

货币政策并未转向

--金融高频数据周报（2023年12月04日-12月08日）

核心观点：

12月中央政治局会议一般可以理解为中央经济会议的风向标，对于2024年全年的政策方向具有前瞻指引。货币政策从2021年末的“灵活适度”到2022年末“精准有力”，2023年末再次回到“灵活适度+精准有效”，市场可能产生货币政策转向为边际收紧，我们认为当下的跨周期和逆周期调节具有不一样的新内涵，货币政策并未转向，总量仍是中性偏松的基调，从“力”到“效”，是在中央金融工作会议对于货币信贷供需呈现“新特点”的判断下，货币政策强调“结构”优先于“总量”，信贷政策将加大方向引导。

首先，流动性合理充裕的含义是“保持广义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”，目前M2和社融增速与名义经济的增速已经是基本匹配的状态，并不需要大水漫灌，否则将带来资金的空转。

其次，当前狭义流动性的紧张主要来自于政府债券发行带来的冲击，是从政府融资到财政支出的时滞影响，并非央行的主动收紧，央行呵护流动性合理充裕的政策意图并未改变。11月货币市场利率持续高于政策利率，资金处于偏紧状态，央行并未实施降准，这加重了市场对于货币政策收紧的疑虑。但值得关注的是11月MLF的到期量为8500亿元，为年内最高，央行超量续作，投放14500亿元，释放中长期流动性6000亿元，相当于降准25BP释放的资金量。同时，可以观察到7天逆回购余额从8月开始显著高于历史平均水平，这背后是央行为配合财政政策协同发力加大公开市场投放，平滑短期资金波动。

再次，从“精准有力”到“精准有效”，旨在提升对实体经济的服务质量，货币政策强调“结构”优先于“总量”，信贷政策将加大方向引导。10月末的中央经济工作会议指出金融工作目前存在的四个主要问题，其中之一是“金融服务实体经济的质效不高”。央行未来将营造良好的货币金融环境服务实体经济。包括加强对信贷方向的引导，支持“重大战略、重点领域和薄弱环节”；盘活被低效占用的金融资源；加强与财政、监管等政策的协调配合；推动实体经济融资成本稳中有降。其中盘活被低效占用的金融资源包括盘活存量贷款、提升存量贷款的使用效率、优化新增贷款投向。根据三季度货币政策执行报告，“减”的方向包括：房地产贷款、部分地方融资平台贷款、基础设施等领域被低效占用的信贷、间接融资比重下降。

总之，当下的货币政策要放在“不一样的跨周期和逆周期”中去理解，强调宏观政策的前瞻性、连续性和稳定性。以往在逆周期过程调节中强调跨周期调节，或者强调二者结合，市场的解读是从偏宽松的货币政策转向中性的货币政策，甚至是中性偏紧的货币政策立场。当下的“新”逆周期是在新旧动能切换过程中的为经济增长托底。鉴于新旧动能切换至少是一个2-3年的过程中，当下的跨周期调节是强调“新”逆周期政策应该具有稳定性和连续性的，因此与以往不同，“新”跨周期调节隐含的是一个中性偏宽松的政策基调。

未来的政策预期：中小银行改革化险方案可能会加速推进，未来将回归本源和主业。政策性银行将深化改革，通过政策性金融工具为“三大工程”提供长期的低成本资金支持可能是首选方案。调降政策利率依然是结构工具的方向，以推动实体融资成本下行，减轻政府债务压力。配合财政政策协同发力，央行将通过降准、中期借贷便利、公开市场操作等维持流动性合理充裕，并推动优化国债持有结构。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

