

海外密集加息预期下，国内货币政策能否继续宽松

宏观经济报告

2022/2/20

摘要：

若美联储鹰派密集加息并不是美国经济已经在疫情下走出来，新货币政策框架下长期平均通胀 2.5% 的容忍度提升与当前通胀水平自然也难以自洽，而是美联储在货币政策明显跑在通胀曲线之后的补救行为。既然是补救行为鹰派加息的节奏大概率应该是头重脚轻、左顾右盼，但预期管理压力将会明显前置。我们倾向于美联储在 3 月份结束宽松后加息 50bp 以遏制通胀同比加速上升的局面，5 月份和 6 月份有加息可能，但市场预期全年加息 150bp 过于鹰派，疫情后经济很难回到过去。

难以回避的是，美联储作为世界级银行货币政策的全球化影响明显，特别是在加息周期，世界主要经济体对美联储货币政策多采用跟随思路。但是也需要注意，中美同样都是拥有独立货币政策的庞大经济体，22 年美国货币政策转向紧缩是为了应对通胀，那我国货币政策自然也需要应对三重压力执行货币政策。从货币政策功能上看，海外加息显然决定不了我国的货币政策继续保持宽松。从 2015-2018 年美联储加息周期来看，我国确实没有在美国加息过程中进行降息操作，但是在面对 2018 年国内宏观经济下行压力时进行了三次降准操作，不过降准时间段上来看处于美联储加息周期的尾部。目前我国货币政策更强调以我为主，面对当前宏观经济三重压力，尽管美联储货币政策转向紧缩但并不决定我国货币政策退出宽松甚至是进一步放松，但是操作时间节点上，美联储加息前和中后端概率大于起始阶段。

宏观策略方面，国内宏观经济政策底和金融底已经出现，因城施策地产信贷政策松绑也已经出现，宽信用预期正在加速升温，近期债市明显承压。但是往前看，宽信用需要宽货币支持至少后者不会紧，否则信用宽松将导致货币供给不及需求上升利率会走升，这并不适用于当前的国内经济环境疲弱的情况。目前来看，货币宽松已落地短期宽松窗口正在关闭，宽信用预期正启后续需要观察数据，中长期看仍需要进一步看财政+基建的组合能够承担稳增长的重任。综合来看，我们对于价值蓝筹股占比更高的上证 50 指数期货表现不悲观。21 年 12 月份指数调整后成长股的权重明显上升且公募基金赛道较为拥挤，受地产调控影响价值蓝筹股权重明显下降，在板块调整过程中正反两个方面共同拖累了上证 50 指数表现，调整则是配置的机会。节奏与风险点方面，展望 3 月 16 日 FOMC 会议，由于前期美联储未过多表态线索有限市场尚未进行交易，所以 3 月份的市场关注的焦点应该是缩表路径，市场风险对美联储货币宽松转向风险释放的不确定是在缩表而非加息，后续若有市场情绪释放，低位配置并持有策略可作考虑。

投资咨询资格号：证监许可[2012]112

李荣凯

宏观经济分析师

从业资格号：F3012937

投资咨询号：Z0015266

联系人：孔天赐

联系电话：0531-81678688

电子邮箱：lirk@luzhengqh.com

客服电话：400-618-6767

公司网址：www.luzhengqh.com

鲁证研究公众号：lzqhyjs



鲁证期货公众号：lzqhfwh



海外密集加息预期下，国内货币政策能否继续宽松

一、 美联储鹰派货币紧缩姿态大概率继续维持到通胀预期可控

21年以来，美国尽管受到新冠疫情的持续干扰但经济恢复仍保持在高景气区间，失业率降低至20年来低位4%水平，近期制造业PMI虽然有所下滑但仍处于明显高于50%以上较高景气区间。与此同时，通胀在新旧矛盾强化下同比增速持续同比高增，目前已经来到同比7.5%位置，通胀失控风险持续上升。

事实上，21年下半年以来美联储明显加强了货币宽松政策转向的预期管理。特别是在劳动参与下降，工资上升带来通胀自我强化的风险持续上升后，美联储在21年12月和1月持续超预期鹰派表态，让市场对于美联储在22年加息路径进行了重新定价。根据彭博资讯，金融市场对于美联储在22年加息路径已经提前交易至全年加息150bp，如果一个加息步长为25bp，那么全年加息次数将会达到6次，并且预期美联储在结束量化宽松后3月份一次性加息50bp，在随后的5月、6月加息窗口仍可能继续加息。

