

证券研究报告

宏观研究

宏观周报

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口

2021年05月23日

- **5月至今公开市场操作符合月内时点规律，资金价格稳定在政策利率中枢水平。**5月至今央行公开市场操作符合“中上旬回笼，中下旬投放”的月内时点规律，累计净回笼资金100亿元。由于税期和政府债发行因素，预计月底流动性趋紧，央行有必要加大净投放力度。利率指标上，近期DR007基本稳定在7天OMO利率的中枢水平，偏离幅度较小。
- **快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口。**过去几个月货币信贷社融增速经历了一个明显的下降过程，反映了疫情临时性宽松措施退出和快速紧信用的影响。从最新数据看，M2增速和社融增速已经基本和名义GDP增速相匹配，预计快速紧信用将告一段落，边际利好股市。结合一季度货币政策执行报告和当前公开市场操作的量、价表现，央行态度以稳为主，重在调整信用结构，货币政策存在短期友好窗口。
- **美联储讨论调整QE，市场预期政策收缩时点在2022Q1。**会议纪要中，“调整资产购买规模”表态并非首次出现，今年3月鲍威尔就曾有鹰派暗示，消息释出后的短线波动迅速被市场消化。通胀上行已引起部分委员担忧，美联储坚持认为物价压力是暂时的。根据纽约联储公布的调查结果，市场参与者和一级交易商对QE缩减与加息的预期与3月一致，首次政策收紧时点在2022Q1，预计美联储政策将在短期内继续保持宽松。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

目录

一、快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口 .....	3
二、美联储讨论调整 QE，市场预期政策收缩时点在 2022Q1 .....	4
风险因素 .....	5

图目录

图 1: DR007 稳定围绕短期利率中枢波动 .....	3
图 2: M2 和社融增速将与名义 GDP 增速相匹配 .....	3
图 3: 市场参与者和一级交易商对美债购买的预期 .....	4
图 4: 市场参与者和一级交易商对联邦基金利率调整的预期 .....	5

## 一、快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口

5月至今公开市场操作符合月内时点规律，资金价格稳定在政策利率中枢水平。5月上中旬（5月1日-15日）央行开展逆回购操作800亿元，同时有800亿元逆回购到期、700亿元国库现金定存到期，实现资金净回笼700亿元。5月16日至今，央行开展逆回购操作500亿元、MLF投放1000亿元、国库现金定存700亿元，同时有600亿元逆回购到期、1000亿元MLF回笼，实现资金净投放600亿元。数量指标上，5月至今央行操作符合“中上旬回笼，中下旬投放”的月内时点规律，主要通过国库定存实现，回购交易与MLF操作基本对冲到期量。由于税期和政府债券大量发行等原因，月底流动性缺口或将扩大，央行短期内有必要加大公开市场净投放力度。利率指标上，近期DR007基本稳定在7天OMO利率的中枢水平，偏离幅度较小。

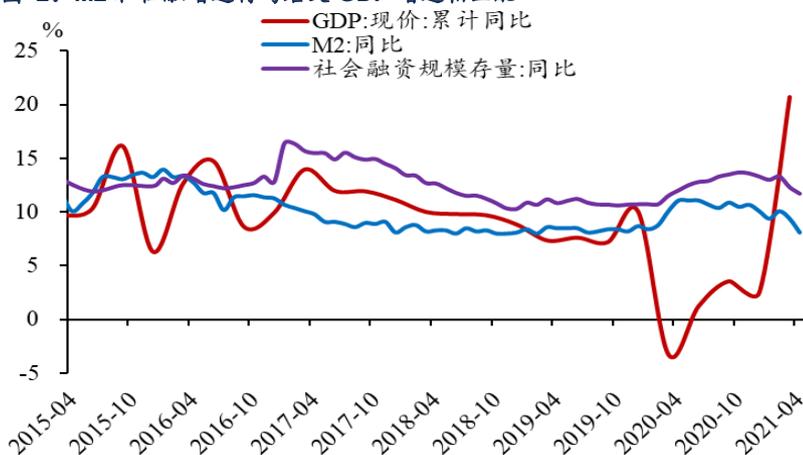
图 1：DR007 稳定围绕短期利率中枢波动



资料来源：万得，信达证券研发中心

快速紧信用告一段落，货币政策存在短期友好窗口。过去几个月货币信贷社融增速经历了一个明显的下降过程，反映了疫情临时性宽松措施退出和快速紧信用的影响。从最新数据看，4月金融数据全面不及预期，当前货币偏紧、M2同比增长8.1%，社融明显回落、同比增速为11.7%，市场对2021年剩下三个季度的GDP增速预期分别为7.7%、6.0%和5.3%。考虑到货币政策逐步回归常态，一季度信贷新增已较去年有所扩大，叠加去杠杆、压降表外融资的严监管格局，预计2、3季度M2和社融增速将进一步温和下行，基本和名义GDP增速相匹配。预计快速紧信用将告一段落，边际利好股市。结合一季度货币政策执行报告与当前公开市场操作的量、价表现，央行态度仍以稳为主、信用层面注重调结构，货币政策存在短期友好窗口。

图 2：M2 和社融增速将与名义 GDP 增速相匹配



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 二、美联储讨论调整 QE，市场预期政策收缩时点在 2022Q1

北京时间 5 月 20 日，美联储公布 4 月会议纪要。市场关注聚焦于联邦公开市场委员会 FOMC 开始讨论调整资产购买规模，纪要释出后，十年期美债收益率和美元指数快速拉升，国际金价与标普 500 短线跳水。我们认为：

1) “调整资产购买规模”表态并非首次出现，从结果上看，美联储 4 月会议纪要信号仍然偏鸽。早在今年 3 月 26 日，鲍威尔接受 NPR 采访时就曾有过鹰派暗示“随着美国经济复苏和目标取得实质性进展，美联储将减少债券购买”。从结果上看，市场在纪要释出后出现了短期大幅波动，但随后市场就消化了这一消息，标普 500 与金价再度走高，十年期美债收益率和美元指数恢复下行走势。我们推测市场对会议纪要的解读仍然偏鸽，这与原文中“美国经济仍需一段时间才能得到实质性进展”等主流观点相吻合。

2) 通胀上行引发担忧，美联储坚持认为物价压力将是“暂时的”。经济数据显示美国通胀仍在上行，4 月会议纪要显示，部分委员认为“通胀可能在引起政策反映之前就累积到不受欢迎的 (unpopular) 水平”。但美联储副主席克拉里达仍表示近期通胀的大部分上升可能是暂时的，美联储理事夸尔斯支持了这一观点“如果基于市场的通胀预期“相去甚远”，就需要采取行动，但这种情况并没有发生”。

3) 预计美联储政策将在短期内保持宽松。讨论调整 QE 的原文表述为“如果经济朝目标取得快速进展，或许应在未来会议召开的某个时点开始讨论调整资产购买规模”。结合美国 4 月非农就业大幅不及预期，美联储不急于退出宽松政策是完全合理的，另外，“开始讨论”也意味着变化不会在短期发生。根据纽约联储公布的 4 月份市场参与者 (Market Participants) 和一级交易商 (Primary Dealers) 调查结果，市场的政策预期与 3 月保持一致：市场参与者和一级交易商均预计首次 QE 缩减出现在 2020Q1，首次加息最早出现在 2023Q2。综上，预计美联储政策将在短期内继续保持宽松。

图 3：市场参与者和一级交易商对美债购买的预期

Market Participants								
Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)								
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4	
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240
Median	80	80	80	80	80	80	80	240
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	180	120	45	0	0	0	0	0
Median	200	150	115	55	0	0	0	0
75th Pctl	225	180	120	105	50	20	0	0

Primary Dealers								
Net purchases of U.S. Treasury securities (\$ billions)								
	Apr. 2021	May 2021	Jun. 2021	Jul. 2021	Aug. 2021	Sep. 2021	2021 Q4	
25th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240
Median	80	80	80	80	80	80	80	240
75th Pctl	80	80	80	80	80	80	80	240
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	180	98	15	0	0	0	0	0
Median	190	145	90	25	0	0	0	0
75th Pctl	220	180	120	73	0	0	0	0

资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

**图 4：市场参与者和一级交易商对联邦基金利率调整的预期**

<b>Market Participants</b>								
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.25%	0.38%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%
# of Responses	28	28	28	28	28	28	28	28
<b>Primary Dealers</b>								
	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4
25th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%
Median	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%
75th Pctl	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.13%	0.38%	0.38%	0.63%
# of Responses	24	24	24	24	21	21	21	21

资料来源：纽约联储，信达证券研发中心

## 风险因素

海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_19734](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19734)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>