

1.1. 货币政策不如预期的宽松

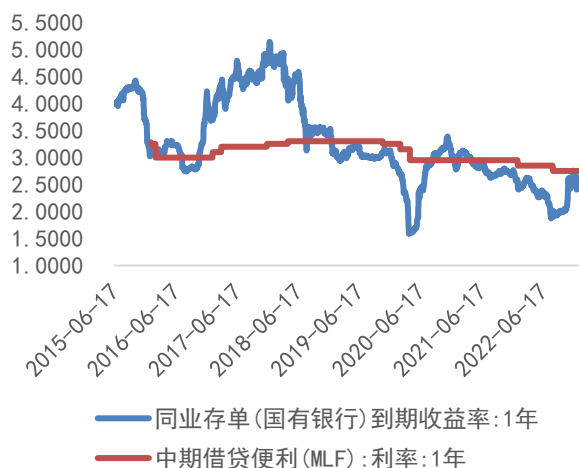
去年年底的时候，大家普遍对于货币政策的预期是稳中偏松，但运行到现在，其实我们应该可以感觉到货币政策并没有预期中的那么松，反而是有点紧。DR007 从去年年末开始就时不时地较大幅度高于 7 天逆回购利率，而国有银行的一年期同业存单利率自 2 月下旬开始位于 2.7% 以上。近两周，央行表现得更加明显，持续缩量投放，大量净回笼资金。

图 1.1.1: DR007 位于政策利率之上 (%)



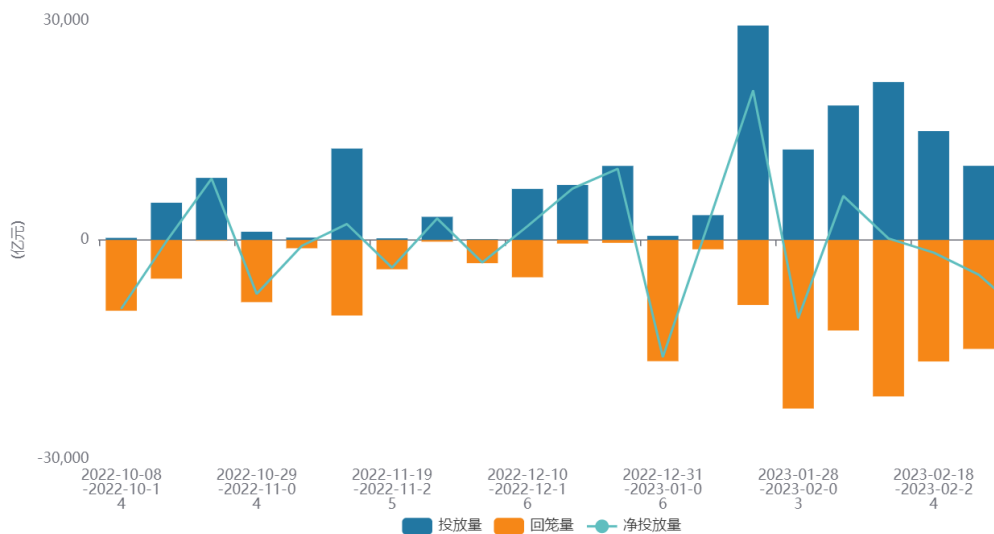
数据来源: Wind 南华研究

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。

图 1.1.4：利率互换市场预期利率将走高



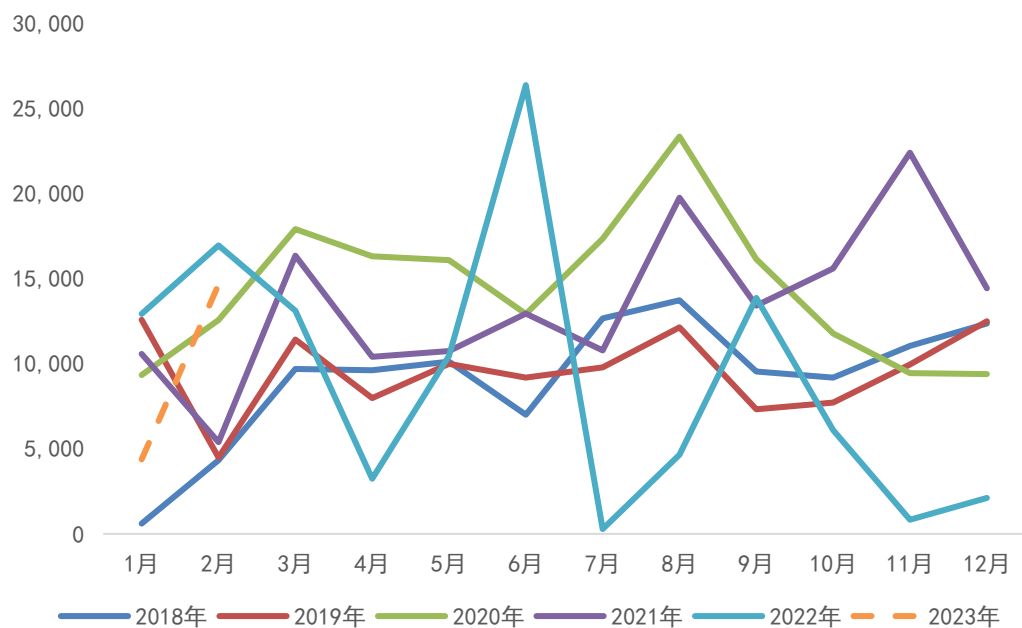
资料来源：Wind 南华研究

1.2. 财政政策开年力度不及 2022 年

去年末的预期是积极财政政策加力提效，偏向靠前发力。根据 31 省份预算报告，财政部提前下达的 2023 年新增专项债额度为 2.19 万亿元，远高于上一年（1.46 万亿元），占上一年新增专项债额度（3.65 万亿元）比重为 60%，这是全国人大授权提前下达占比的上限。

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。

图 1.2.1：1-2 月专项债净融资额不及 2022 年（亿元）



资料来源：Wind 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点