

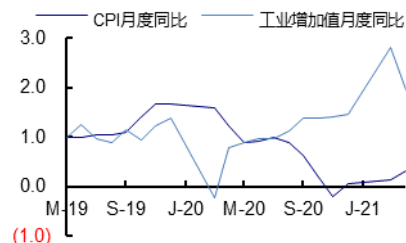
证券研究报告—宏观经济

宏观经济

宏观经济专题研究

2021年06月24日

CPI与工业增加值月度同比增速



宏观数据

固定资产投资累计同比	15.40
社零总额当月同比	12.40
出口当月同比	27.90
M2	8.30

相关研究报告:

《国信证券-宏观固收:历史同期分位数法研判金融数据》——2021-05-14
 《宏观专题报告:油铜“轮盘”》——2021-03-29
 《信用周期:从“二分法”到“三段论”》——2021-04-08
 《当金融数据遇到基期效应:三点化解思路》——2021-04-26
 《宏观专题报告:理论探讨系列——为什么经济增速与利率会同向运行?》——2021-04-08

证券分析师:王开

电话:021-60933132
 E-MAIL: wangkai8@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521030001

证券分析师:董德志

电话:021-60933158
 E-MAIL: dongdz@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

宏观专题

海外货币政策空间还剩多少?

● 全球货币政策的锚:多数服从少数

美联储在全球货币环境中的定位是“有钱、任性”,也是商品价格主要锚定对象。虽然全球鹰派央行比例要超出鸽派和中性一脉,基础货币/GDP和M2同比反映的全球央行流动性投放、信用派生的速度也超过了高点,但美联储没有实质性收紧成为CRB同比不断创新高的得力支撑。从新兴经济体贸易盈余弥补原材料出口国贸易逆差,以及发达国家仍要向发展中国家“借钱”的现状来讲,储蓄过剩到全球低利率传导的故事还没有讲完。

● 央行资产负债表显示美国尚有政策空间,欧洲可能不足

从美国、日本、欧洲央行资产负债表的变化情况可以捕捉到数量维度货币政策工具的使用情况,以及未来剩余的空间。目前欧洲工具箱已经到了使用上限的边缘,美国贷款便利类工具也已经收手,QE空间和Taper时点取决于未来疫情和财政协调。日本情况较为特殊,央行有空间但留有余地,进一步宽松意愿取决于奥运经济的决胜之局。

● 无Taper,不加息;联储宽,全球松

货币宽松不是无底洞,除了全球通胀压力外,债务问题,尤其是政府部门债务压力也构成政策宽松的“天花板”。美联储的政府杠杆变化可以视为发达经济体债务承载力的边界,猜测主要央行未来路径时间表的意义远不如把握美联储政策核心矛盾更关键,至少在历史中相对可靠的前瞻指引下,目前还不必担心政策环境突发转向以至压制美债、提振美元。

内容目录

新冠疫情以来货币政策“瓶颈”	4
三大央行报表拆解看工具箱空间	5
全球货币政策的将走向何方	9
国信证券投资评级	13
分析师承诺	13
风险提示	13
证券投资咨询业务的说明	13

