

近期央行货币政策与国债期货市场展望

申银万国期货研究所 唐广华

2021年2月26日

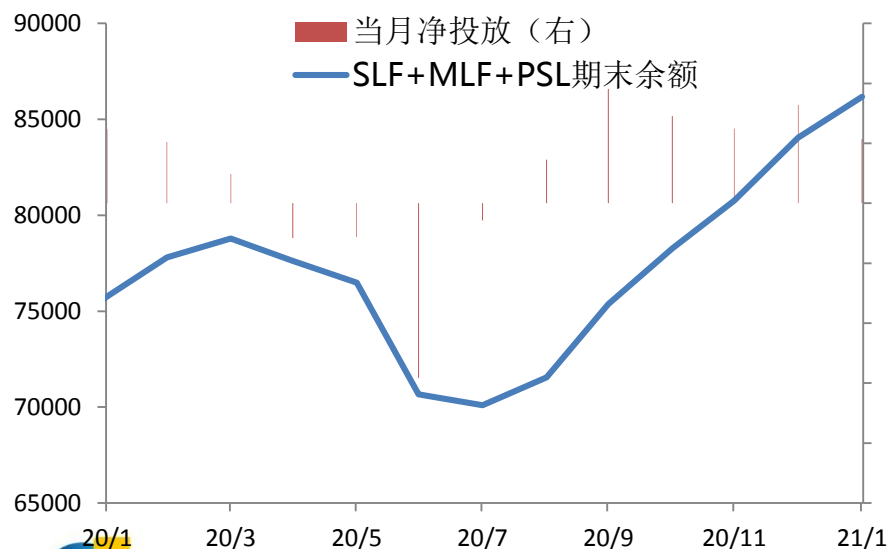
主要内容

- 一、近期央行货币政策分析
- 二、货币政策类型与传导机制
- 三、国债期货市场展望

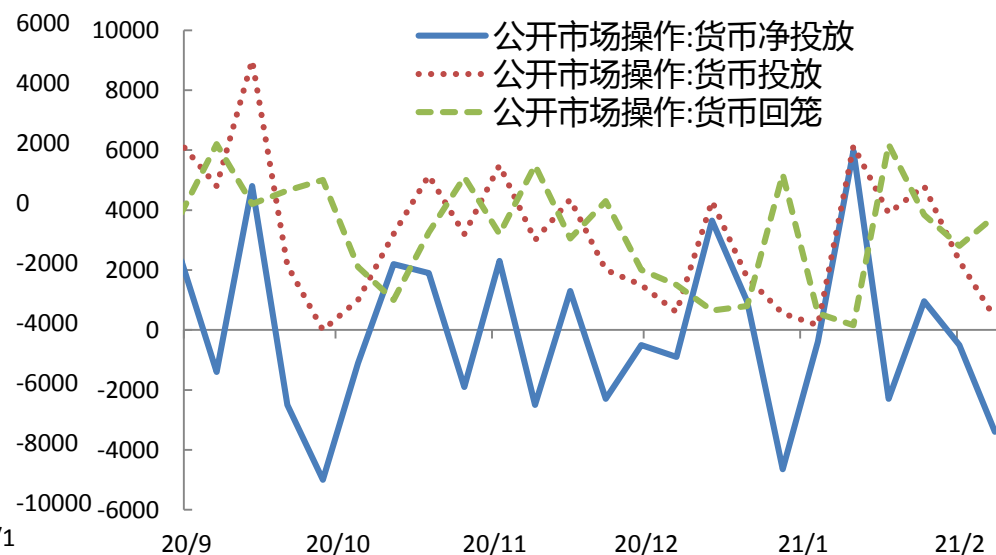
1.1 节后央行净回笼为主

- 11月份意外开展MLF，12月中旬开展9500亿元MLF，创有记录以来新高。
- 央行为维护年末流动性平稳，连续开展14天逆回购操作，呵护市场跨年资金面。除交易所回购利率外，其余货币市场利率均低于公开市场操作利率2.2%的水平，也低于前两个月的均值水平，市场资金面偏松。
- 节后随着现金逐步回笼，央行公开市场操作以净回笼为主，MLF和逆回购合计净回笼3600亿元，引发市场对货币政策转向的猜测。

SLF+MLF+PSL期末余额与当月净投放（亿元）



央行公开市场操作净投放（亿元）



1.2 货币政策官方表态

时间	来源	内容
2/1	五部委联合通知	人民银行、财政部、银保监会、证监会、外汇局联合出台了《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，内容包括五部分，共30条措施。 人民银行设立3000亿元专项再贷款，实施优惠贷款利率，加强对重要医用、生活物资重点企业的金融支持。
2/3	人民银行公告	为维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，2020年2月3日中国人民银行将 开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，并下调各操作期限中标利率10bp 。银行体系整体 流动性比去年同期多9000亿元 。
3/13	人民银行公告	3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。以上 定向降准共释放长期资金5500亿元 。 有效增加银行支持实体经济的稳定资金来源，每年还可直接降低相关银行付息成本约85亿元。
4/3	人民银行公告	定向下调存款准备金率1个百分点 ，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在 央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35% 。
5/22	政府工作报告	稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。 保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。
8/7	货币政策执行报告	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，实现稳增长和防风险长期均衡。
8/25	国务院政策例行吹风会	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，完善跨周期设计和调节。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，支持经济向潜在增速回归。
10/21	央行行长发言	稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向。货币政策要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。
11/26	货币政策执行报告	科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。
12/18	中央经济工作会议	宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。

资料来源：新华网，人民银行

1.3 货币政策执行报告对比

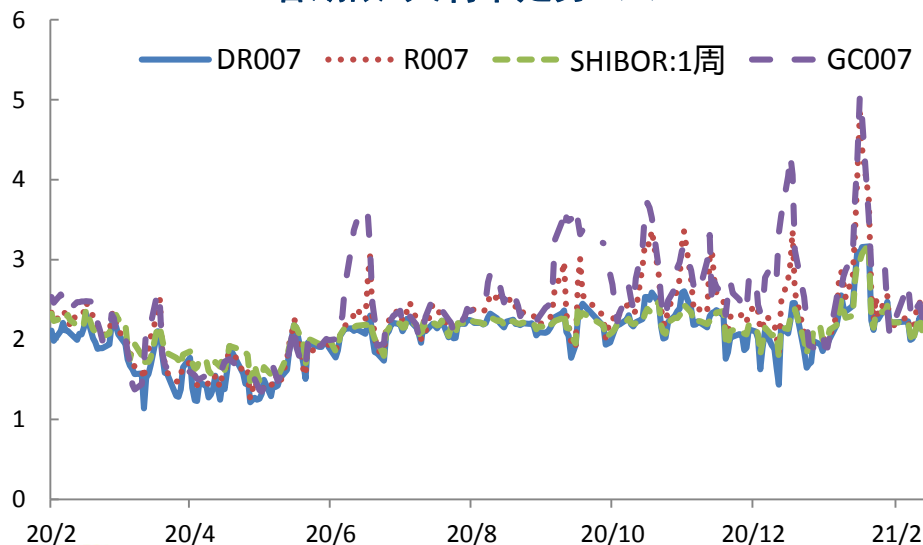
分类	三季度季度执行报告	四季度执行报告
世界经济	世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，外部不确定不稳定因素增多。	国际经济金融形势仍然复杂严峻，境内外疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，国内经济恢复基础尚不牢固。
国内经济	我国经济正在由高速增长转向高质量发展，结构性、体制性、周期性问题相互交织。经济增长保持了韧性，但下行压力仍然较大。企业投资增长仍显乏力。	国内经济向常态回归，内生动能逐步增强，宏观形势总体向好。要深刻认识和辩证看待，增强忧患意识，坚定必胜信心，集中精力办好自己的事，努力实现高质量发展。
国内物价	物价形势总体可控，通胀预期基本平稳，对未来变化需持续观察。	物价涨幅总体运行在合理区间，不存在长期通胀或通缩的基础。未来一段时间国内外疫情演进及防控措施对供求两端的冲击还有不确定性，仍需对短期物价走势保持密切关注。
下阶段货币政策思路	科学稳健把握逆周期调节力度，稳健的货币政策要灵活适度，守正创新、勇于担当，妥善应对经济短期下行压力，同时坚决不搞“大水漫灌”，确保经济运行在合理区间。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。