2月17日美联储发布的1月份会议纪要方面，美联储既未进一步讨论缩表路径，也未对市场预期的3月份加息50bp表态，3月16日的FOMC会议重要性进一步提升。我们认为美联储鹰派作风未进一步深入反而对市场对金融资产交易带来了一定的不确定性。

图1：制造业采购经理人指数（%）

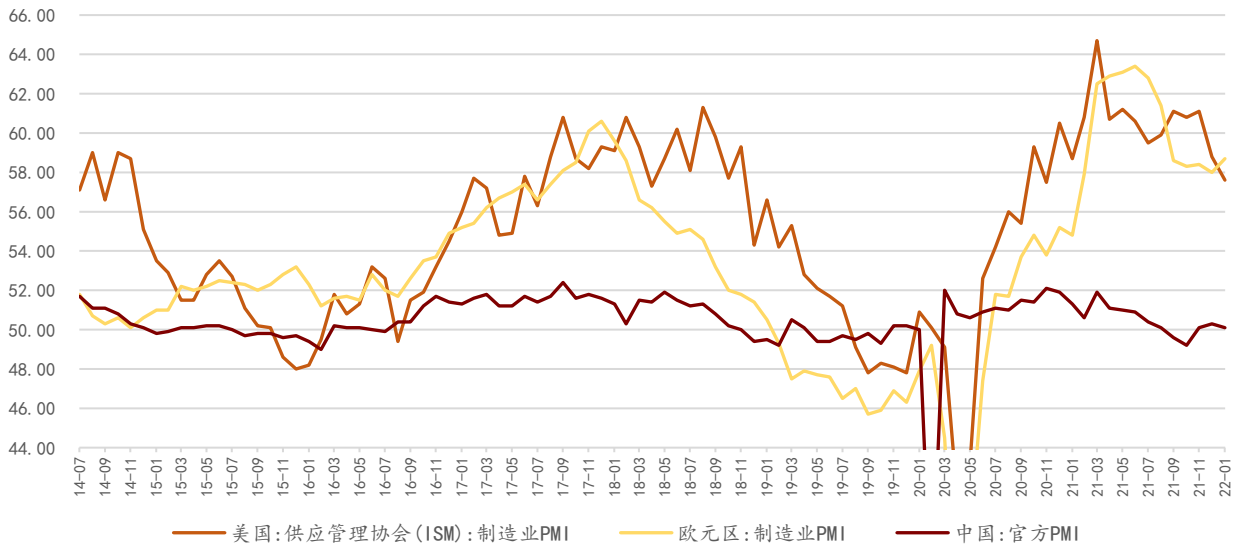
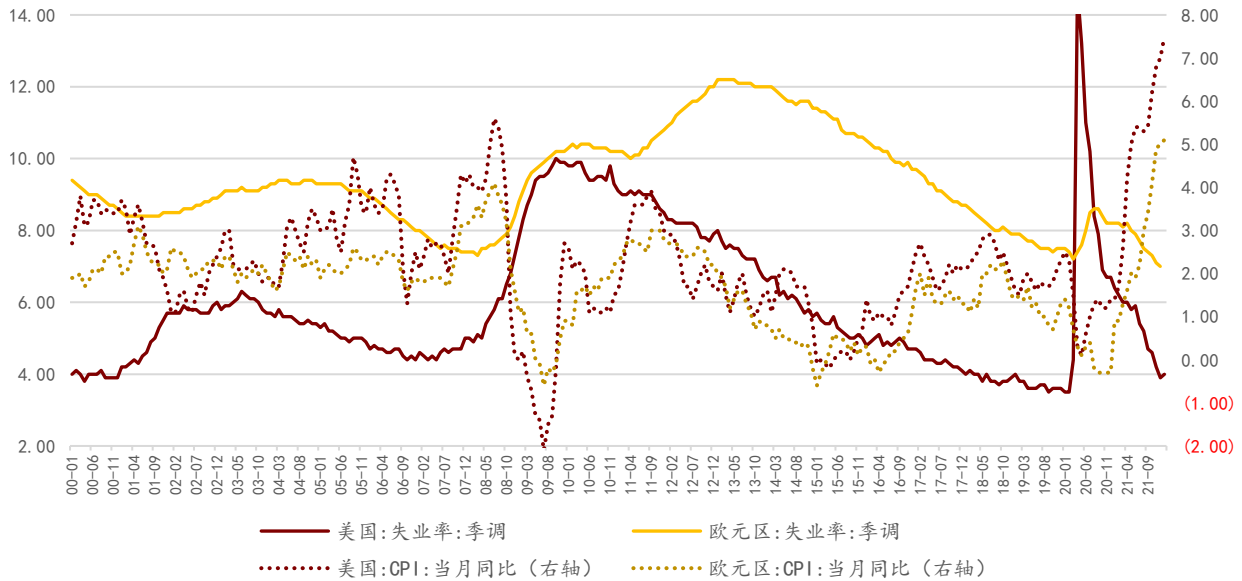