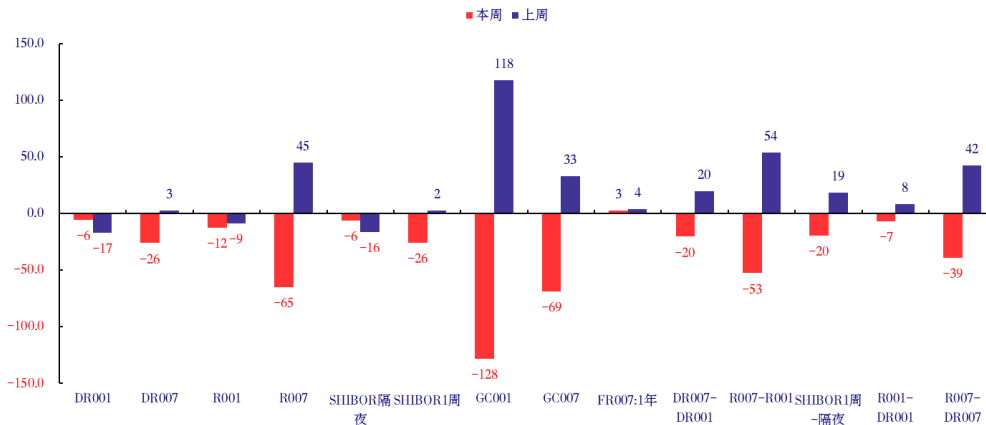
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

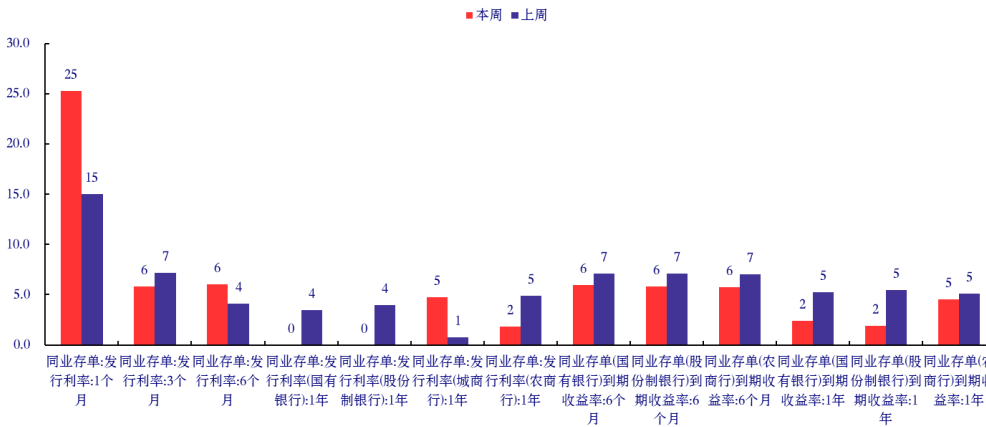
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：12月4日-12月8日，上周：11月27日-12月1日，上上周：11月20日-11月24日

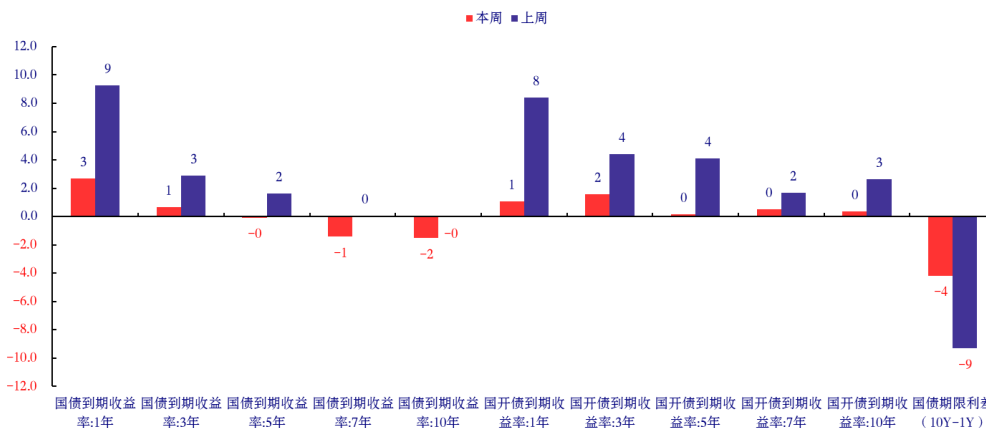
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：12月4日-12月8日，上周：11月27日-12月1日，上上周：11月20日-11月24日

