



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

如何理解当下的货币政策

摘要

3.17 降准后，市场流动性预期再起波澜，恰逢本周美联储议息会议结束，在国内与海外不确定性基本落地之际，结合近期市场与消息面的变化情况，我们希望通过重新梳理之后，能够更全面的理解当下的货币政策。

对于资金中枢的上移以及资金市场利率波动的增加，我们认为这并不是政策收紧的信号，而是常态化的回归，是基本面修复伴生现象。此外，资金波动的放大将影响到市场的流动性预期，有助于防止资金淤积在银行间市场，防止资金空转，更有助于资金流向实体。

对于降准择时需要从基本面整体以及更长周期的视角来看待，并不能简单理解为货币宽松。其目的主要有三重：第一是对冲短期内债券供给以及缴税跨季的流动性需求，第二是投放中长期流动性为信贷扩张提供环境同时减轻银行体系负债端压力，最后其对市场偏保守的政策预期进行了向上的修正。整体来说，降准如同前文提到的资金中枢变动一样，是复苏周期下货币政策应该做出的伴随动作，而不是逆周期下的需求端刺激，因此不能简单理解为“开闸放水”。

最后，对于货币政策空间，3月FOMC结束后短期内流动性预期明显改善，但考虑到未来潜在通胀压力可能在导致海外货币政策再度收紧，届时可能会再度对国内货币政策操作形成掣肘。在基本面复苏的周期下，海外高利率水平持续时间的变的更久显然是不利的，当下的政策空间弥足珍贵，需要好好把握这一窗口期有所作为。

南华期货研究所

高翔 分析师

投资咨询从业资格：Z0016413

gaoxiang@nawaa.com

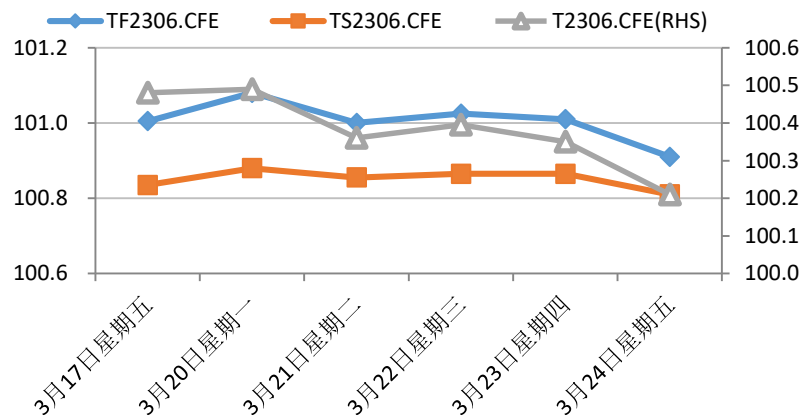
0571-87839252

第1章 行情回顾与展望

1.1. 本周债市窄幅波动

本周债市长短走势相对分化，国内降准叠加海外风险边际缓释，10 年期合约明显回落，同时资金面明显改善，2 年期合约凸显韧性。

图 1.1 本周国债期货走势



资料来源：I find 资讯 南华研究

截至周五收盘，T2306 收为 100.21，较上一周下跌 0.27%；TF2306 收为 100.91，较上周下跌 0.09%；TS2306 收为 100.81，跌幅 0.02%。现券方面，十年期国债收益率上行 1.33bp 至 2.87%，一年期国债收益率上行 3.57bp 至 2.29%。

表格 1：上周数据统计

期货数据		周五结算价	周涨跌幅
10年期国债期货	T2306.CFE	100.210	-0.27%
	T2309.CFE	99.535	-0.25%
5年期国债期货	TF2306.CFE	100.910	-0.09%
	TF2309.CFE	100.485	-0.06%
2年期国债期货	TS2306.CFE	100.810	-0.02%
	TS2309.CFE	100.600	0.02%
价差数据		价差	周涨跌
跨期价差	T2306-T2309	0.675	-0.02
	TF2306-TF2309	0.425	-0.03
	TS2306-TS2309	0.210	-0.04
跨品种价差	2TS-T	303.030	0.17
	2TF-T	101.610	0.08
	TS-TF	100.710	0.05
现券收益率		周五收盘价	周涨跌
国债收益率	1Y国债	2.29%	3.57 BP
	2Y国债	2.43%	1.52 BP
	3Y国债	2.53%	0.46 BP
	5Y国债	2.70%	1.91 BP
	7Y国债	2.85%	2.10 BP
	10Y国债	2.87%	1.83 BP
国开收益率	1Y国开	2.47%	-2.91 BP
	3Y国开	2.72%	-0.40 BP
	5Y国开	2.85%	0.52 BP
	7Y国开	3.02%	-1.16 BP
	10Y国开	3.03%	1.25 BP
资金利率		最新价	周涨跌
银行间质押回购利率	R001	1.27%	-108.01 BP
	R007	1.70%	-45.60 BP
	R014	2.62%	41.72 BP
SHIBOR利率	SHIBOR1M	2.47%	-5.00 BP
	SHIBOR3M	2.55%	-5.80 BP

资料来源：I find 资讯 南华研究

1.2. 如何理解当下的货币政策

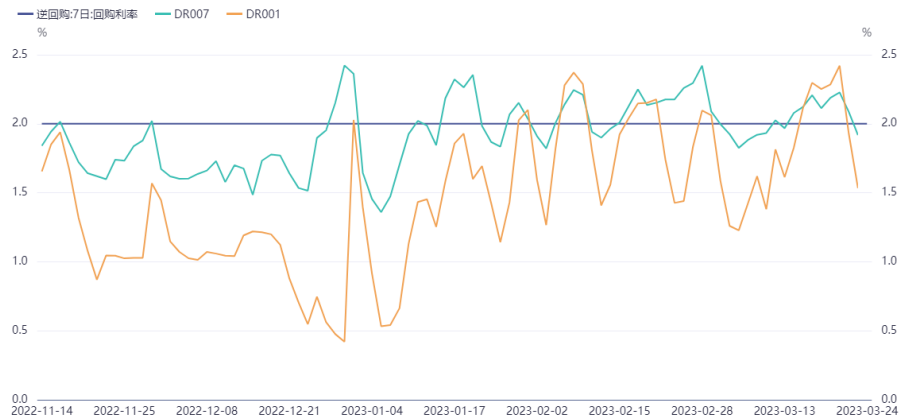
3月17日央行超预期降准后，市场流动性预期再起波澜，恰逢本周美联储议息会议结束，在国内与海外不确定性基本落地之际，结合近期市场与消息面的变化情况，我们希望通过重新梳理之后，能够更全面的理解当下的货币政策。

1.2.1. 被有意放大的资金面波动

春节假期归来后银行间资金中枢明显抬升，同时银行间市场加权利率波动增大，这背后既有资金需求端的客观因素，也有监管层有为之的主观影响。需求端来看，节后经济复苏稳步推进，企业基本面预期改善信贷扩张，这一点从持续修复的人民币贷款数据可以得到印证，信贷派生的过程中对准备金形成消耗，从而对流动性造成压力。另一方面，今年财政发力节奏积极，2月社融口径下新增政府债券融资8138亿元，较去年同期多增接近

5400 亿，债券供给压力对流动性产生虹吸效应。相比之下资金供给的调整更像是监管层的有为之，在公开市场操作层面，可以观察到投放节奏相对没有此前积极，例如此前通常是提前进行流动性的投放，来起到安抚市场情绪、熨平资金波动的作用，而节后的操作却往往需要等到资金压力已经被市场价格反应之后才落地。

图 1.1 资金面持续收敛



数据来源：同花顺FinD

资料来源：iFInd 南华研究

资金供需两端压力下，就造成了利率中枢上移同时日度波动加大的局面。我们认为这更多与公开市场操作节奏的调整有关，即更像是央行的有意之举。那么这意味着央行正在主动收紧流动性吗？我们认为并不能这么理解：一方面随着企业经济预期不断改善，资金面边际收紧是正常的表现，例如对于 2% 的政策锚，短端资金中枢从此前 1.3% 的极低水平上升到 1.5% 左右甚至 1.8% 左右，并不意味着当下流动性已经偏紧了，我们更偏向于将其认定为常态化的回归，是基本面修复的表现。另一方面，对于资金波动的放大，我们认为这将影响到市场的流动性预期，即金融机构可能会意识到，未来并不能想之前一样获得稳定且价格极低的资金了，这样的预期变化有助于防止资金淤积在银行间市场，防止资金空转，更有助于资金流向实体。而常态化的调整，并不代表政策基调的收紧，更不意味着政策正面临转向。

1.2.2. 降准意味着再度宽松？

3 月 17 日央行宣布全面降准 25bp，超出市场预期，尽管我们在上周周报中做了更为详细的论述，但在此需要强调的是：降准的落地并不意味着政策的转松，平稳的基调并没有改变。

从降准的原因来看，潜在的流动性压力以及信贷行为修复带来的缴准压力依旧是主要原因。一方面，未来一段时间的流动性冲击确实不容小觑：在缴税窗口之后，跨季资金需求也会对资金面造成巨大冲击。另一方面，从经济运行的视角来看，今年以来基本面持续修复，实体企业的信心明显好转，因此从货币供应以及信贷相关的数据我们可以看到企业资金活化以及中长期贷款持续修复的现象，降准所投放的中长期流动性对于缓解银行缴准压力同样至关重要。

最后，降准对于政策预期也起到了提振的作用。从两会对于全年经济增速目标的预设来看，复苏的斜率以及政策力度都是偏温和的，但降准时点的超预期前置会导致市场预期再度修正。

整体来说，降准主要起到推动宏观预期再度修正以及投放中长期流动性缓解资金压力的作用，是复苏持续推进以及资金中枢正常向政策锚回归过程中的流动性保障，其更像是为宏观环境的修复提供了配套的货币环境，而不是逆周期下的需求端刺激。

1.2.3. 从 FOMC 看货币政策空间

美联储 3 月议息会议宣布加息 25bp，将联邦基金利率区间上调至 4.75%-5%，基本符合市场预期，而资产表现也指向市场对于本次加息的理解偏“鸽”：议息决议公布后，美股全线下行、美债收益率同步回落，美元指数下跌，黄金上涨，整体来说就是“鸽派理解+避险”的逻辑，其中美债收益率与美元指数的下跌指向市场对于本次会议理解偏“鸽”，而避险反应则是由于隔夜财政部长耶伦表示“不考虑大幅提高存款保险额度及覆盖面”。

但从长期来看，我们认为通胀压力依旧不容忽视，甚至需要更加警惕。从答记者问的内容中，我们可以发现，寄希望于银行业风险事件后信用环境萎缩，信贷紧缩抑制经济活力从而抑制通胀水平，是本次降准温和的仰仗之一。但 SVB 事件传导至整个经济体活力下行的可能性不大，或者说即便产生影响，其效果也会较直接加息来说大打折扣。原因在于，本轮高通胀的源头在于劳动力市场紧张导致工人薪资以及居民生活成本螺旋上行，但银行风险事件底层原因其实是科技企业的估值在加息之下快速收缩以及部分资产配置不够合理的银行在利率上行阶段录得大量损失，二者并无直接关联，在本次事件中，银行业风险对居民部门消费、薪资以及服务类产品价格的影响都较为有限，而信贷紧缩现象的程度同样有待观察。从点阵图以及经济预测情况来看，终端利率不变加上通胀预测水平上调意味着实际政策利率的下行，结合流动性的边际宽松，金融体系的融资环境受影响程度有限。另一方面，除了信贷融资外，美国金融体系中包括股权、债券在内的直接融资渠道同样畅通。

图 1.2 FOMC 经济预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2023

Variable	Percent				Central Tendency ²				Range ³			
	Median ¹				2023	2024	2025	Longer run	2023	2024	2025	Longer run
	2023	2024	2025	Longer run								
Change in real GDP	0.4	1.2	1.9	1.8	0.0-0.8	1.0-1.5	1.7-2.1	1.7-2.0	-0.2-1.3	0.3-2.0	1.5-2.2	1.6-2.5
December projection	0.5	1.6	1.8	1.8	0.4-1.0	1.3-2.0	1.6-2.0	1.7-2.0	-0.5-1.0	0.5-2.4	1.4-2.3	1.6-2.5
Unemployment rate	4.5	4.6	4.6	4.0	4.0-4.7	4.3-4.9	4.3-4.8	3.8-4.3	3.9-4.8	4.0-5.2	3.8-4.9	3.5-4.7
December projection	4.6	4.6	4.5	4.0	4.4-4.7	4.3-4.8	4.0-4.7	3.8-4.3	4.0-5.3	4.0-5.0	3.8-4.8	3.5-4.8
PCE inflation	3.3	2.5	2.1	2.0	3.0-3.8	2.2-2.8	2.0-2.2	2.0	2.8-4.1	2.0-3.5	2.0-3.0	2.0
December projection	3.1	2.5	2.1	2.0	2.9-3.5	2.3-2.7	2.0-2.2	2.0	2.6-4.1	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.6	2.6	2.1		3.5-3.9	2.3-2.8	2.0-2.2		3.5-4.1	2.1-3.1	2.0-3.0	
December projection	3.5	2.5	2.1		3.2-3.7	2.3-2.7	2.0-2.2		3.0-3.8	2.2-3.0	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	5.1	4.3	3.1	2.5	5.1-5.6	3.9-5.1	2.9-3.9	2.4-2.6	4.9-5.9	3.4-5.6	2.4-5.6	2.3-3.6
December projection	5.1	4.1	3.1	2.5	5.1-5.4	3.9-4.9	2.6-3.9	2.3-2.5	4.9-5.6	3.1-5.6	2.4-5.6	2.3-3.3

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The December projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on December 13-14, 2022. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the December 13-14, 2022, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the March 21-22, 2023, meeting.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

资料来源：FED 南华研究

综上，3 月 FOMC 结束后，短期内流动性预期明显改善，但考虑到未来潜在通胀压力可

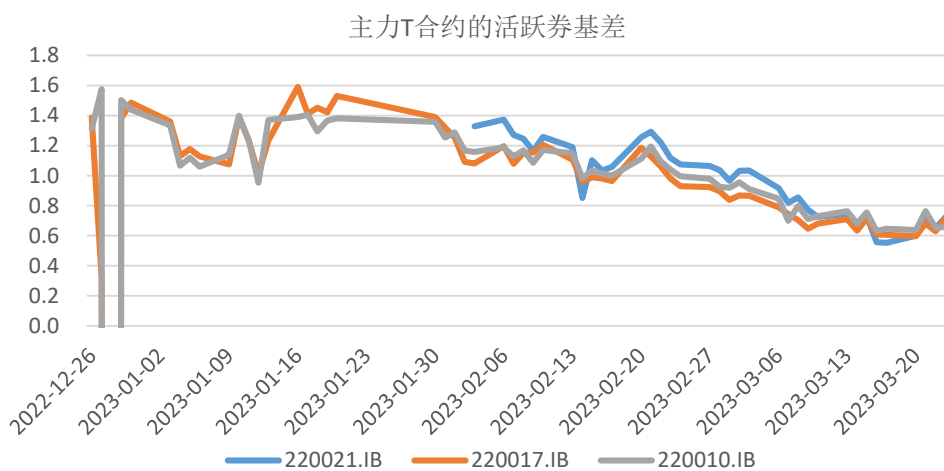
能在导致海外货币政策再度收紧，届时可能会再度对国内货币政策操作形成掣肘。在基本面复苏的周期下，海外高利率水平持续时间的变的更久显然是不利的，当下的政策空间弥足珍贵，需要把握这一窗口期有所作为。

第2章 策略建议

2.1. 基差策略

本周国债期货合约跌幅大于现券，利率在当前水平要取得方向性突破需要更大的动力，而期货冲高阻力较大，基差继续下行概率有限。

图 2.1 基差保持窄幅波动

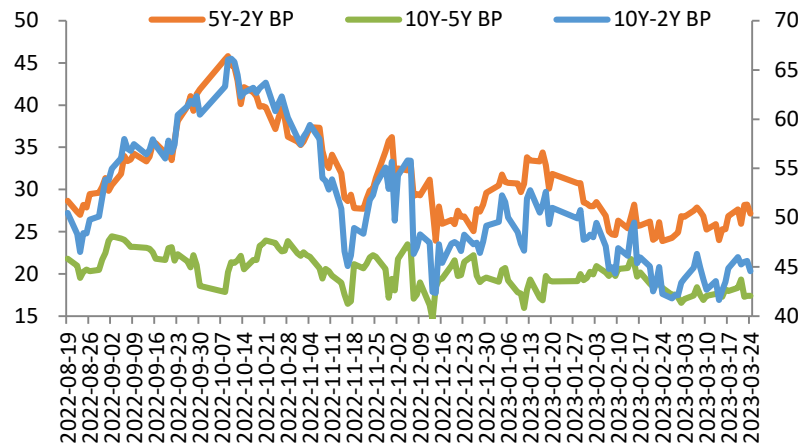


资料来源：I find 资讯 南华研究

2.2. 曲线策略继续持有

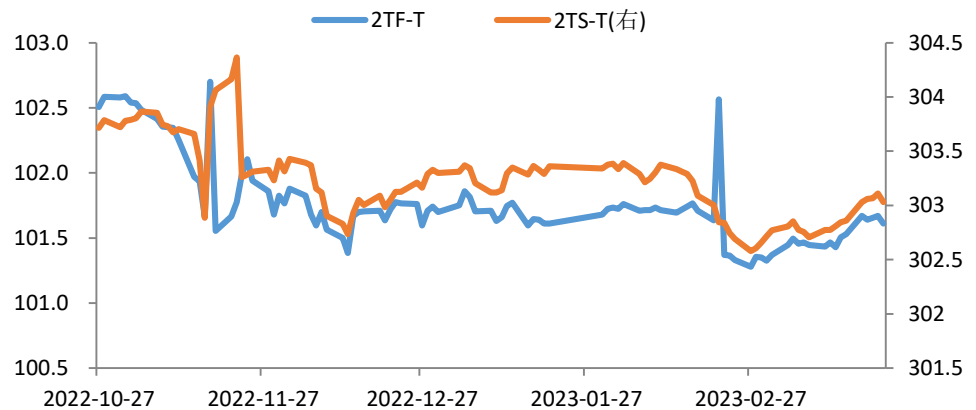
结合前文观点，我们认为降准落地后缓解资金压力同时抬升市场的风险偏好，因此建议做陡曲线策略继续持有。

图 2.2 国债长短利差走势(bp)



资料来源: I find 资讯 南华研究

图 2.3 跨品种价差走势(元)



资料来源: I find 资讯 南华研究

免责声明

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，本报告所载资料、意见及推测仅反映在本报告载明的日期的判断，期货市场存在潜在市场变化及交易风险，本报告观点可能随时根据该等变化及风险产生变化。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不应作为您进行相关交易的依据。本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。

本公司的销售人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、涉及相应业务内容的子公司可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

未经本公司允许，不得以任何方式传送、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。经过本公司同意的转发应遵循原文本意并注明出处“南华期货股份有限公司”。未经授权的转载本公司不承担任何责任。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

公司总部地址：浙江省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