图2：美国、欧元区通胀与失业率（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

关于美联储密集加息预期我们有以下思考供参考：

一是，若美联储鹰派密集加息并不是美国经济已经在疫情下走出来，新货币政策框架下长期平均通胀 2.5% 的容忍度提升与当前通胀水平自然也难以自洽，而是美联储在货币政策明显跑在通胀曲线之后的补救行为。既然是补救行为鹰派加息的节奏大概率应该是头重脚轻、左顾右盼，但预期管理压力将会明显前置。

二是，美国以及海外发达国家缺乏强力政府，但央行的决策独立性更强，因而财政政策落地明显难于货币政策。回顾前期，面对疫情冲击下美联储施行超级宽松货币政策，对稳定经济预期出手速度快效果明显。面对当前通胀失控风险，在其他控通胀控制手段乏力时，货币政策鹰派管控通胀扭转通胀自我强化预期事实上也是应当被市场理解并交易。

三是，随着经济体债务规模越来越大杠杆率也越来越高，出于金融稳定性考虑，央行往往是降息容易加息难。历史上美联储加息周期当中加息 50bp 并非没有只是进入本世纪以来鲜见，仅在 1999-2000 年加息周期中，2000 年 5 月 16 最后一次加息 50bp。如果再往前追溯，在 1994-1995 年加息周期中，后四次加息（总共加息七次）均为 50bp 或超过 50bp。如果观察美联储由降息转为加息，并且首次加息超过 50bp 历史上仅有一次，且是非严格意义的加息周期。二十世纪 80 年代里根执政期间，在宽松货币周期刺激经济增长任务完成后，面对同比超过 10% 的通胀水平启动加息周期。在 1982 年 12 月到 1984 年 9 月加息大周期的过程中，在 1983 年 8 月份（6.25bp），9 月份（12.5bp）有所两次降息，随后在 1984 年 3 月份直接加息 112.5bp。

四是，作为世界级央行，美联储加息将在很大程度上影响其他经济体的货币宽松行为，特别是长期以来海外主要经济体货币政策对美联储保持跟随状态。美联储密集加息将导致其他主要经济紧缩货币增加融资成本，增加流动性泛滥囤积居奇行为的不确定性和金融市场的不稳定性，对全球抑制工业品通胀与消费品通胀传导有积极作用。尽管供给不足导致的通胀很难通过货币紧缩行为遏制，但是当通胀水分被挤出后，表观需求更容易回归真实需求，供给问题更容易在货币环境扰动退出后聚焦，问题更容易得到解决。高通胀与低增长经济运行状态对市场长期发展损害非常大，处理起来非常棘手容易形成按下葫芦浮起瓢的局面，这是任何一个经济大国都不愿意看到的局面。

五是，1月份美联储会议发布后美股指数反弹、美债利率和美元回落、黄金走高。金融资产出现该走势有两种理解。其一是，前期12月份和1月份的超预期鹰派表述未延续，市场对鹰派加息的交易有所松动。但是也有可能是，3月16日宣布50bp加息，全年加息150bp可能已经被市场进行了较为充分交易，鹰派不及预期后的修正。事实上这两种理解有些矛盾，但是不论是那种是正解，关于美联储缩表的路径，由于美联储未过多表态线索有限市场尚未进行交易，所以3月份的市场关注的焦点应该是缩表路径，市场风险对美联储货币宽松转向风险释放的不确定是在缩表而非加息。