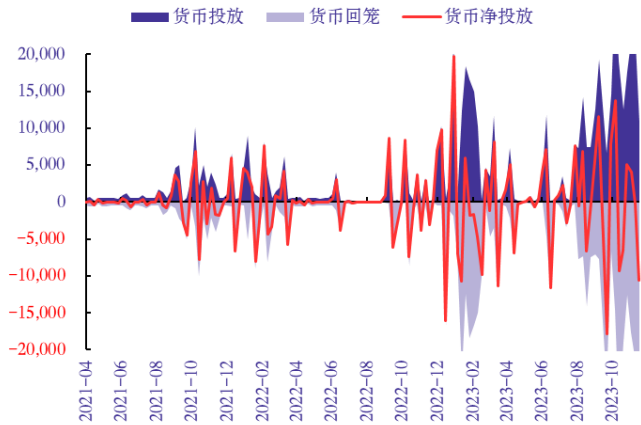
图3：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

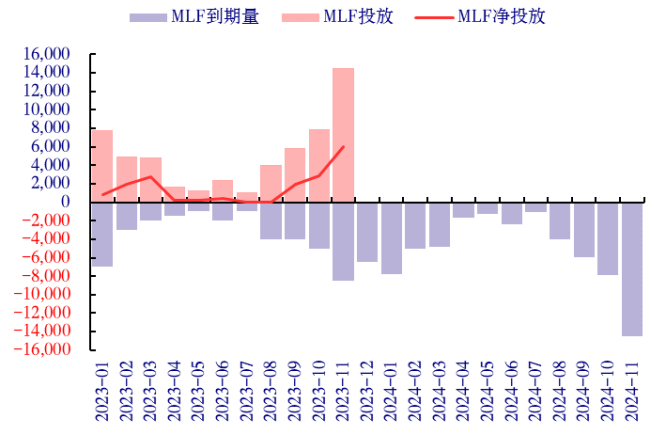
本周：12月4日-12月8日，上周：11月27日-12月1日，上上周：11月20日-11月24日

图4: 央行公开市场净回笼 10590 亿元 (亿元)



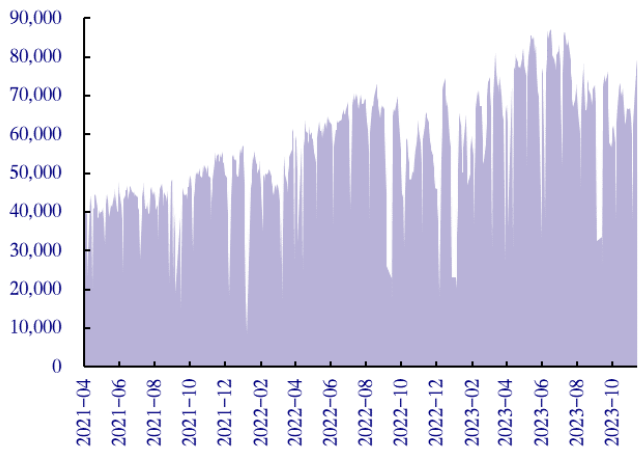
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 12月 MLF 到期量 6500 亿 (亿元)



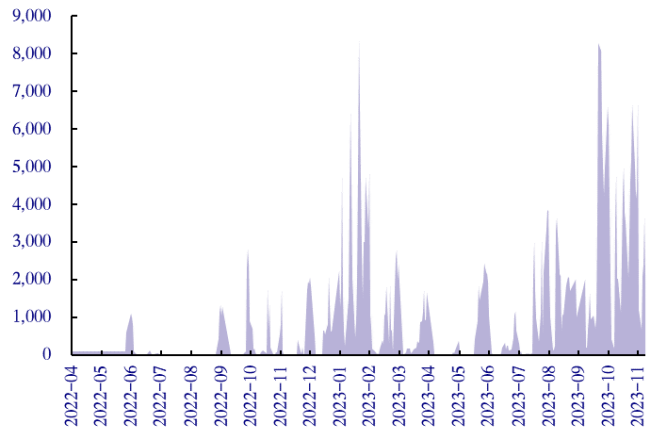
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 银行间质押式回购日均成交量快速上升至约 7.5 万亿 (亿元)



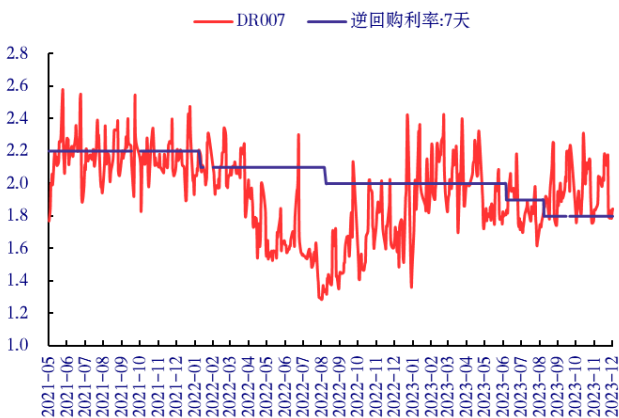
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 7天逆回购规模本周合计 10770 亿 (亿元)



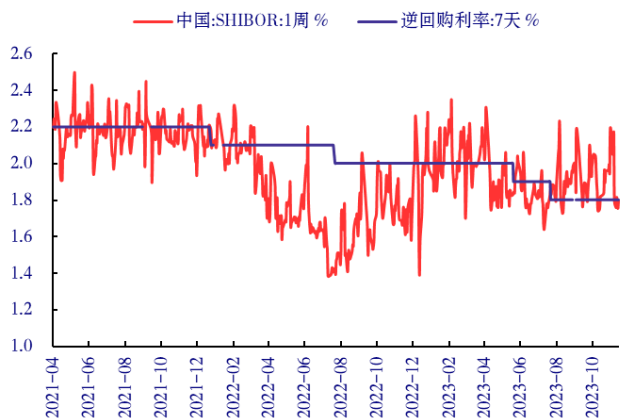
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: DR007 上行至 1.8442% (%)



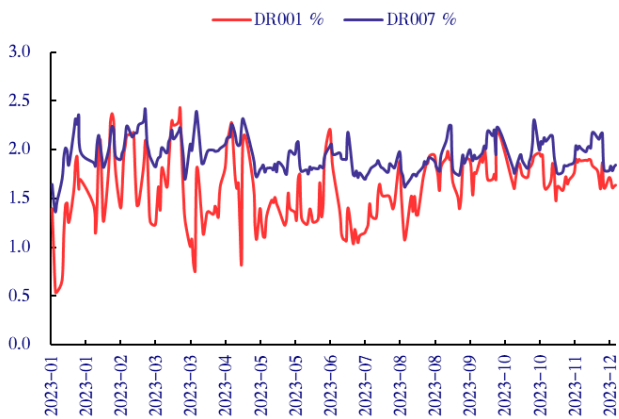
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SHIBOR007 收于 1.7980%



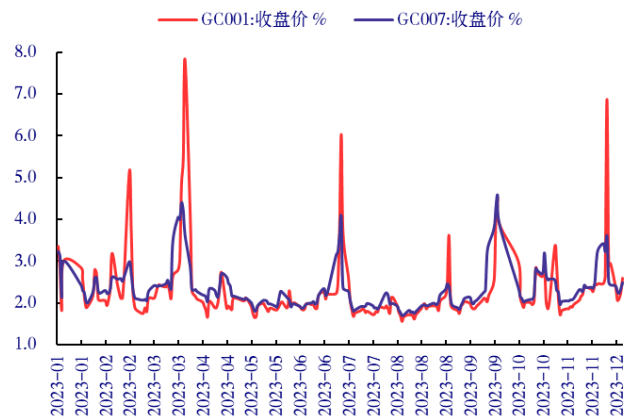
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差上行至 21BP



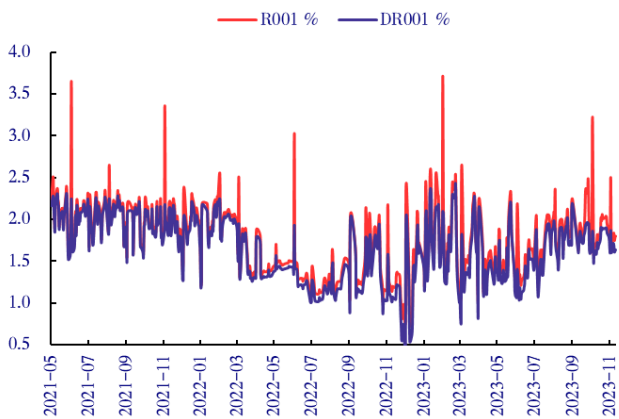
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上证所国债回购利率回落后上行