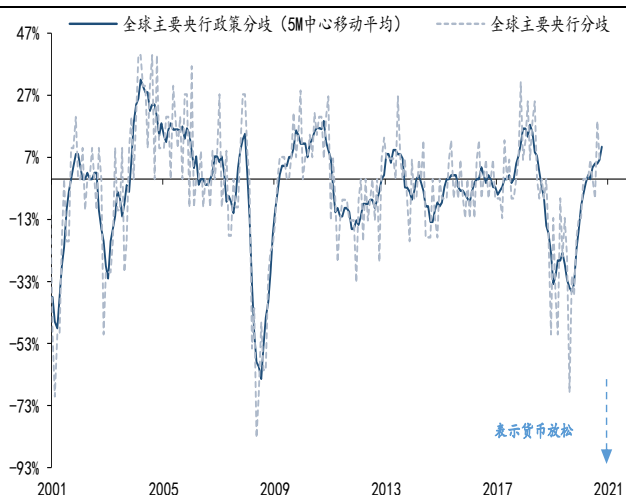
图表目录

图 1: 全球货币分歧指向收紧区间	4
图 2: 美日欧央行是本轮全球流动性净投放的主力军	4
图 3: 联邦基金利率期货隐含未来加息概率和利率水平	4
图 4: 点阵图中性情景下预期美国 2023 年加息 2 次	4
图 5: 全球主要经济体经常账户盈亏状况	5
图 6: 新兴经济体 2021 年经常账户盈余(+)/赤字(-)预估	5
图 7: 美联储资产负债表主要项目一览	6
图 8: 美联储政策宽松工具箱一览	6
图 9: 非债券类量化宽松工具大多已经在 2020 年底已停止	6
图 10: 欧央行资产负债表	7
图 11: 欧央行的政策工具边际减弱	7
图 12: 日本央行资产负债表	8
图 13: 日本银行 (BOJ) 对 ETF/ J-REIT 的购买计划	8
图 14: 日本银行业资产负债表	9
图 15: 全球央行基准利率和通胀率总览	10
图 16: 美国三部门杠杆率在衰退中的走势	11
图 17: 各国政府净金融投资占 GDP 比重	11
图 18: 美国历次经济衰退前后各部门杠杆率的变化情况	11
图 19: 日本历次衰退前后杠杆率变化	11
图 20: 欧洲历次衰退前后杠杆率变化	11
图 21: 全球货币政策工具使用程度地图	12
图 22: 美日欧央行持有公债占存量债券的比重	12
图 23: 全球货币工具类型占比	12
图 24: 海外新冠冲击一年后货币政策工具逐渐退潮	12

新冠疫情以来货币政策“瓶颈”

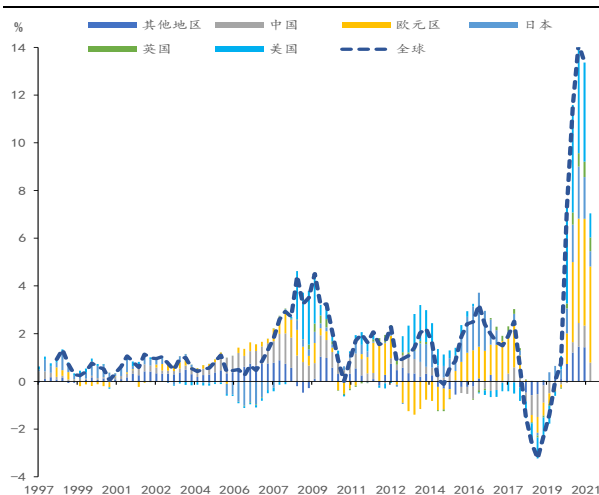
美联储在全球货币环境中的定位可以归结为“有钱、任性”。为应对新冠疫情对经济造成的冲击，以美国为首的发达经济体采取了超常规宽松的货币政策，随着经济的修复、通胀压力凸显，部分经济体的货币政策已经转为收紧。（1）价格方面，我们看到全球央行货币分歧指数已经从边际收紧转为全面收紧，加息央行的数量要超过降息和按兵不动的。（2）数量维度，基础货币/GDP 反映的全球央行流动性投放开始放缓，以广义货币同比增速衡量的全球信用派生速度也已位于高点的右侧。然而从大宗商品市场表现来看，CRB 同比还是在不断创新高，得益于美国。一方面，目前并没有捕捉到美联储货币政策实质性转紧的信号。6 月议息会议调升 2023 加息预期的靴子落地时，被美股和美债交易为边际收紧的信号，第二天美债收益率回吐是在纠正第一天市场过激反应，联邦基金利率期货也显示前期加息预期开始降温熄火。另一方面，缩减购债（Taper）也没有明确计划，尚处于 talked about taking about Taper 的拗口阶段。全球货币环境而言，美联储确可以称为“一家独大”，美联储的政策动向比诸多国家央行加在一起还要重要，央行分歧指数赋予各国央行“等权重”的前提可能是有偏的。