综上所述，我们倾向于美联储在3月份结束宽松后加息50bp以遏制通胀同比加速上升的局面，5月份和6月份有加息可能，但市场预期全年加息150bp过于鹰派，疫情后经济很难回到过去，本次加息周期由过去三年缩短为两年。毕竟疫情对美国造成的持续影响已经不是货币政策能够解决，但是通胀可以而且是美联储的核心货币政策目标。因此，如果加息能够在后期对通胀形成有效遏制事实上对风险资产将是明显利好，反之则更为麻烦，因为市场鹰派交易大概率会跑到市场前面。

图3：美国联邦基金目标利率与美债收益率（%）

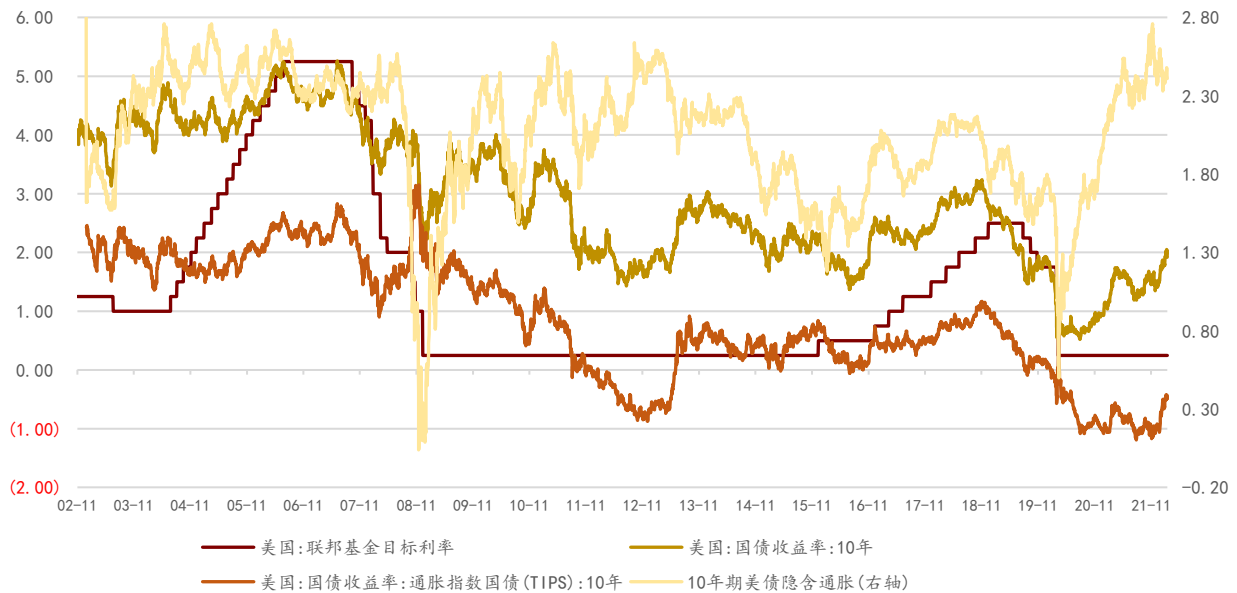
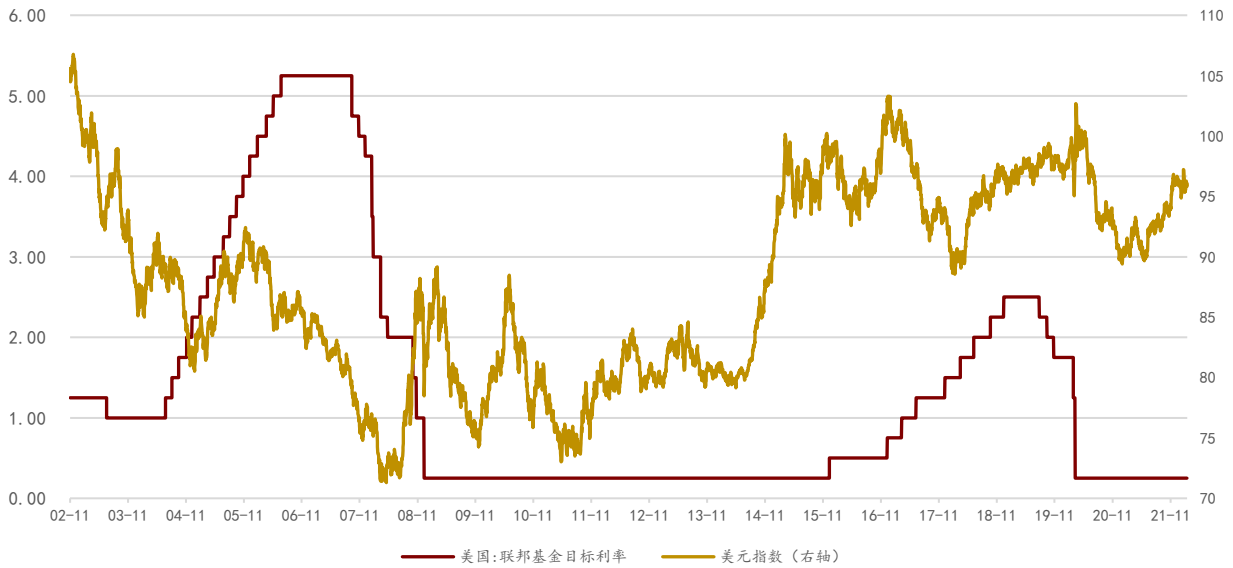


图4：美国联邦基金目标利率与美元指数（%，点）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

二、 天量新增社融但结构不佳，国内货币政策核心还是要服务于国内经济

2月10日央行发布1月份金融数据，新增社融规模为6.17万亿元，同比多增9842亿元，社融存量为320.05万亿元，同比增长10.5%。其中社融项下人民币贷款增加近4.20万亿元，同比多增3800亿元。广义货币(M2)余额243.1万亿元，同比增长9.8%，增速分别比上月末和上年同期高0.8和0.4个百分点。狭义货币(M1)余额61.39万亿元，同比下降1.9%，剔除春节错时因素影响，M1同比增长2%。

此前彭博预计新增社融将超过5.5万亿，人民币新增贷款将达到4.2万亿。尽管该预测已经小幅超出市场大部分预期，但是数据发布后更是大幅超出预期上沿。数据发布后，银行间市场债券利率普遍大幅上行，次日国债期货均大幅下跌，债券期货结构明显平坦化，但是股票市场反应反而比较平淡，沪深300现货指数当日还略微收跌。

图5：新增社会融资规模（亿元）

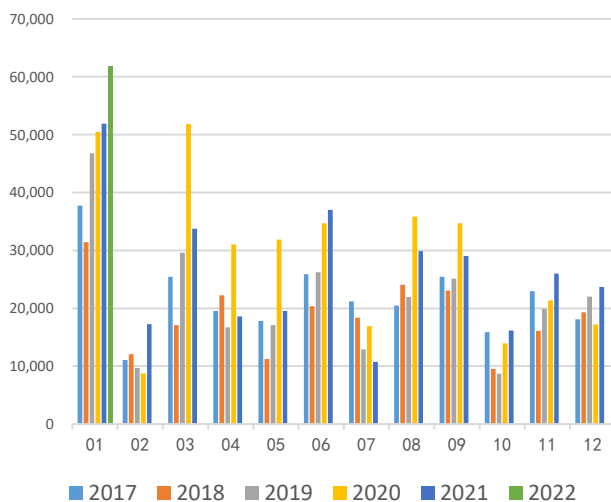
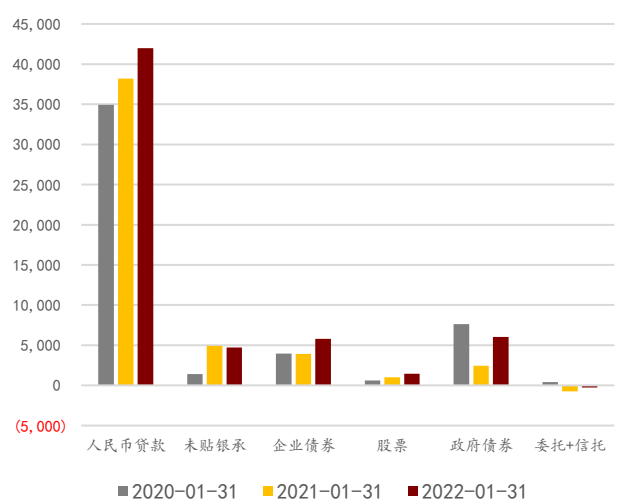