资料来源：中国人民银行，申万期货研究所

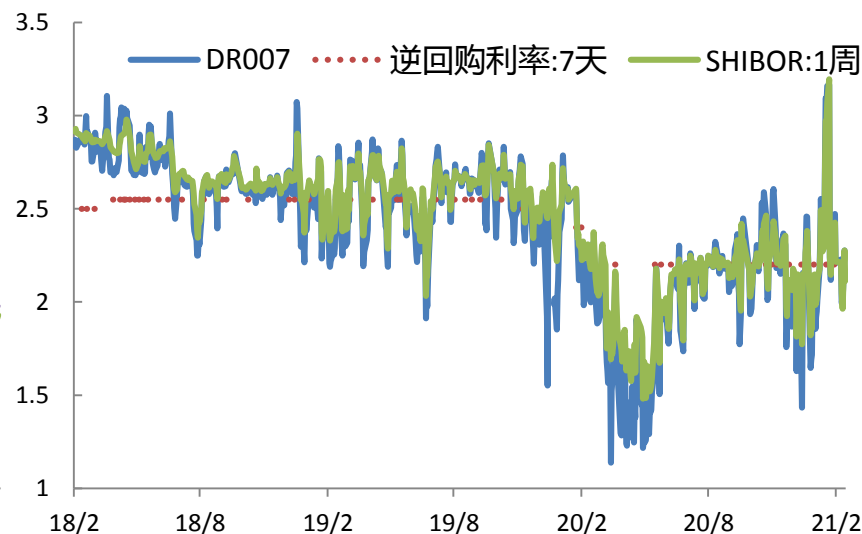
1.4 关注政策利率

- 央行转发金融时报文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。
- 节后货币市场利率基本保持平稳，DR007等基准利率维持在2.2%附近，预计市场利率还是围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率波动为主。

各期限7天利率走势（%）

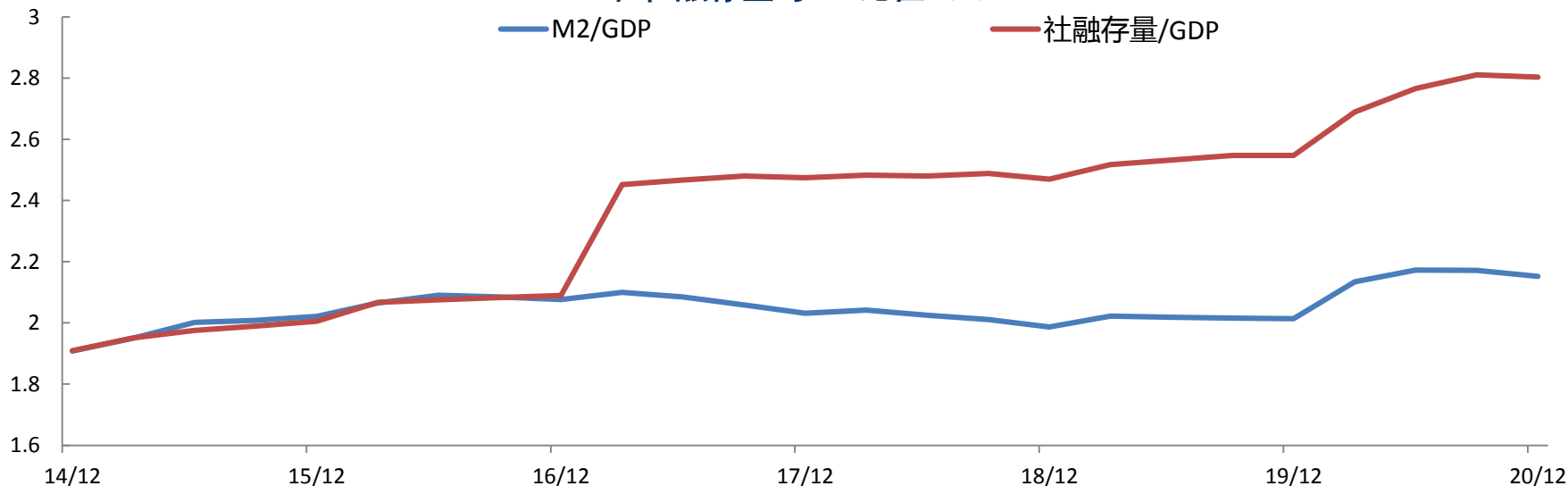


DR007、SHIBOR和逆回购7天利率走势（%）



1.5 货币政策不急转弯，杠杆率保持稳定

M2和社融存量与GDP比值（%）



资料来源：Wind，申万期货研究所

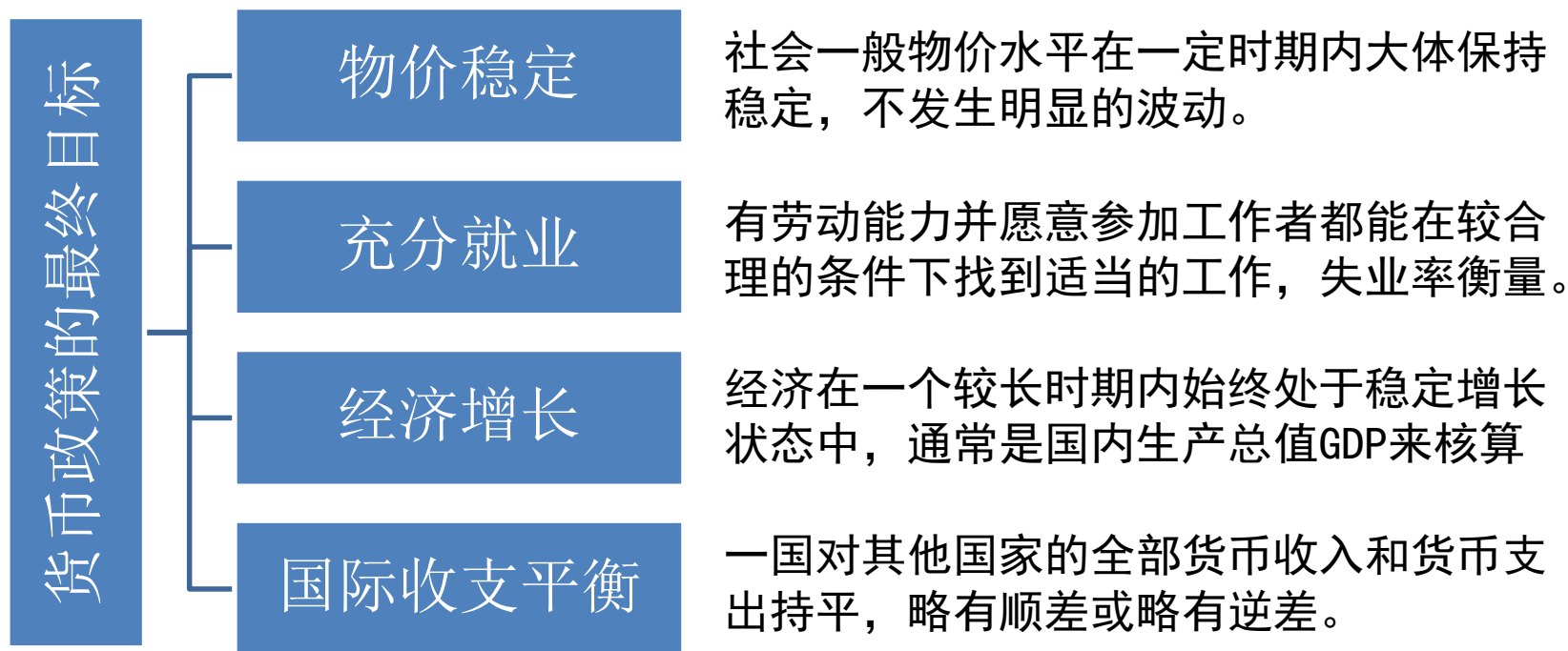
- 中央经济工作会议指出要继续实施稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。
- 在不急转弯的背景下，预计短期货币政策利率上调的概率较低。在保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速的要求下，预计M2和社融增速将有所回落。

主要内容

- 一、近期央行货币政策分析
- 二、货币政策类型与传导机制
- 三、国债期货市场展望

2.1 货币政策介绍与最终目标

- 货币政策是指中央银行为实现既定的经济目标运用各种工具调节货币供给和利率，进而影响宏观经济的方针和措施的总和。
- 《中国人民银行法》第三条“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”



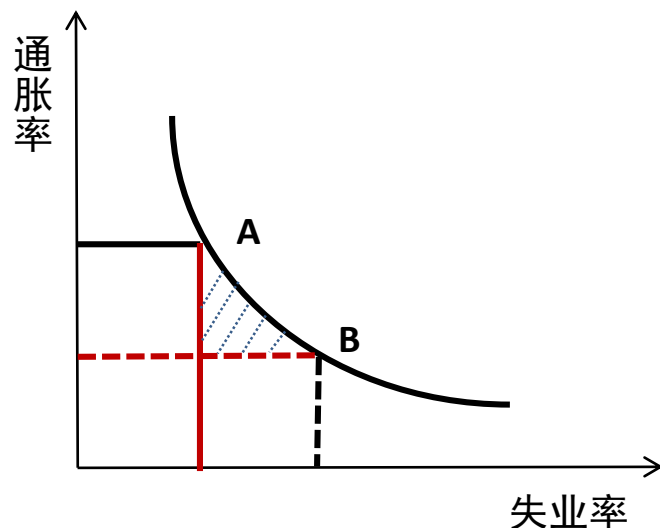
2.1 货币政策最终目标之间的相互关系

■ 货币政策目标之间的统一关系：

- 经济增长是其他目标的物质基础
- 物价稳定是经济增长的前提
- 充分就业与经济增长相互促进
- 国际收支平衡有助于其他目标的实现

■ 各目标之间也存在一定的矛盾关系：比较突出的有充分就业和物价稳定之间的矛盾与冲突。

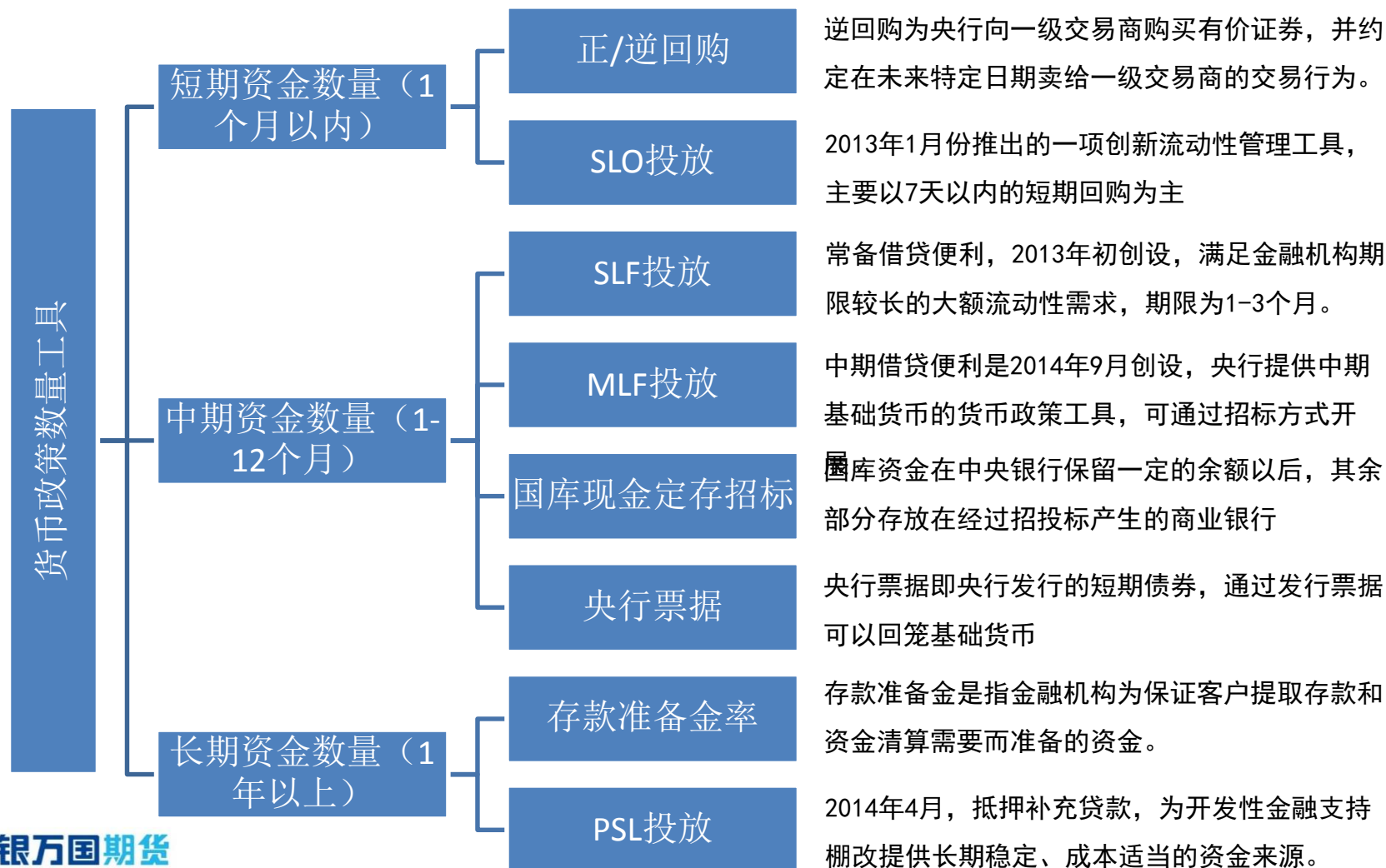
- 英国经济学家菲利普斯，研究了1861—1975年英国的失业率和工资物价变动之间的关系，发现二者存在着显著的反向关系。
- 1960年萨缪尔森与索洛在《反通货膨胀政策的分析》一文中用通货膨胀率替换了货币工资增长率，并把这条曲线定义为菲利普斯曲线。



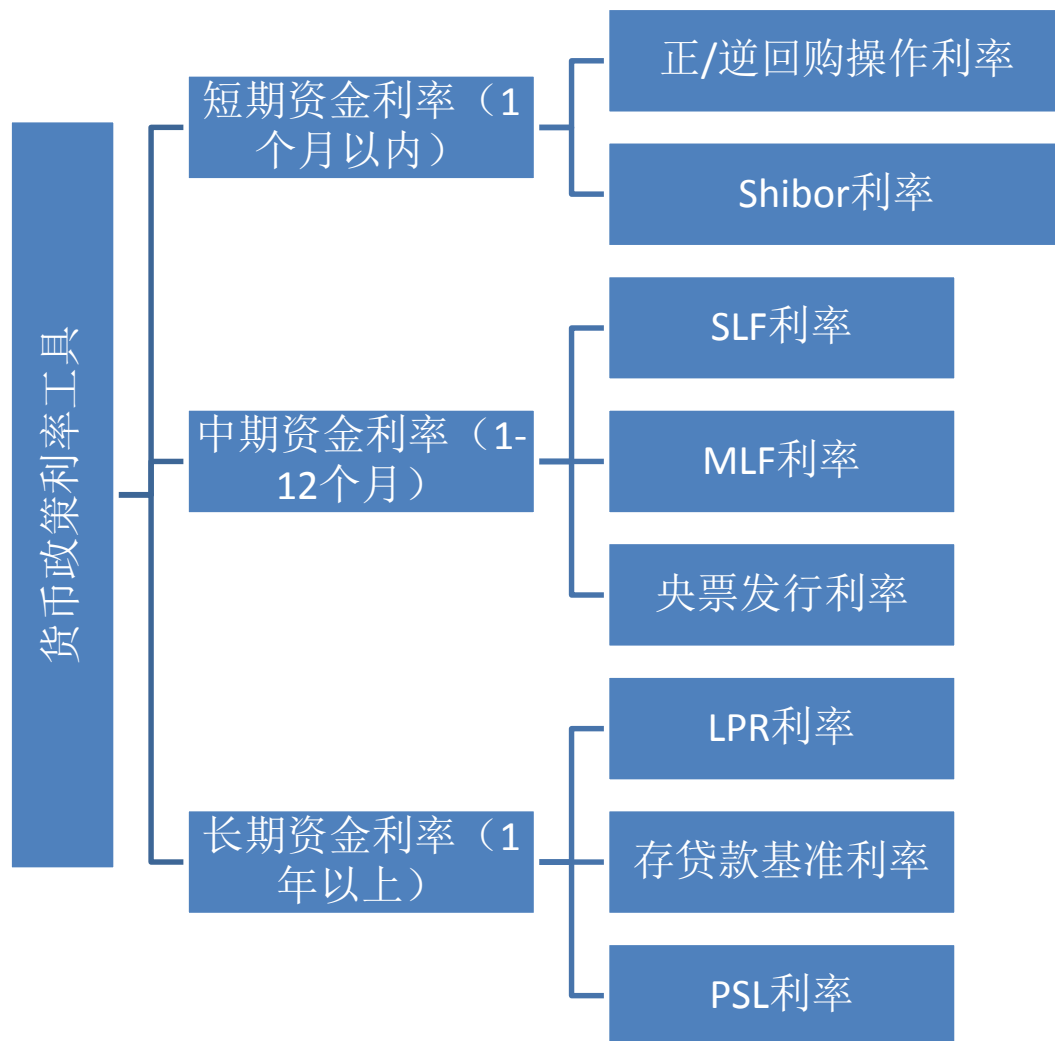
资料来源：公开资料, 申万期货研究所

2.2 货币政策工具——数量工具

- 货币政策工具是中央银行为达到货币政策目标而采取的手段。



2.2 货币政策工具——价格工具



2.2 货币政策工具——非常规工具

- 产生背景：2008年全球金融危机使金融系统的传导机制受到破坏。为了应对金融危机，美国等发达国家以及发展中国家相继启动了非常规货币政策工具，通过大规模资产购买等数量型操作方式，对通货膨胀和失业率等货币政策最终目标进行直接干预。
- 前瞻指引：是指中央银行向公众发布关于未来货币政策取向的信息，通过提高货币政策的前瞻性和有效性引导经济平稳。美联储的前瞻性指引完整地经历了这三个阶段，是一个不断提高前瞻性指引信息量和灵活度的过程。
 - 从2008年12月起的开放式指引（如，经济疲弱可能需要联邦基金利率在一段时间内维持较低水平）；
 - 到2011年8月起的基于时间的指引（0-0.25%的联邦到基金利率将至少维持2013年中期）；
 - 到2012年12月起的基于状态的指引（只要失业率保持在6.5%以上，就会一直维持0-0.25%的超低利率水平）。

2.2 货币政策工具——非常规工具

- **扩大央行资产负债表规模**属于非常规的数量型货币政策工具。主要有量化宽松和扭曲操作两大种类。
- **量化宽松**是指央行通过购买国债等政府债券，增加基础货币供给，向市场注入大量流动性资金的干预方式，以鼓励开支和借贷，常被简化地形容为间接增印钞票。以美联储实施的量化宽松为例，其政策实施可以大致分为三个发展阶段：
 - **零利率政策**：量化宽松政策的起点，往往都是利率的大幅下降。
 - **补充流动性**：2007年金融危机爆发至2008年雷曼兄弟破产期间，美联储以“最后的贷款人”的身份救市。
 - **主动释放流动性**：2008年到2009年，美联储决定购买3000亿的美元长期国债、收购房利美与房地美发行的大量的抵押贷款支持证券。
- **扭曲操作**是央行通过买入长期债券并卖出等额短期债券，压低长期国债收益率进而形成长期利率走低的预期，引导长期利率下降，从而降低企业和公众的借贷成本并促进中小企业融资。
- 从收益率曲线来看，这样的操作相当于将曲线的较远端向下弯曲，这也是扭曲操作得名的原因。

2.3 货币政策的传导机制——凯恩斯学派

- 在简单的凯恩斯模型中，存在公共和私人两个部门；货币和政府债券两类资产。
 - 金融市场上唯一是存在的债券利率，货币政策的传导机制可以简单描述为：
货币供给 $M_s \uparrow \rightarrow$ 利率 $r \downarrow \rightarrow$ 投资 $I \uparrow \rightarrow$ 支出 $E \uparrow \rightarrow$ 收入 $Y \uparrow$
 - 利率在货币政策传导机制中发挥关键作用，以扩张性货币政策为例： M_s 的增加将降低 r ，尤其是长期利率，而中长期利率与整个社会经济的总投资 I 有非常强的相关性。所以利率的降低通过流动性效应和财富效应影响社会的支出 E 和收入 Y ，最终达到扩大就业的货币政策目标。
- 凯恩斯学派的利率传导渠道较为间接，传导效果如何将取决于三个参数的影响
 - 货币需求对利率的敏感性，它决定了货币供给变动能在多大程度上影响利率。
 - 私人投资对利率的敏感性，它决定了利率变动对私人投资的影响。
 - 投资乘数，它决定了私人投资变动能够在多大程度上影响国民收入。
- 按照凯恩斯学派的观点，货币需求对利率十分敏感，存在着“流动性陷阱”。而且，凯恩斯认为私人投资对利率是不敏感的，决定私人投资的因素是投资者对投资前景的预期。因此，凯恩斯认为，虽然存在着这样的货币传导机制，但其实施效果却很不理想。据此，凯恩斯认为，货币是无关紧要的。

2.3 货币政策的传导机制——现代货币学派

- 弗里德曼认为，由于长期内实际利率是稳定的，更应该强调货币供给量本身在传导中的直接效果。

- 以扩张性货币政策为例：

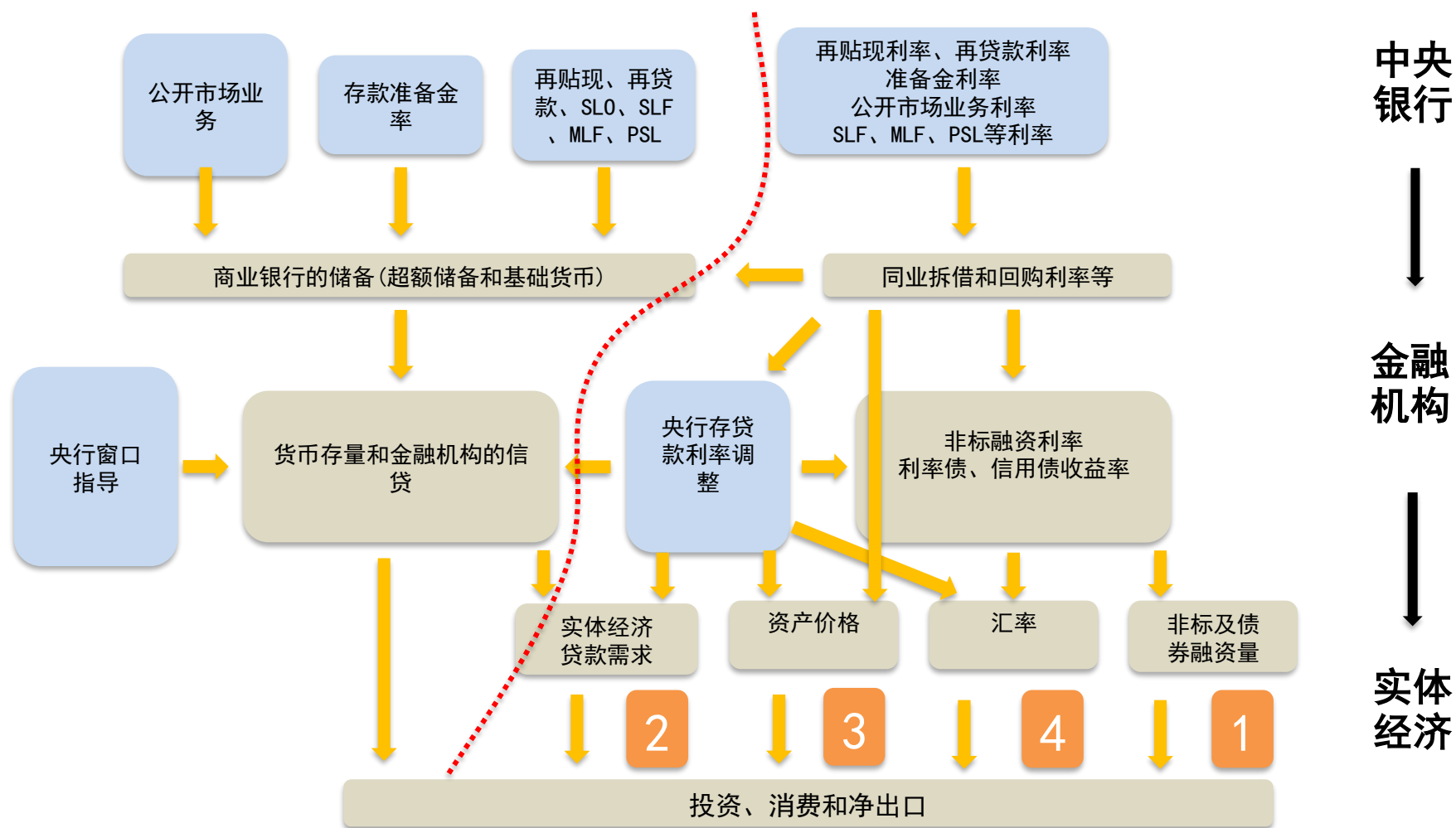
利率 $r \downarrow \rightarrow$ 货币供给 $M_s \uparrow \rightarrow$ 支出 $E \uparrow \rightarrow$ 投资 $I \uparrow \rightarrow$ 收入 $Y \uparrow$

- $M_s \rightarrow$ 支出 E 指货币供应量的变动直接影响支出。
- 支出 $E \rightarrow$ 投资 I 指变化了的支出用于投资的过程，货币主义者认为这将是资产结构调整的过程。

- 以弗里德曼为代表的货币学派认为，利率在货币政策传导机制中不起关键性作用，他们认为是货币供应量的变动直接影响收入的变动，这是因为货币需求、货币的预期回报率、货币流通速度等因素都是稳定的，因此传导过程可以简化为：

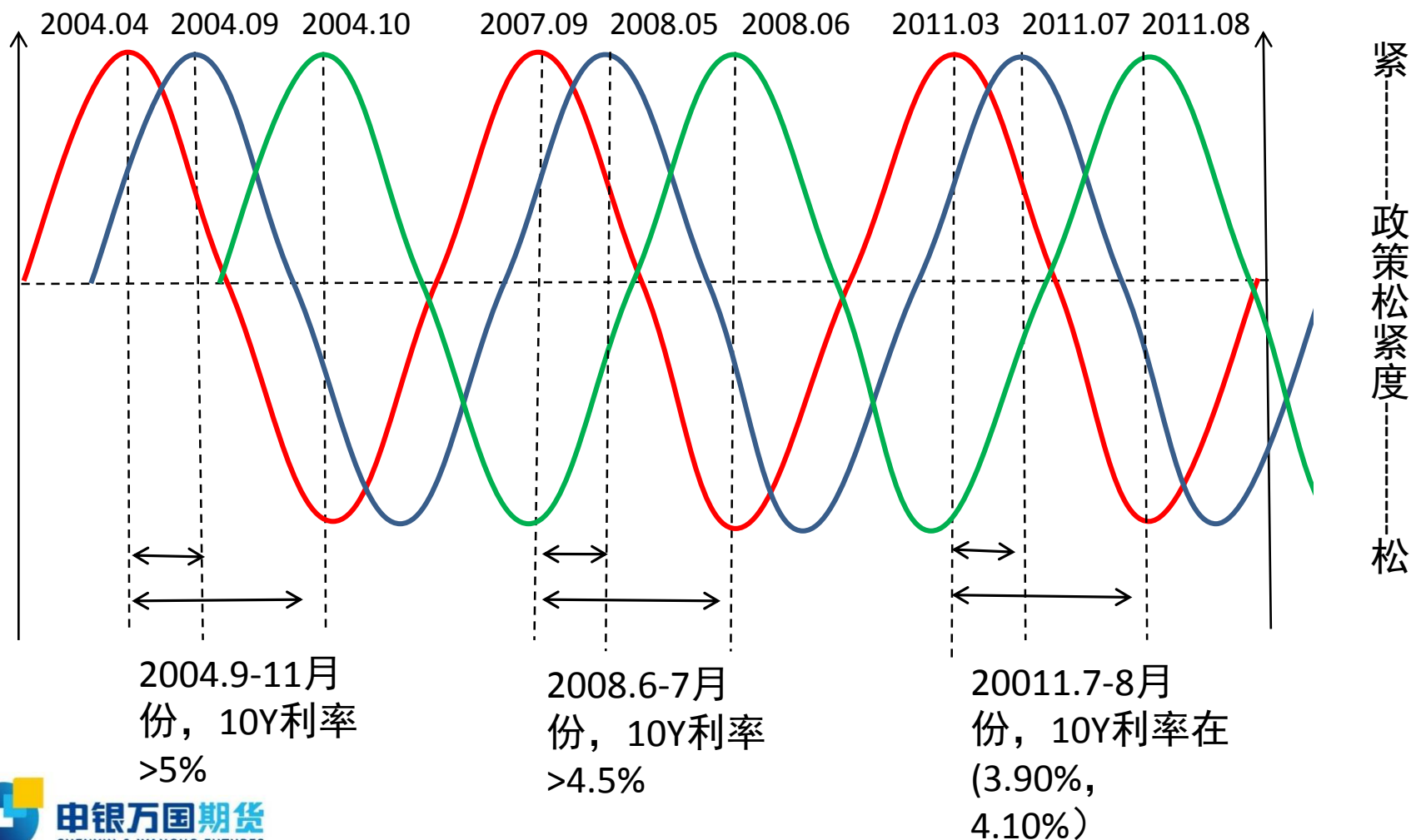
货币供给 $M \rightarrow$ 收入 Y

2.4 中国的利率与信贷传导机制



2.4 政策周期滞后于基本面周期

- 从历史上看，债市基本遵循了“经济回落（红色）—通胀回落（蓝色）—政策滞后（绿色）”的循环，政策周期往往滞后于基本面周期。



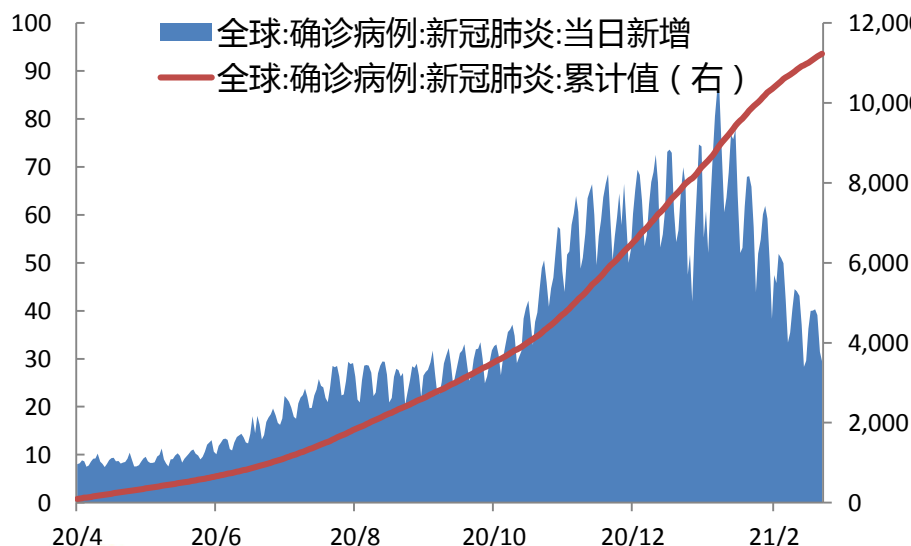
主要内容

- 一、近期央行货币政策分析
- 二、货币政策类型与传导机制
- 三、国债期货市场展望

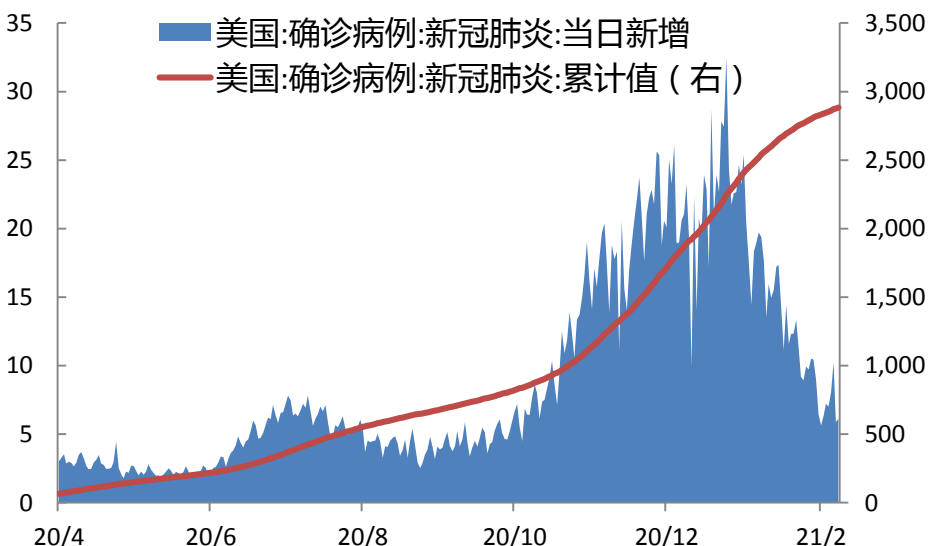
3.1 海外新增确诊病例减少，疫苗接种有序进行

- 截至2月22日，全球累计确诊病例超过1.12亿例，累计死亡病例接近250万人，不过随着各国新冠疫苗接种有序进行，单日新增确诊病例逐步减少，从最高峰的80万例降至30万例下方。
- 从具体国家上看，美国确诊病例超过2800万例，单日新增人数从高峰时30万降至7万例下方，欧洲英法德等国单日新增人数基本回落至1万例下方。
- 从全球疫苗接种进度看，美国接种剂量超过6300万，接种比例接近20%；英国接种剂量接近1800万，接种比例达到26%；以色列接种剂量735万，接种比例达到85%，中国接种剂量超过4000万。预计上半年美国和少数发达国家可能实现全民接种，年底欧洲和日本可能实现全民覆盖，多数发展中国家则可能在2022年完成接种。

全球新冠肺炎当日新增确诊病例（万人）

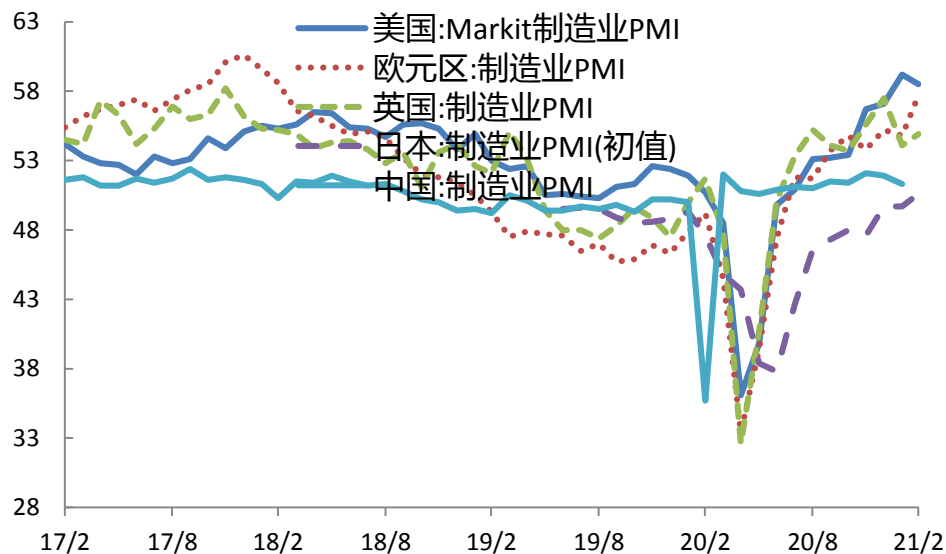


美国新增确诊病例（万人）

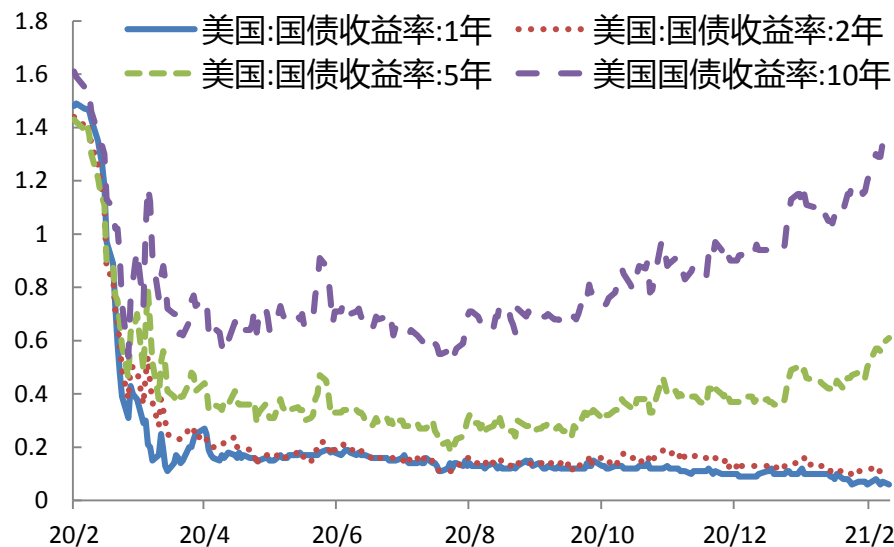


3.1 海外生产逐步恢复，美债收益率显著上行

全球主要国家制造业PMI (%)



各期限美债收益率走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 在疫苗逐步接种生效和新增病例减少的情况下，市场生产和需求逐步恢复。2月份欧元区制造业PMI回升2.9个百分点至57.7%，英国制造业PMI回升0.8个百分点至54.9%，均维持在临界点上方。美国1.9万亿美元的纾困计划有望获得众议院通过，2月份Markit综合PMI初值升至58.8，创2015年3月以来最高，其中衡量企业支付与收取的综合物价分项指数创2009年有数据记录以来的历史最高，引发市场对通胀的担忧，带动美债收益率显著上行，10年期美债收益率接近1.4%。

预计各国在疫苗接种后疫情有望逐步得到控制，2021年全球经济复苏是大概率事件。

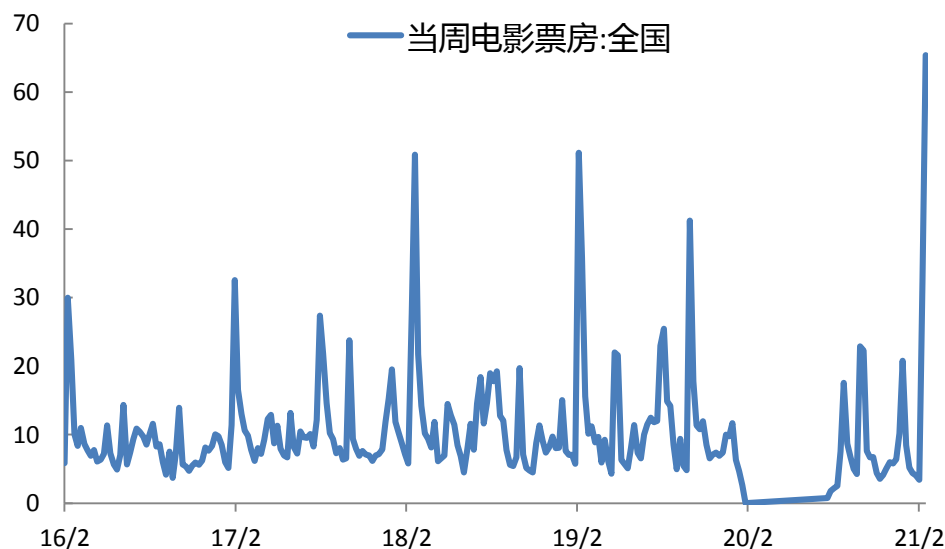
3.2 国内消费快速恢复，企业复工也将加快

- 春节期间，国内疫情得到有效控制，自2月15日起连续无新增本地新冠肺炎确诊病例。居民消费快速恢复，春节档中国电影市场以78.22亿元票房成绩圆满收官，较2019年春节档增长32.5%，再创中国影史新纪录。
- 同时在提倡就地过年政策下，各地鼓励员工留在当地，多家快递坚持运营，累计揽收和投递快递包裹同比大幅增加。部分下游需求企业假期时间也短于往年，预计节后企业复工也将加快，生产经营逐步恢复正常。

全国当日本土新增确诊病例（人）



全国当周电影票房（%）

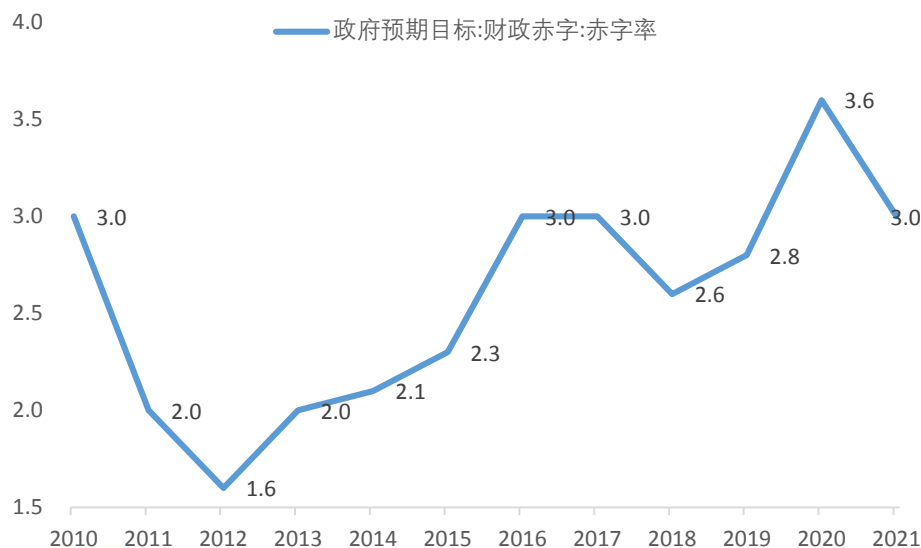


3.3 关注两会，财政政策2021提质增效可持续

- 全国两会在即，各省市已经上报2021年新增专项债券项目资金需求，两会之后将陆续落地，将有效支持实体经济增长。
- 预计2021年财政赤字将回落到3%，地方政府专项债规模介于2019年和2020年之间，约3万亿。政府债务合计规模约为6.3万亿，比2020年下降2.2万亿，比2019年增加1.4万亿，继续保持适度的支出强度，为经济提供支持。
- 假设其他分项增速保持不变的情况下，2021年社融存量增速将下降至11.2%。

政府预计目标赤字率

— 政府预期目标:财政赤字:赤字率

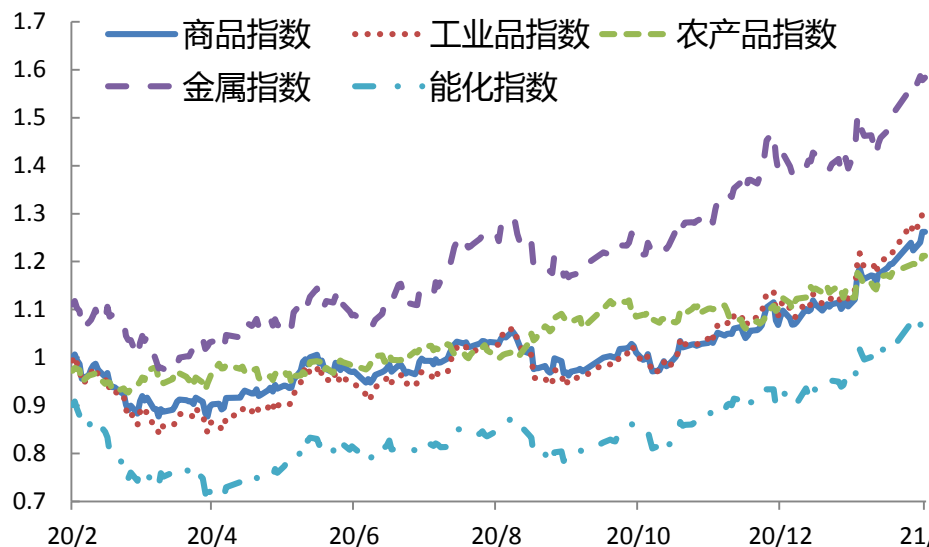


积极财政政策规模（亿元）

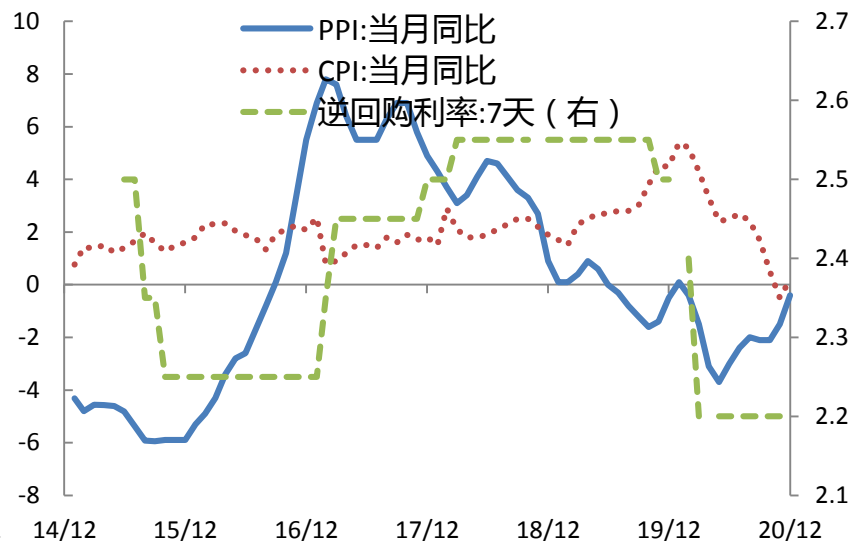
项目	2019年	2020年	2021年
财政赤字率（%）	2.8%	3.6%	3.0%
中央财政赤字规模	18300	18300	20000
地方财政赤字规模	9300	19300	13000
抗疫特别国债	-	10000	-
地方政府专项债务	21500	37500	30000
合计	49100	85100	63000

3.4 大宗商品价格大涨对货币政策产生压力

大宗商品指数走势



CPI、PPI和7天逆回购利率走势 (%)



资料来源：Wind，申万期货研究所

- 节后，以原油和铜为代表的大宗商品开始报复性上涨。从历史数据来看，大宗商品指数与PPI当月同比相关性较高，随着工业生产持续回升，市场需求逐步回暖，大宗商品价格大幅回升，预计将带动PPI快速由降转升。
- 2017年初，尽管CPI处于2%的低位，但由于PPI连续走高，突破6%，最高探至7.8%，央行于春节前后分别上调逆回购利率10bp，表明收紧市场流动性和去杠杆意图。当前PPI处于低位，但随着PPI快速由负转正，若下半年大幅回升，不排除央行在保持宏观杠杆率稳定的背景下，提高货币政策利率收紧流动性的可能。

3.5 债市观点：政策终须转弯，债市风雨弥漫

- 当前海外新冠疫苗接种有序进行，新增确诊病例持续下滑，美国1.9万亿美元的纾困计划有望本周获得众议院通过，美债收益率显著上行。
- 国内疫情得到有效控制，消费快速恢复，预计节后企业复工也将加快，大宗商品价格大幅上涨推升市场通胀预期。
- 央行表示稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，当前应重点关注政策利率指标，而非公开市场操作数量。
- 在海外疫情好转和经济持续恢复的背景下，债券收益率仍处于上行周期，国债期货价格仍以下行为主。

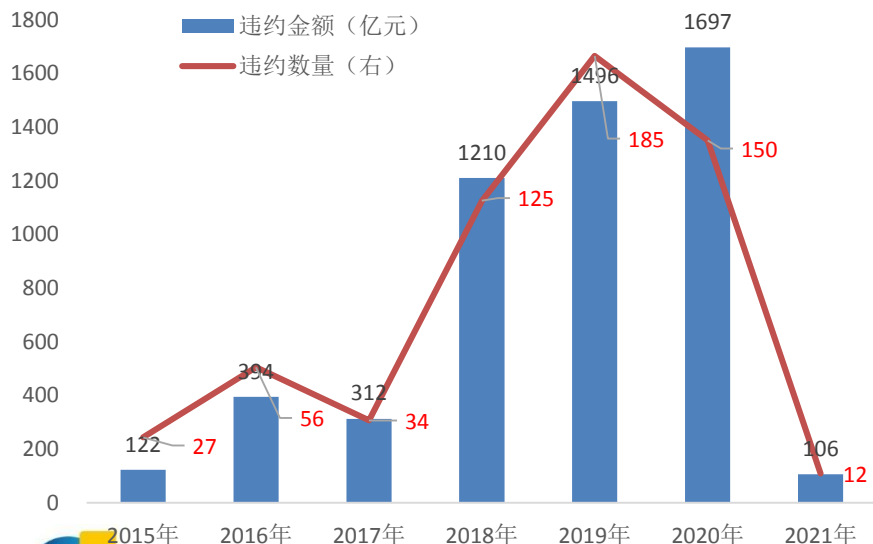
2/5/10年期国债收益率走势（%）



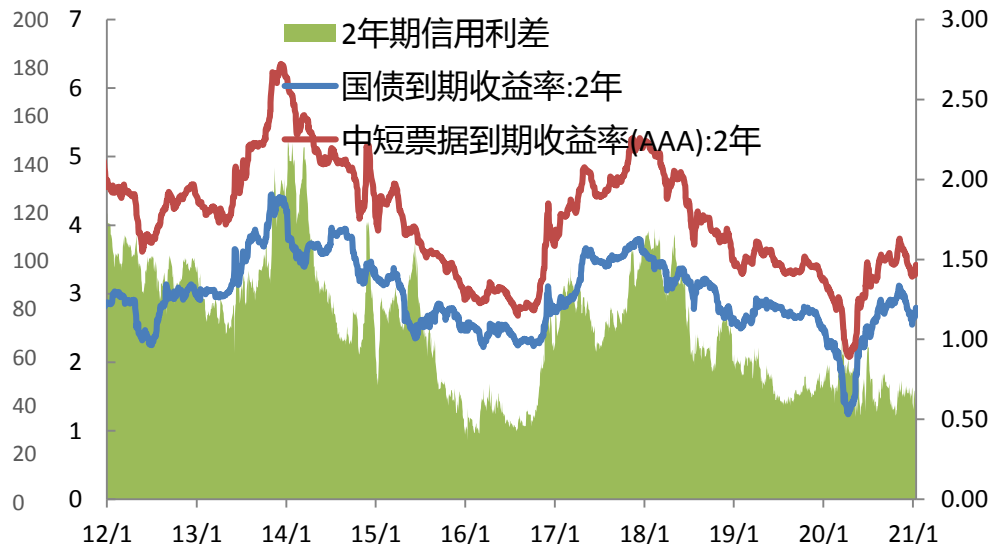
3.5 债市观点：信用违约继续，低等级利差扩大

- 债券违约继续。2021年前两个月，违约债券12只，违约金额106亿元，显著低于去年同期。
- 10月份之后，受债券集中违约影响，低等级AA产业债、城投债和中票收益率均显著回升，信用利差扩大，对市场形成一定的冲击。
- 当前信用利差仍处于低位，一般熊市都会伴随着信用利差的走阔，违约情况将继续处于高位。
- 信用债投资建议短久期，精选个券，重点卡防经营恶化，负债率高、融资受限、交叉违约和低评级等债券。

债券违约只数和金额走势



2年期信用利差走势 (%)



免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。