图 1：全球货币分歧指向收紧区间



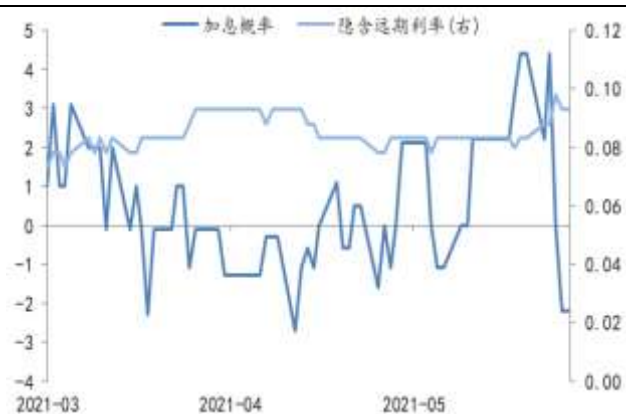
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。注：为扩散指标，按照每个月政策利率上、下、持平的海外央行数量等权重计算。

图 2：美日欧央行是本轮全球流动性净投放的主力军



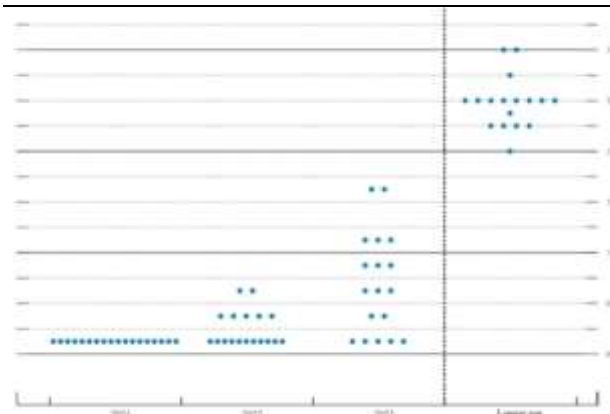
资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 3：联邦基金利率期货隐含未来加息概率和利率水平



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

图 4：点阵图中性情景下预期美国 2023 年加息 2 次



资料来源：万得，国信证券经济研究所整理。

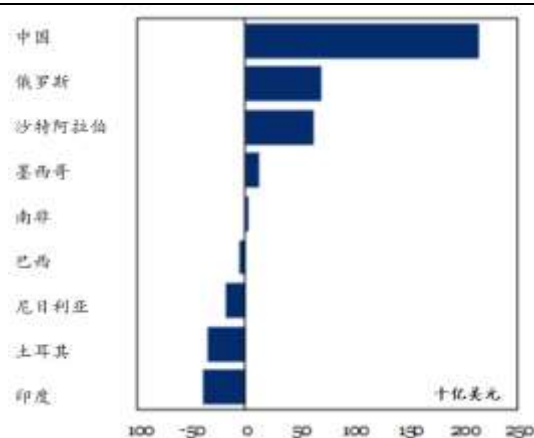
内生性利率被压制的故事还没有完，全球低利率环境还将持续。伯南克早在本世纪初就讲过出口导向国家贸易盈余压低全球利率的传达链条：新兴市场 and 原材料国家贸易盈余→居民过度储蓄+发达经济体通过资本账户拆入资金→全球投资回报率不高→内生性的利率被压在低水位。虽然疫情后全球供给过剩、需求不足的问题得到缓解，石油出口国 2020~2021 年大概率出现贸易逆差，但西方发达国家与新兴国间的贸易格局、资金拆放中扮演角色并未改变。（1）依照纽约联储的预测，2021 年美国还将保持最大的贸易逆差国地位。（2）根据国际金融协会的测算，2021 年中国、俄罗斯、沙特阿拉伯、墨西哥和南非都有望录得贸易顺差，足以填补印度、土耳其、巴西等国预期中的贸易逆差，新兴经济体贸易顺差的状态还得以维持。

图 5：全球主要经济体经常账户盈亏状况



资料来源：纽约联储，国信证券经济研究所整理。

图 6：新兴经济体 2021 年经常账户盈余(+) / 赤字(-) 预估



资料来源：国际金融协会，国信证券经济研究所整理。

三大央行报表拆解看工具箱空间

从美国、日本、欧洲央行资产负债表的变化情况可以捕捉到数量维度货币政策工具的使用情况，以及未来留存的空间。目前欧洲和日本政策工具箱已经到了使用程度的边缘，美国贷款便利类工具也已经收手，QE 空间和 Taper 时点取决于未来疫情以及财政协调。

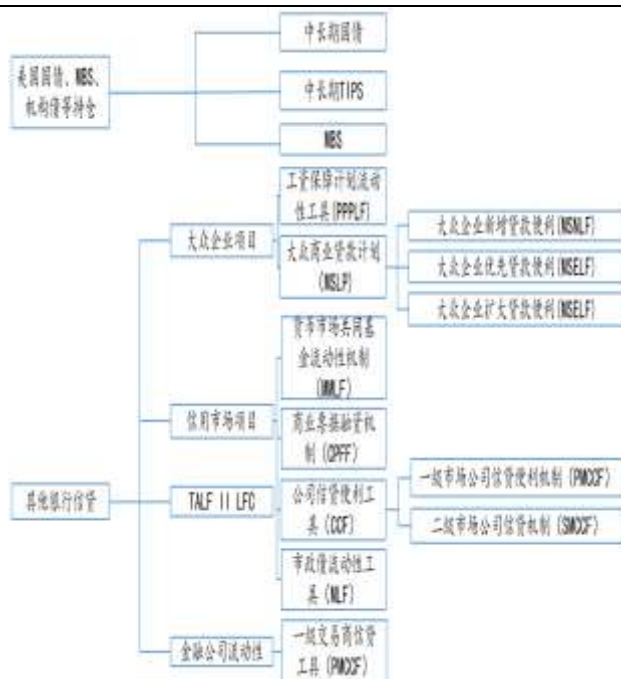
首先我们看美联储资产负债表过去一年多变化情况，量维度的宽松除了 QE 购进国债和 MBS 以外，还有少部分的其他银行信贷工具（图中 7 灰色阴影部分），这些所谓的贷款便利工具主要是为居民提供薪资保护、为企业渡过特殊时期承担信用倍数。而截至 2021 年 12 月，除了为拯救就业状况而设立的工资保障计划外（图 9 中黄线），其他的贷款便利工具都处在停摆状态，固化在美联储报表的资产端。这些科目在去年 4 月以来上涨的幅度无法与购买国债、MBS 同日而语，因此可以视为次要的影响部分。综合来看所谓“债务上限”只不过是美国财政口径的软性约束，赤字率和美联储的 KPI 不挂钩，从 MMT 的实践来看美国数量维度的货币政策还有进一步宽松的余地。

图 7：美联储资产负债表主要项目一览

资产端 (单位: 十亿\$)	2021-6-9	2020-4-1	环比增减	负债端	2021-6-9	2020-4-1	环比增减
储备银行信贷	7882871	5747041	2135830	联储票据、联储银行持有净额	2130778	1830985	299793
持有证券、未摊销证券溢价和折扣、回购协议和贷款	7799905	5396259	2403646	逆回购协议	720936	494427	226509
持有证券	7376508	4800901	2575607	存款	4998620	3433710	1564910
美国国债	5129891	3340832	1789059	存款机构定期存款	0	0	0
短期债券	326044	326044	0	存款机构其他存款	3916725	2684398	1232327
中长期名义债券	4405568	2791860	1613708	美国财政部一般账户	673555	506933	166622
中长期通胀指数债券	346058	191725	154333	外国官方	27493	17745	9748
通胀补偿债券	52221	31204	21017	其他存款	380848	224635	156213
联邦机构债券	2347	2347	0	延迟入账现金项目	182	591	-409
抵押贷款支持债券(MBS)	2244270	1457721	786549	财政部对信贷部门的捐助	50278	0	50278
当前持有的未摊销证券溢价	349680	211339	138341	其他负债及应计股息	12020	13067	-1047
当前持有的未摊销证券折扣	-13863	-8492	-5371				
正向回购协议	0	263050	-263050				
其他贷款	87580	129461	-41881				
其他银行信贷*	82966	350782	-267816				
持有贝尔斯登(Maiden Lane) 投资组合净额	0	0	0				
持有AIG 住房抵押贷款支持债券RMBS(Maiden Lane II) 投资组合净额	0	0	0				
持有AIG 相关债务担保凭证CDO(Maiden Lane III) 投资组合净额	0	0	0				
持有的商业票据融资公司的投资组合净额	8554	0	8554				
有限责任公司的公司信用贷款投资组合净值	25856	0	25856				
MS Facilities LLC 的净投资组合持有量(“主体街”)	30576	0	30576				
市政流动性基金有限责任公司持有的净投资组合	10734	0	10734				
持有TALF II LLC 投资组合净额	4762	0	4762				
托收中项目	50	40	10				
银行不动产	1918	2198	-280				
中央银行流动性互换	516	348544	-348028				
黄金证券账户	11037	11037	0				
特别拨款账户	5200	5200	0				
现金	1243	1660	-417				
外币计价资产	21682	20584	1098				
其他联储资产	30295	26085	4210				
总资产	7952327	5811607	2140720	总负债	7912815	5772780	2140035
				美国:所有联储银行:全部资本(净资产)	39512	38827	685
				资本账户:实缴资本	32727	32002	725
				资本账户:结余	6785	6825	-40
				资本账户:其他资本账户	0	0	0

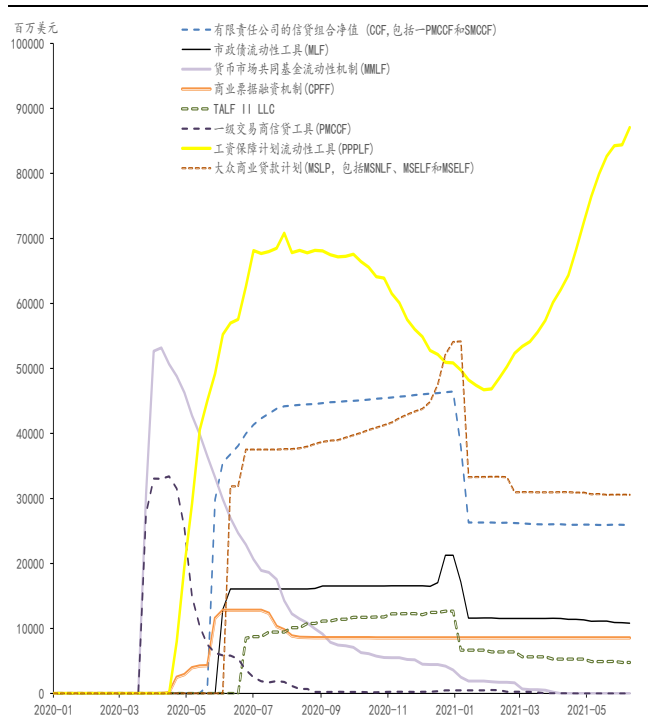
资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理; 注: *为自设科目, 是扣除掉债券、贷款未摊销部门后的各种“散装”投资组合的合集。此处剩余 (Residua, 净资产) 是大型存款机构的资产负债数据经过季节调整后的差值。

图 8：美联储政策宽松工具箱一览



资料来源: 美联储, 国信证券经济研究所整理。

图 9：非债券类量化宽松工具大多已经在 2020 年底已停止



资料来源: 彭博, 国信证券经济研究所整理。

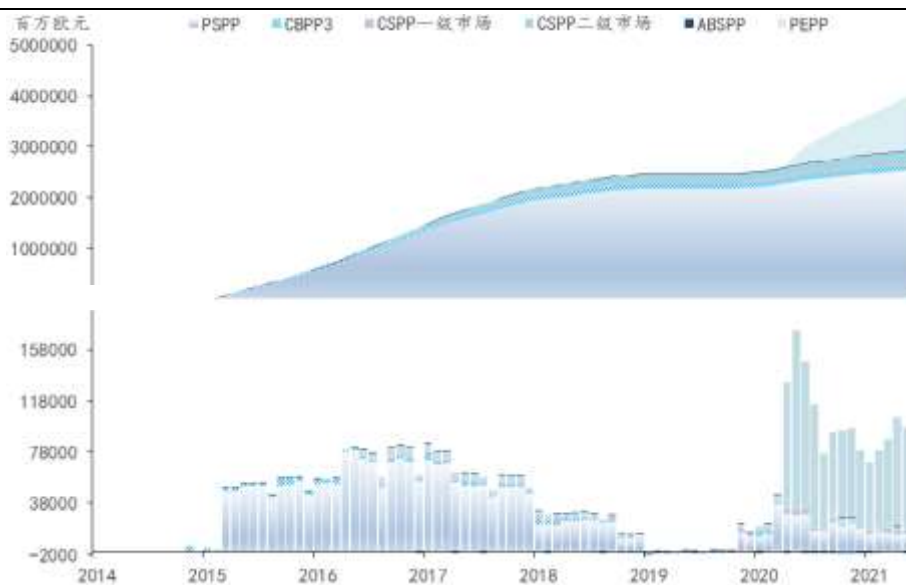
欧、日情况和美国不同，为了摆脱负利率困扰、脱离“流动性陷阱”，两个经济体早就开展了各种特殊工具的使用。疫情后诸如 PSPP/CSPP/CBPP3/ABSPP 类别的工具在欧洲几乎看不到扩张，救济实体主要是依靠新设立的大流行病紧急购买计划(PEPP)，该计划成为欧央行报表中货币政策目的持有债券外另一重要的扩表方式。从增量幅度看，这些非债券购买类的 QE 工具在去年二季度后开始边际回落，目前各月新增平衡在 800-1000 亿附近。

图 10：欧央行资产负债表

单位：百万欧元	2021-06-11	2020-03-06	变动率		2021-06-11	2020-03-06
总资产	7700937	4702214	64%	总负债	7700937	4702214
一般政府欧元债务	22648	23330	-3%	资本和准备金	109512	107557
其他资产	305079	280663	9%	重新估值账户	485434	466635
欧元区居民欧元证券	4339838	2874525	51%	已发行债务凭证	0	0
为货币政策目的的持有的证券	4154017	2674724	55%	其他负债	304571	290392
其他证券	185820	199801	-7%	流通货币	1474822	1280445
黄金和应收黄金	499159	470706	6%			
和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元借款	2107189	616925	242%	和货币政策操作相关的对欧元区信用机构的欧元负债	4361304	1910025
主要再融资操作	185	1397	-87%	微调反向操作	0	0
微调反向操作	0	0		经常账户(包括最低准备金制度)	3614777	1661699
结构反向操作	0	0		和追加保证金相关的存款	1716	0
和追加保证金相关的信用	0	0		定期存款	0	0
长期再融资操作	2107004	615515	242%	存款便利	744810	248326
保证金贷款便利	0	14		国际货币基金组织分配的特别提款权等价物	56176	57371
对欧元区信用机构的其他欧元债权	33931	49091	-31%	对其他欧元区居民的欧元负债	656958	383942
对欧元区居民的外币债权	27644	24006	15%	一般政府	559357	258150
对非欧元区居民的外币债权	354707	346374	2%	其他负债	97601	125792
银行及证券投资余额、国外借款和其他国外资产	267633	266388	0%	对欧元区信用机构的其他欧元负债	18562	9910
国际货币基金组织应收款项	87074	79986	9%	对欧元区居民的外币负债	11254	9156
对非欧元区居民的欧元债权	10741	16595	-35%	对非欧元区居民的外币负债	2128	6069
由欧洲汇率机制第二阶段信用透支引起的债权	0	0		存款、余额及其他负债	2128	6069
银行、证券投资净贷款余额	10741	16595	-35%	对非欧元区居民的欧元负债	220218	180711

资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。

图 11：欧央行的政策工具边际减弱



资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。

疫情以来日本央行吸纳本国负利率公债的程度有限，并非是其承载力不足。即便日本杠杆率远超出中美欧等经济体，也并不构成违约风险。日本国债持有结构以国内部门为主，依靠海外投资在境外造出一个体量与本土相当的经济规模，其债务循环、杠杆结构都是相对稳定的。日本央行成为全球负利率债券配置的第一大户后，开始引导境内的商业银行配置负利率债券，由政策单方承担转变为相对市场化的介入方式。从日本商业银行的资产负债表中可以发现，新冠疫情以来日本商业银行持有的政府债券提升了 55%，持有的短期公司债券翻了 3.3 倍，从动机上来讲除了商业机构对海外资产投资限制、银行对债券的刚性配置