图6：新增社融分项（亿元）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

图 5：信贷结构：新增项（亿元）

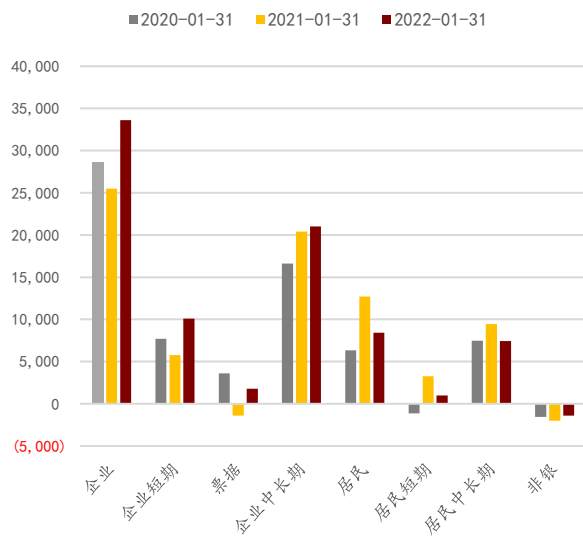
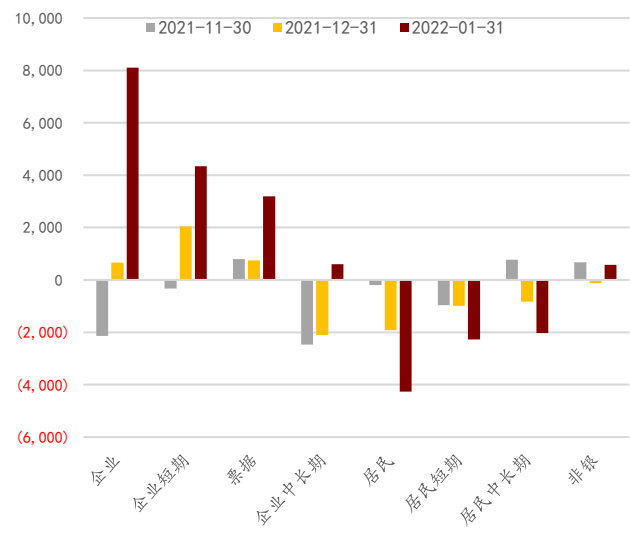


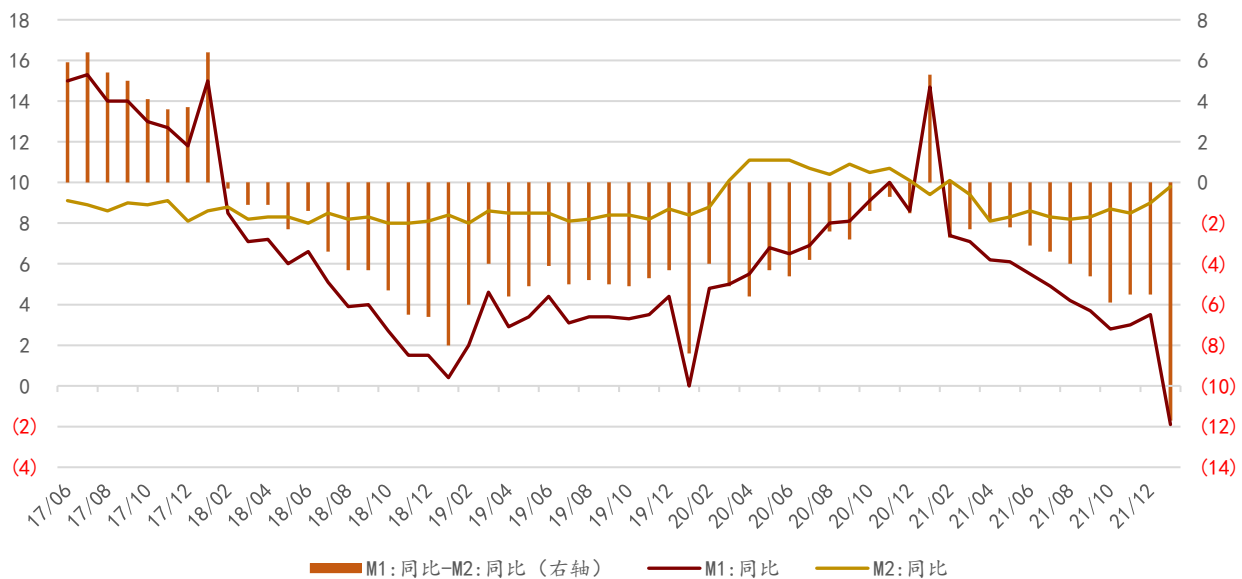
图 6：信贷结构：同比多增（亿元）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

事实上，1 月份金融数据如果从总量来看利好权益资产利空债券资产，但是从结构上来看就未必就是如此。一是从企业来看，前期贷款短期化局面并没有好转，同比多增仍然主要是短贷和票据撑量，中长期贷款仅仅同比多增 600 亿元；二是从居民来看结构就更差了，不但同比少增而且规模明显扩大，中长居民贷款同比少增超过 2000 亿元；三是，从广义货币和狭义货币来看，M2 同比多增但是，M1 同比数据在之前两期数据同比增长后大幅下行至罕见的负值-1.9%，这是自 1986 年有统计数据以来的最低值。事实上，1 月份因为春节影响企事业单位会发放员工年终奖有季节性大量的体现需求，1 月份数据经常会出现同比大幅下行，央行也指出提出季节性影响同比增长 2%，一方面绝对水平偏低另一方面这也比 12 月份数据环比下滑了 1.5 个百分点，前期地产调控的压力显现。

图 7：广义货币与狭义货币同比变化（%）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

既然如此，经济在持续走差还是边际向好在多数宏观数据空窗期变得模糊，未来信用宽松的能否在松绑下的财政+基建发力的组合下弥补房地产市场的不足市场，我们有以下思考供参考：

一是，目前财政和货币齐发力应对三重压力已经非常明朗，这一点从地方债发行和央行财政存款方面可以看出来，但是信用宽松初期货币宽松是必然，否则信用宽松将导致货币供给不及需求上升，利率上升，这并不适用于当前的国内经济环境疲弱的情况。

图 8：地方政府债发行额（当月值，亿元）

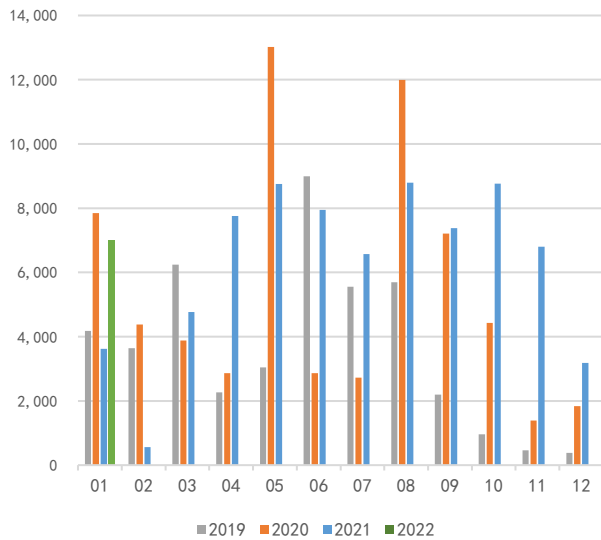
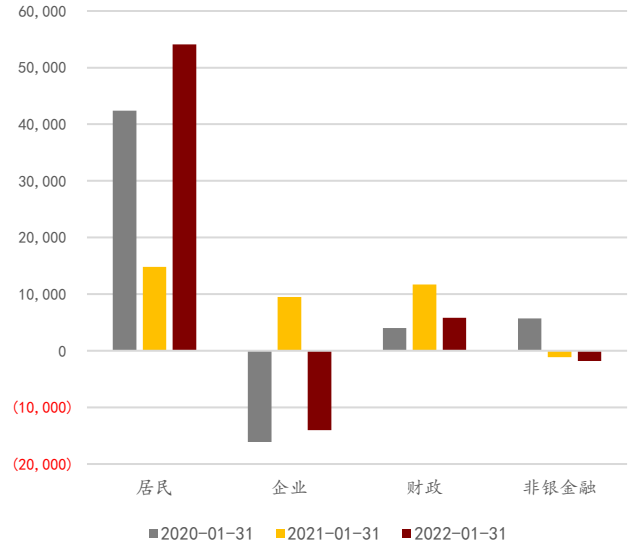


图 9：存款结构：新增项（亿元）



数据来源：wind，鲁证期货研究所整理

二是，在 2 月份发布的央行四季度货政执行报告中，未见货币政策报告在一季度转向的信号。此外，在央行 1 月份金融数据发布后的 2 月 15 号的 MLF 操作中，等价续作 1000 亿元，也显示了央行态度。

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_39278



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn