

降与不降背后的逻辑

--金融高频数据周报（2024年1月15日-1月19日）

核心观点：

2024年1月15日人民银行开展9950亿元中期借贷便利(MLF)操作,净投放2160亿元(到期量7790亿元),利率维持2.5%不变。央行并未下调MLF利率,这意味着1月LPR利率下降可能性变得非常小。

为什么本月MLF利率维持不变?

宏观经济仍然偏稳定。2023年全年经济增长5.2%,增速仍在预期范围内。12月份固定资产投资回稳,制造业投资强势,基建投资小幅上行。四季度工业增加值持续加速,出口开始好转。在稳定的宏观经济运行下,现阶段降息的紧迫性在下降。

防范金融风险,防止资金空转。目前M2增速持续高于社融增速,私人部门具有顺周期属性融资需求较低,信贷到实体路径不顺。

来自银行净息差的考量。2023年三季度末商业银行净息差为1.73%,环比二季度再次下行。12月再次启动当年的第三轮存款利率下调,但效果尚待时间观察。

政策重点可能仍然在财政政策,货币政策配合财政政策而来。国债和地方政府债券发行较为顺利,化债持续推进。经济政策现阶段以财政政策为主,货币政策需要等待财政的释放而定,也就是说,货币政策的紧迫性暂时不强。

MLF超量续作和PSL重启已经一定程度上起到降息降准的作用。PSL可以增加基础货币,具有货币投放的功能,PSL利率低于MLF,会起到降低资金利率水平的作用。

何时开启降息?对于“适度”的理解可能要更加全面

我们在近期报告《PSL重启是对货币政策预期的修正》中强调货币政策的“适度”并不是全面收紧,是根据经济运行情况相机抉择。对于制造业企业加强支持,结构性货币政策工具使用的可能性更大。降息作为更强大的工具,可能需要看到经济数据明确下行后才会启动。所以需要密切观察1季度经济运行情况,如果生产快速下行,房地产下跌速度加快,那么降息才可能启动。

用泰勒规则测算利率水平:

我们认为当下泰勒规则也可以作为中国合意的利率水平的重要参考,主要基于两点原因。一方面泰勒规则的出发点是自然利率。中央经济工作会议定调2024年中国的货币政策实施逆周期和跨周期调节。其中跨周期调节是以自然利率为锚。另一方面,泰勒规则考虑的因素与央行的货币政策目标基本吻合。虽然不能机械的照搬泰勒规则及其衍生规则来判断降息的幅度,但是却可以提供货币政策的分析框架。

我们按照泰勒规则、伯南克规则、耶伦规则和克拉里达规则测算的中国短期政策利率(7天逆回购利率)的水平分别为1.18%、1.68%、3.21%和1.85%。按照2023年全年数据测算,中国货币政策面对的条件包括:通胀缺口-1.8%,产出缺口-0.37%,失业率低于目标失业率并不存在就业缺口。如果货币政策将通胀目标放在最优先的位置,正如传统泰勒规则呈现的需要更大幅度的降息;如果将就业放在更优先的位置,那耶伦规则和克拉里达规则下并不需要降息;如果将经济增长放在最优先的位置,伯南克规则下需要小幅降息。如果粗略简单的将四个规则下测算的平均数视为对于四个货币政策目标的均衡考虑,那均值为1.98%,高于目前的政策利率18BP。

本周市场观察:

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

公开市场操作净投放 15560 亿元。其中逆回购净投放 13400 亿元，MLF 净投放 2160 亿元。

货币市场利率持续高于政策利率：本周 SHIBOR007 和 DR007 分别收于 1.8310% (-2BP)、1.8707% (+3BP)。GC007 本周下行 12BP 至 2.2300%。

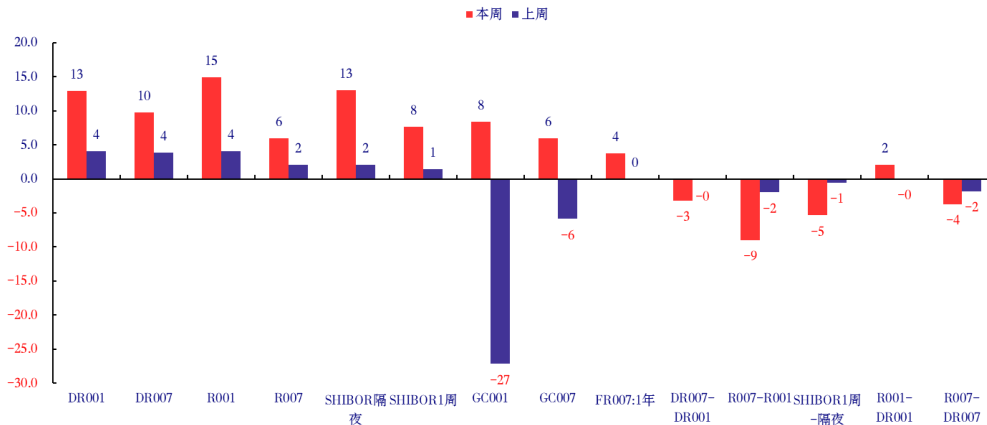
银行间质押式回购日成交量回落：从上周的约 8.3 万亿回落至约 7.7 万亿。

国债收益率短端上行，长端回落，利差收窄：10 年期国债收益率收于 2.50%(-2BP)，1 年期收于 2.09% (+1BP)

同业存单发行利率回落至 MLF 利率下方：本周 1 年期国有银行同业存单发行利率回落至 2.44% (-1BP)；股份制银行收于 2.45%，基本与上周持平。

美元指数上行，收于 103.2，非美货币贬值：人民币本周贬值 0.44%，即期汇率收于 7.1938(较上周+316pips)。日元-2.21%、韩元-1.90%、欧元-0.48%、加元-0.16%、澳元-1.86%、英镑-0.35%。

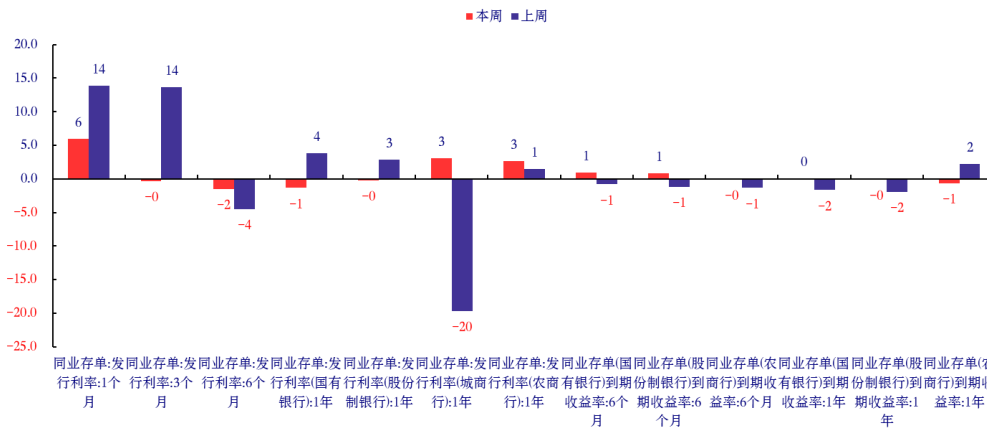
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：1月15日-1月19日，上周：1月8日-1月12日，上上周：1月2日-1月5日

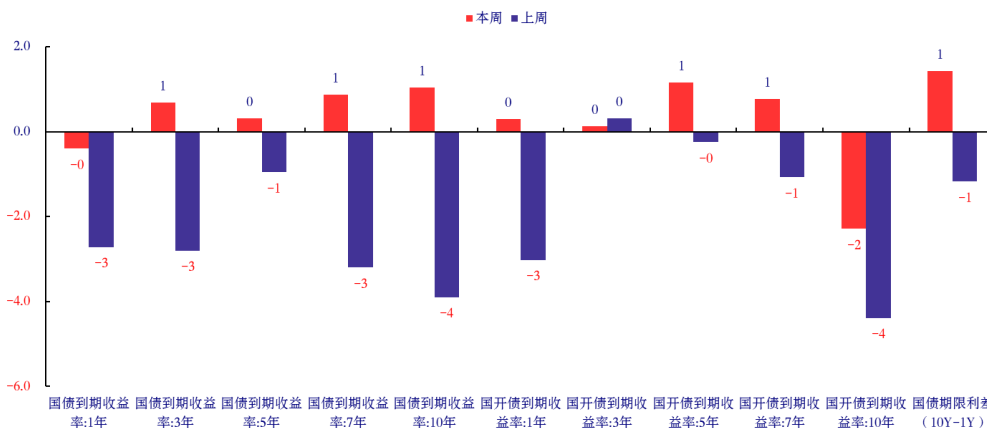
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：1月15日-1月19日，上周：1月8日-1月12日，上上周：1月2日-1月5日

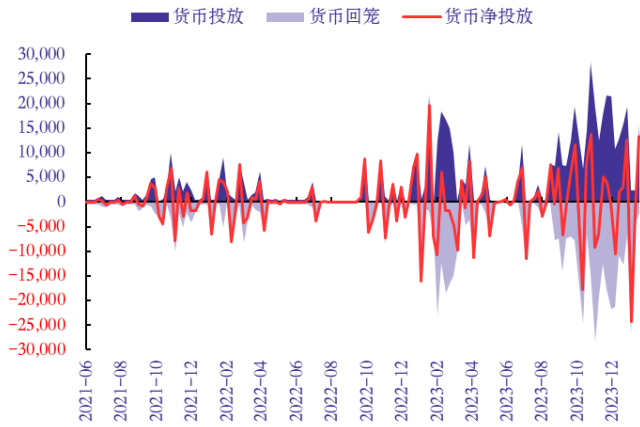
图3：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

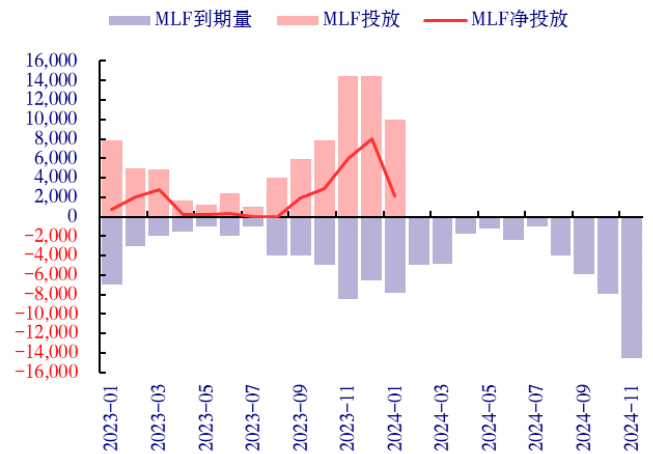
本周：1月15日-1月19日，上周：1月8日-1月12日，上上周：1月2日-1月5日

图4: 央行公开市场净投放 13400 亿元 (仅逆回购) (亿元)



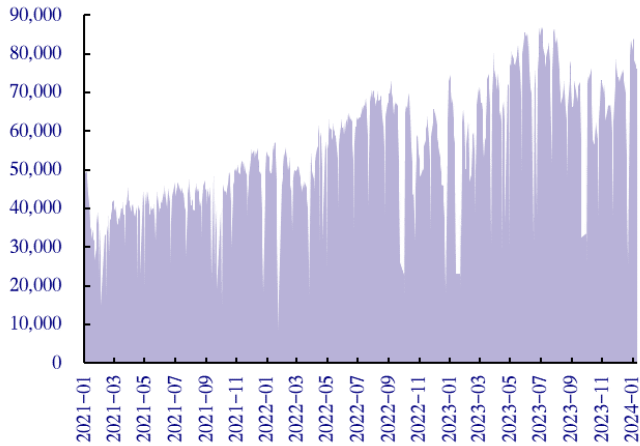
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 1月 MLF 净投放 2160 亿 (亿元)



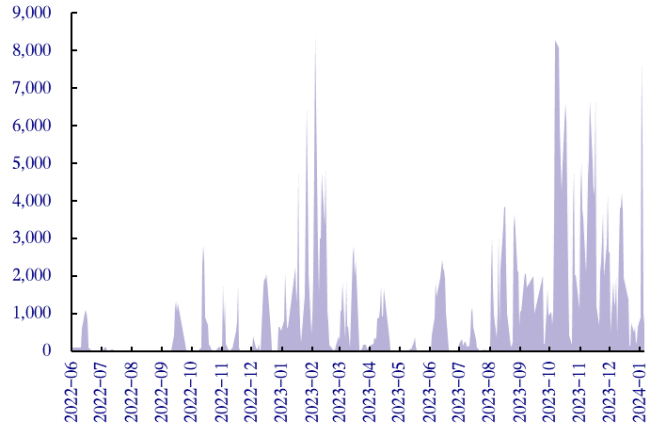
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 银行间质押式回购日均成交量回落至约 7.7 万亿 (亿元)



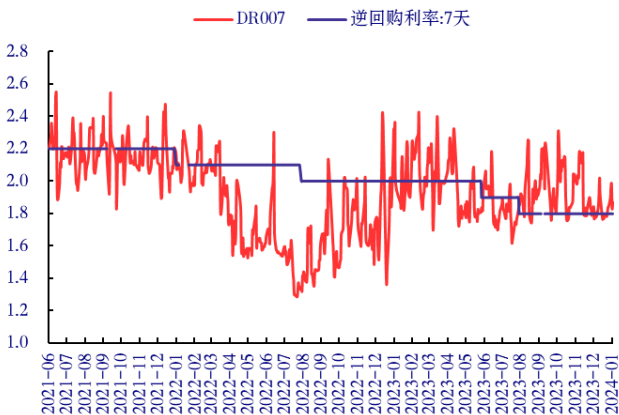
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 7天逆回购规模本周合计 15670 亿 (亿元)



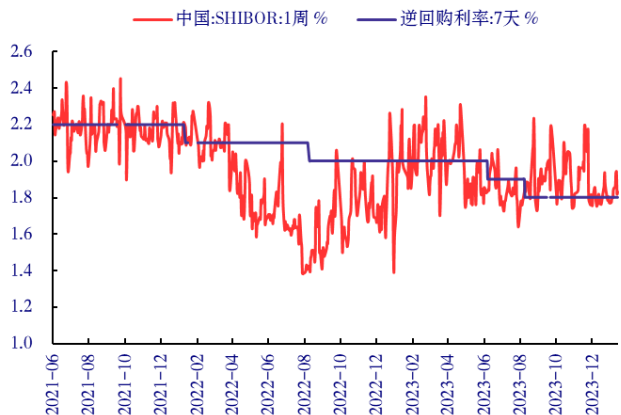
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: DR007 上行至 1.8707% (%)



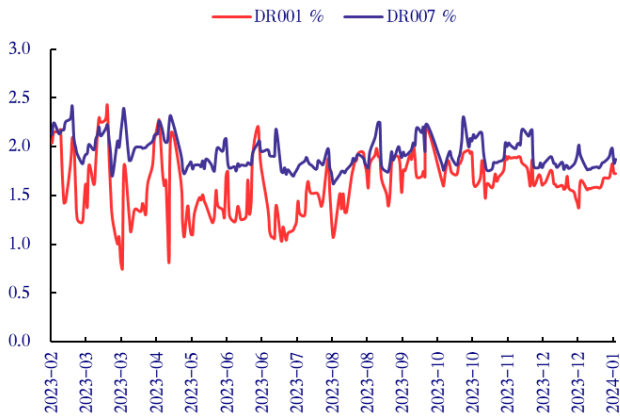
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SHIBOR007 收于 1.8310%



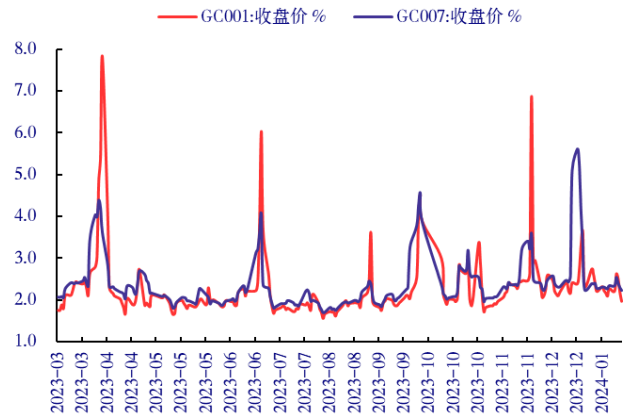
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差回落至 14BP



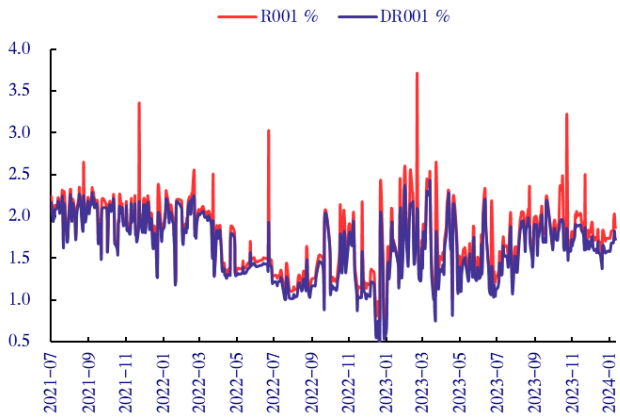
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上交所国债回购利率



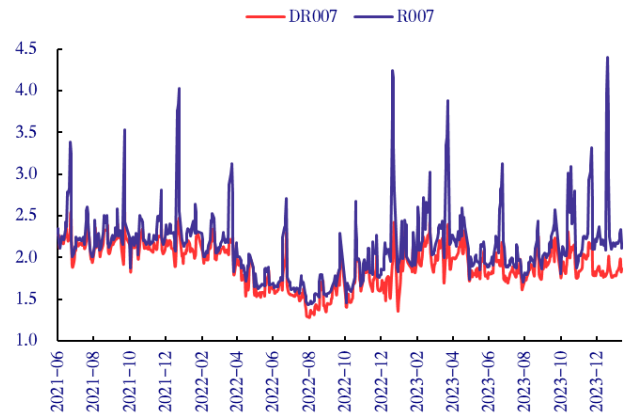
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差基本持平



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差收窄 (%)



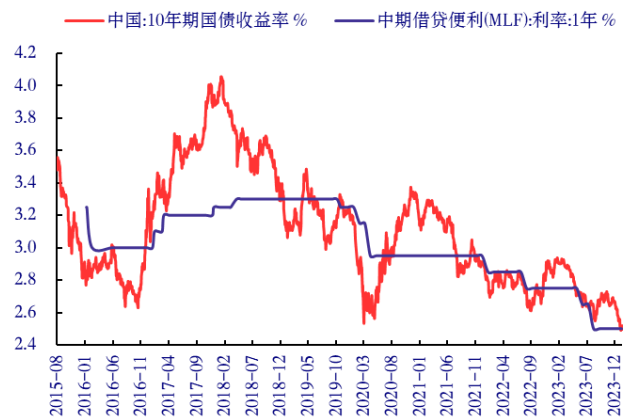
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



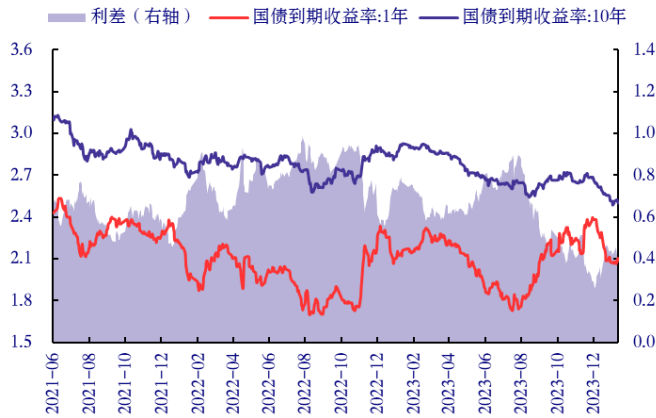
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10年期国债收益率与 MLF 利率



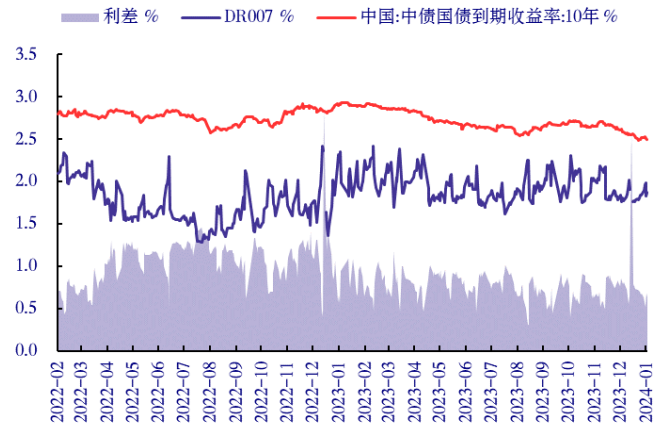
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率利差缩小(%)



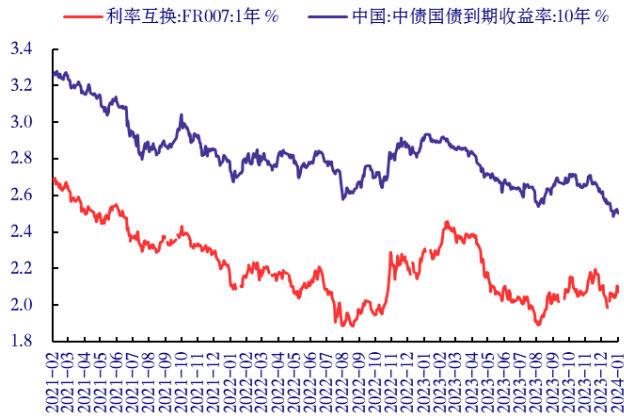
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与DR007利差缩小至63BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期FR007利率与10年国债收益率利差收窄



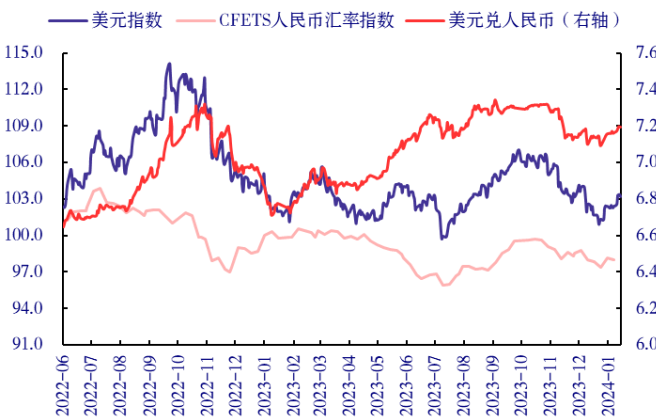
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期FR007上行



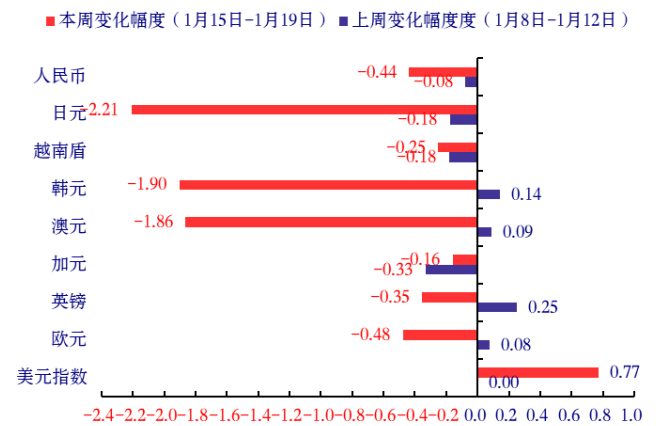
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数上行至103.2



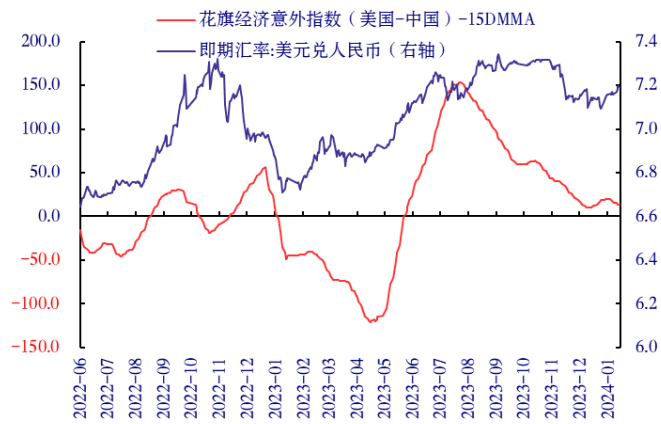
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 非美货币(%)



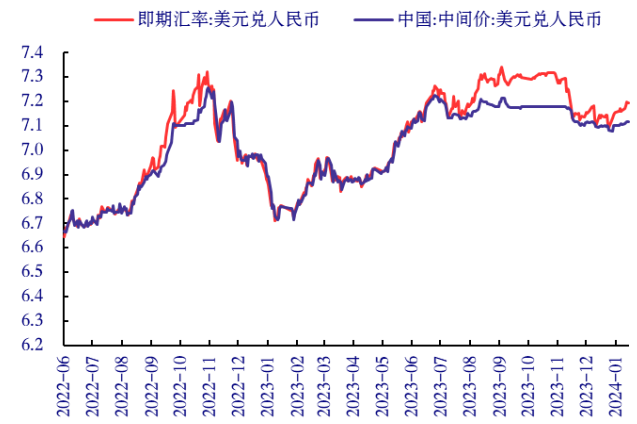
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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 1.08%



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)	3
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)	3
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)	3
图 4: 央行公开市场净投放 13400 亿元 (仅逆回购) (亿元)	4
图 5: 1 月 MLF 净投放 2160 亿 (亿元)	4
图 6: 银行间质押式回购日均成交量回落至约 7.7 万亿 (亿元)	4
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 15670 亿 (亿元)	4
图 8: DR007 上行至 1.8707% (%)	4
图 9: SHIBOR007 收于 1.8310%	4
图 10: DR007 与 DR001 利差回落至 14BP	5
图 11: 上证所国债回购利率	5
图 12: R001 和 DR001 利差基本持平	5
图 13: R007 和 DR007 利差收窄 (%)	5
图 14: 同业存单发行利率与 MLF 利率	5
图 15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	5
图 16: 国债收益率利差缩小 (%)	6
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 63BP	6
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差收窄	6
图 19: 一年期 FR007 上行	6
图 20: 美元指数上行至 103.2	6
图 21: 非美货币 (%)	6
图 22: 花旗经济意外指数差值缩小	7
图 23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 1.08%	7

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

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。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：相对基准指数跌幅5%以上	

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