外，负利率债券收益率的继续下行还可以收获资本利得，因此近年来日本商业银行配置盘力量持续居于交易盘之下。

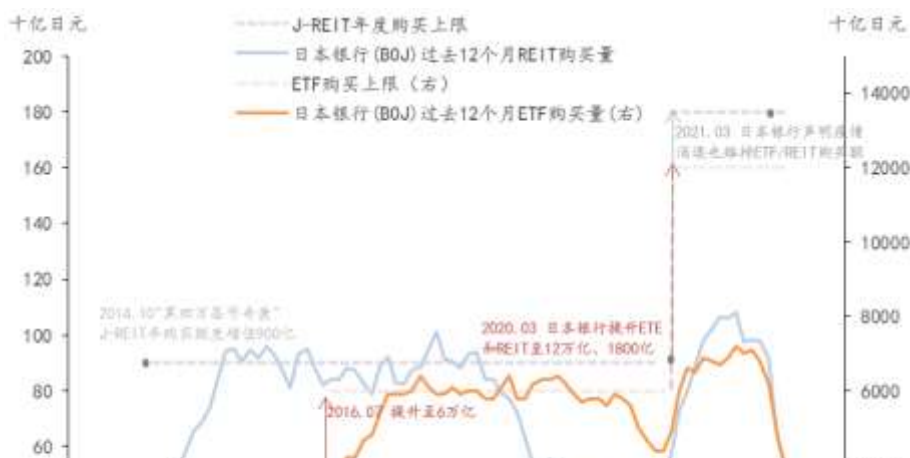
图 12：日本央行资产负债表

单位：亿日元	2021-06-10	2020-03-10	变动率		2021-06	2020-03	变动率
总资产	7260112	5887700	23.3%	总负债和净资产	7260112	5887700	23.3%
黄金	441253409	441253409	0.0%	货币	1157678	1090442	6.2%
现金	2112	1886	12.0%	活期存款	5201060	3923162	32.6%
日本政府债券	5403604	4949109	9.2%	其他存款	251674	303937	-17.2%
商业票据	27001	24393	10.7%	政府存款	548660	450592	21.8%
公司债券	78323	32204	143.2%	再购买协议应收款项	160	493	-67.6%
财产信托(作为信托财产持有的股票)	5401	7392	-26.9%	其他	-2244	25231	-108.9%
财产信托(作为信托财产持有的指数关联交易所买卖基金)	361350	290970	24.2%	备抵金	69345	61322	13.1%
财产信托(作为信托财产持有的日本房地产投资信托基金)	6572	5610	17.1%	资本	1	1	0.0%
贷款(对存款保险公司的贷款除外)	1290053	489342	163.6%	法定准备金及特别准备金	33777	32520	3.9%
外币资产	73938	67172	10.1%				
代理商存款	84	313	-73.3%				
其他	7261	7705	-5.8%				

资料来源:万得, 国信证券经济研究所整理。

除了买入国债外，日本银行量化宽松的另一条腿即购买本国 ETF 和 J-REIT。不考虑 REITs 资产性质，从体量上来讲就占可观的规模，可以等同于 MBS 对美国市场的重要性。图 13 复盘了近 10 年来日本银行对 ETF 和 REITs 购买指引，和欧洲市场“多字母”政策工具类似，日本在负利率期间就在不断扩大二者购买量，作为量化宽松的发明者，QQE 超量化期间日本银行对 J-REIT 和 ETF 的购买量同样有了数量级的跃升，在新冠疫情后又创了新高。虽然 2021 年 3 月日本银行声明即便疫情消退后也不会削减 ETF/J-REIT 的购买量，但从数据上看近月的购买量仍有下行，这类口头担保的可信度难辨，更像是在试探市场预期。透过日本银行对债券、ETF 和 J-REIT 的态度看，日本还有进一步宽松空间，但目前还没有意愿，未来的发展在奥运经济一举。

图 13：日本银行 (BOJ) 对 ETF/ J-REIT 的购买计划



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_20328