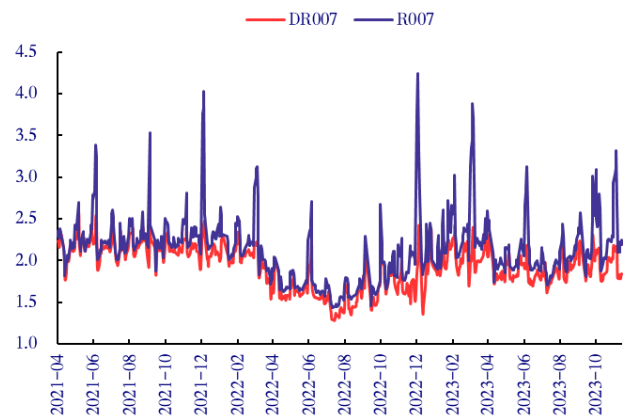
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差走阔



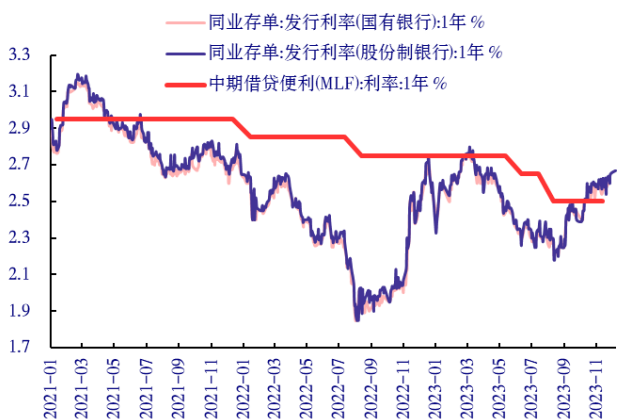
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差走阔 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



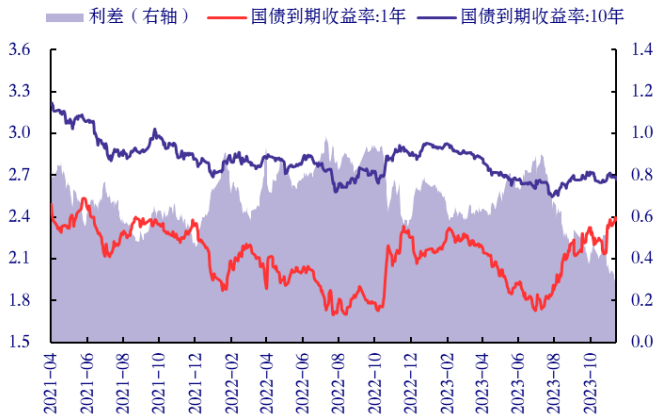
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10年期国债收益率与 MLF 利率



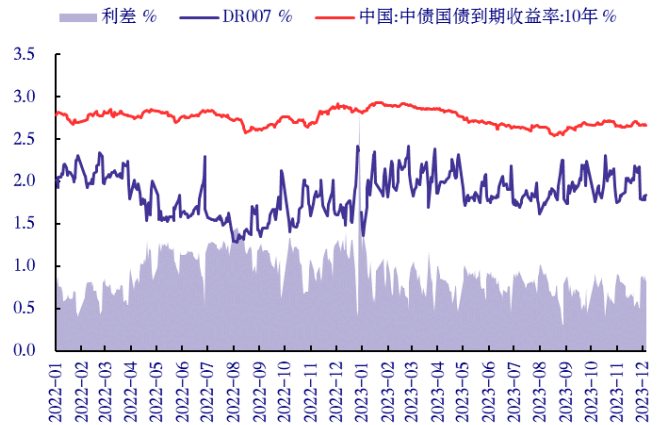
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率利差缩小(%)



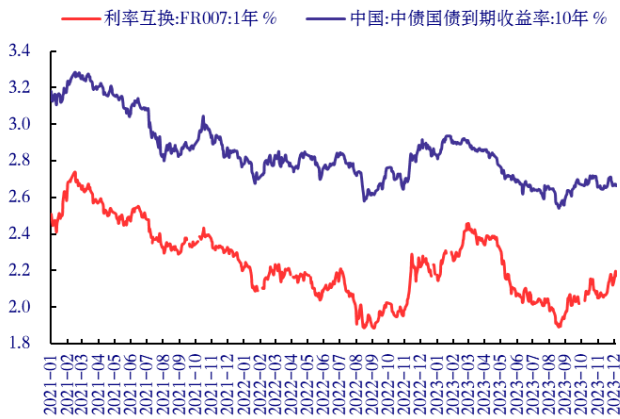
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与DR007利差缩小至82BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期FR007利率与10年国债收益率利差缩小



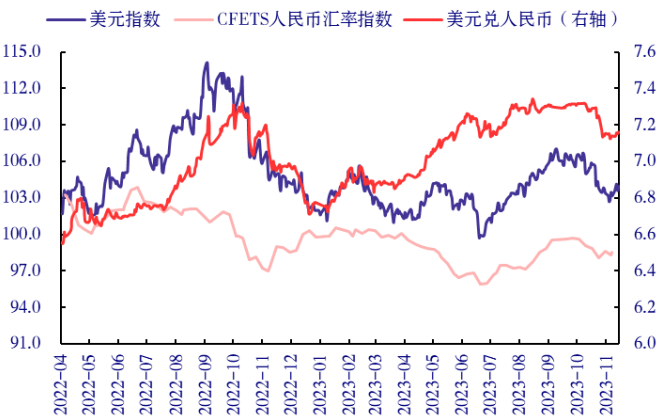
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期FR007上行



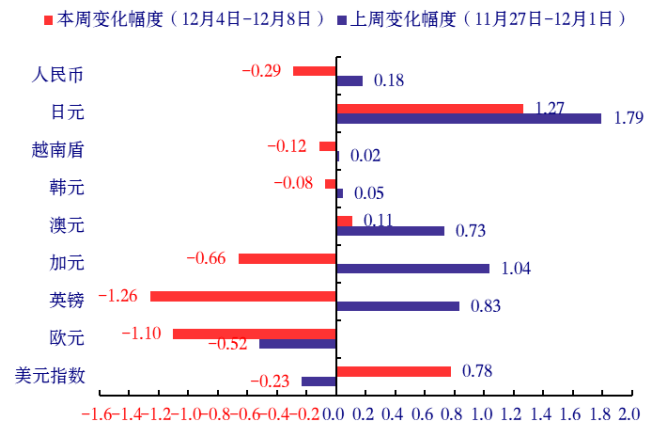
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数上行至104



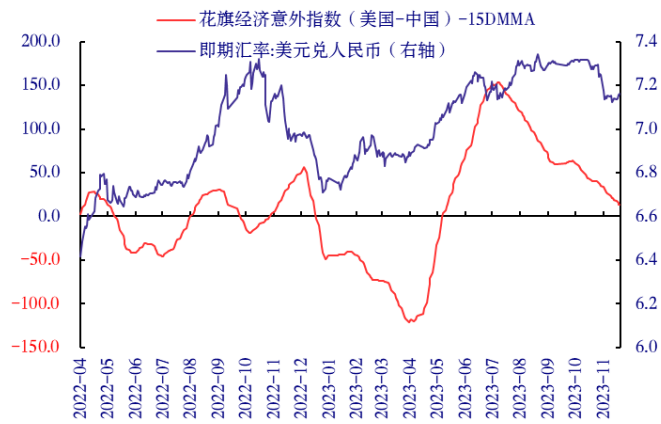
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 非美货币大多贬值(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 花旗经济意外指数差值缩小



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.68%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	2
图 2: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	2
图 3: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	2
图 4: 央行公开市场净回笼 10590 亿元 (亿元)	3
图 5: 12 月 MLF 到期量 6500 亿 (亿元)	3
图 6: 银行间质押式回购日均成交量快速上升至约 7.5 万亿 (亿元)	3
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 10770 亿 (亿元)	3
图 8: DR007 上行至 1.8442% (%)	3
图 9: SHIBOR007 收于 1.7980%	3
图 10: DR007 与 DR001 利差上行至 21BP	4
图 11: 上证所国债回购利率回落后上行	4
图 12: R001 和 DR001 利差走阔	4
图 13: R007 和 DR007 利差走阔 (%)	4
图 14: 同业存单发行利率与 MLF 利率	4
图 15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	4
图 16: 国债收益率利差缩小 (%)	5
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 82BP	5
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差缩小	5
图 19: 一年期 FR007 上行	5
图 20: 美元指数上行至 104	5
图 21: 非美货币大多贬值 (%)	5
图 22: 花旗经济意外指数差值缩小	6
图 23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.68%	6

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn