

## 近期货币政策的三条线索

--金融高频数据周报（2024年3月18日-3月22日）

### 核心观点：

观测近期金融数据特征、央行货币政策操作思路和最新表态，我们试图梳理近期货币政策的三条线索：

**线索 1：2024 年货币金融环境定调为“松紧适度”，明确 2024 年社融和 M2 的增速目标为略高于 8% 的水平。**保持“松紧适度”的政策逻辑是：“过松”不利于将金融资源投向更高效的行业，淘汰过剩产能和防空转。“过紧”则无法实现逆周期调节，托底经济实现合理增长。可以理解一旦出现货币市场利率持续大幅偏离政策利率的情况，可能会触发数量工具做出调节。2024 年大概率货币市场利率围绕政策利率波动，不会出现类似 2022 年 DR007 持续低于 7 天逆回购的情况。近期 DR007 维持在小幅高于政策利率的水平，且公开市场操作小幅净回笼流动性，可能意味着目前的货币市场利率是合意水平。5% 的国内生产总值增长和 3% 的居民消费价格涨幅目标，对应的与其相匹配的社融和 M2 增速可能是略高于 8% 的水平。央行在近期的国新办新闻发布会上强调目前社融和 M2 的增速“总体看是不低的，与前面讲的预期增长目标是相匹配的，依然体现了货币政策的逆周期调节”。

**线索 2：价格工具的操作思路：非对称降息，政策利率曲线扁平化。**这种非对称降息可能在未来一段时间内保持，这种操作的背后体现的是防空转和引导实体融资成本下行的双重目标。防空转使得短期（7 天逆回购）和中期（MLF）政策利率的调降偏稳健，引导实体融资成本下行的目标则通过 5 年期 LPR 下行来实现。

**线索 2：数量工具的操作组合出现转变：降准优先，扩表放缓，即量随价变。**央行在近期的国新办新闻发布会上强调“降准多一点，央行资产负债表就会扩张小一些；降准少一点，央行资产负债表就会扩张大一些。”“具体使用哪种工具，需要结合不同形势需要”“我国存款准备金率平均水平还有 7%，仍然是投放流动性的重要手段”。政策利率曲线的平坦化操作，MLF 利率相对较高，使得商业银行通过其补充流动性的意愿下降。这意味着现阶段通过 MLF 扩表的途径受阻，降准将被优先考虑。如果再次调降 MLF 利率，数量工具则可能相应调整改变。

### 本周市场观察（3月18日-3月22日）：

**公开市场操作：**本周净回笼 170 亿元。

**货币市场利率小幅回落，但仍保持在政策利率之上：**SHIBOR007 和 DR007 分别收于 1.8450%（-5BP）、1.8639%（-3BP）。GC007 收于 2.4300%（+41BP）。

**银行间质押式回购日均成交量保持高位：**从上周的约 7.15 万亿下降至约 7.10 万亿。

**国债收益率曲线下移，期限利差扩大：**30 年中债国债收益率回到 2.5% 之下，收于 2.4832%（-3BP）；10 年期收于 2.3051%（-1BP）；1 年期收于 1.7625%（-7BP）。

**同业存单发行利率小幅下行：**1 年期国有银行同业存单发行利率收于 2.24%（-1BP）；股份制银行收于 2.27%（-2BP）。

**美元指数快速上行至 104.43，非美货币贬值，人民币跌破 7.2：**人民币即期汇率收于 7.2283（+318pips），日元-1.58%、韩元-0.59%、欧元-0.73%、加元-0.42%、澳元-0.64%、英镑-1.07%。

### 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

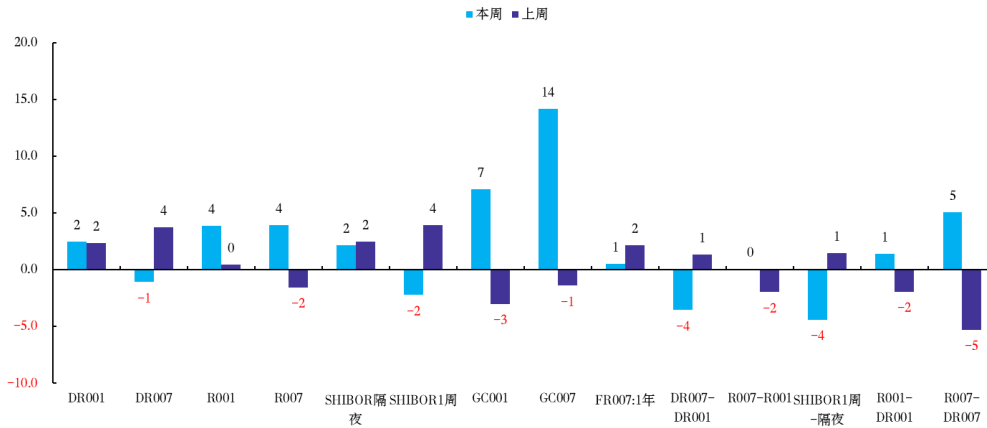
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

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

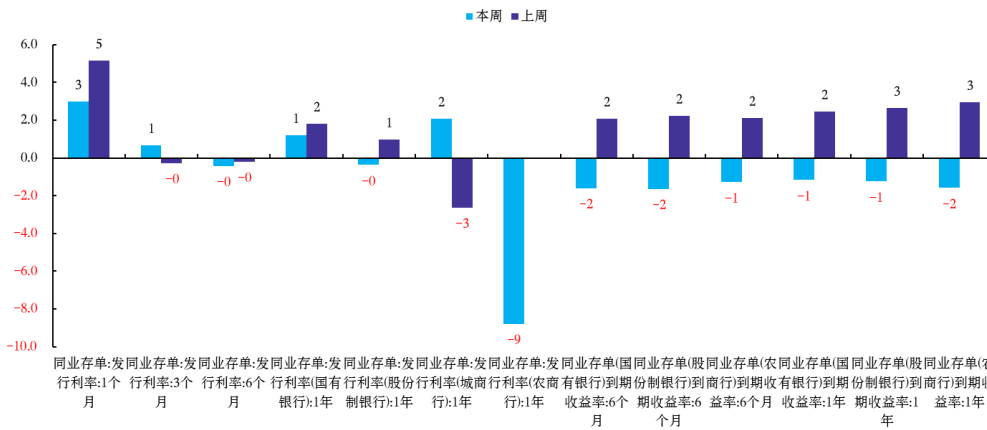
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：3月18日-3月22日，上周：3月11日-3月15日，上上周：3月4日-3月8日

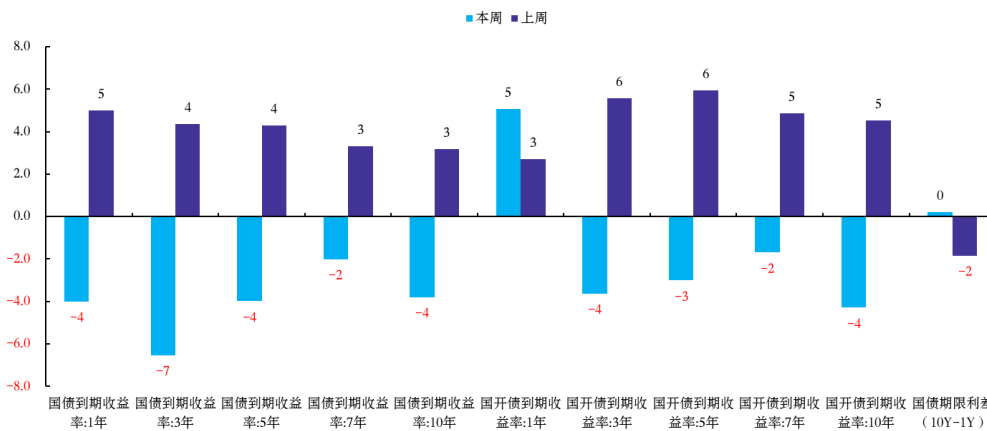
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：3月18日-3月22日，上周：3月11日-3月15日，上上周：3月4日-3月8日

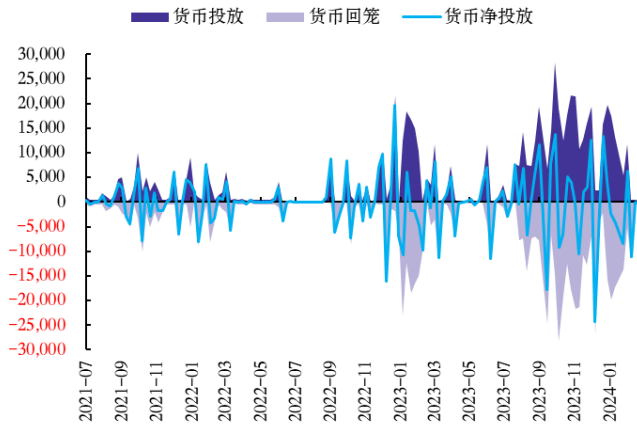
图3：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

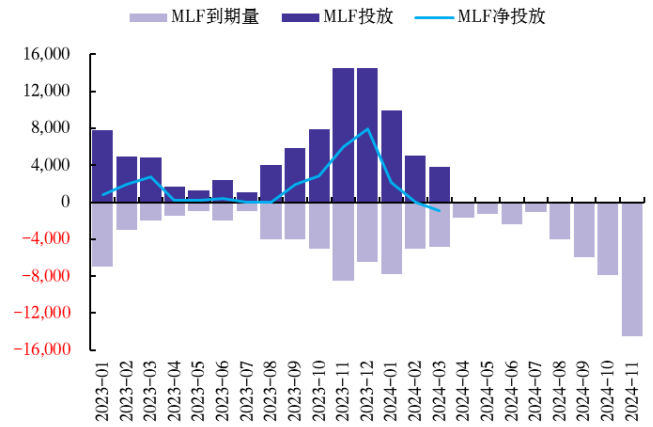
本周：3月18日-3月22日，上周：3月11日-3月15日，上上周：3月4日-3月8日

图4: 央行公开市场净回笼 170 亿元 (仅逆回购) (亿元)



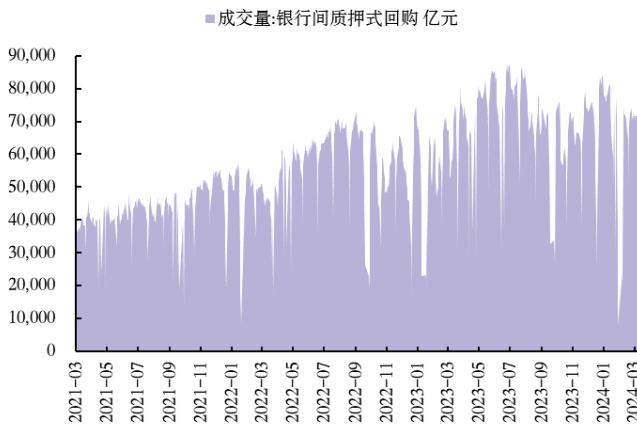
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 4 月 MLF 到期量 1700 亿 (亿元)



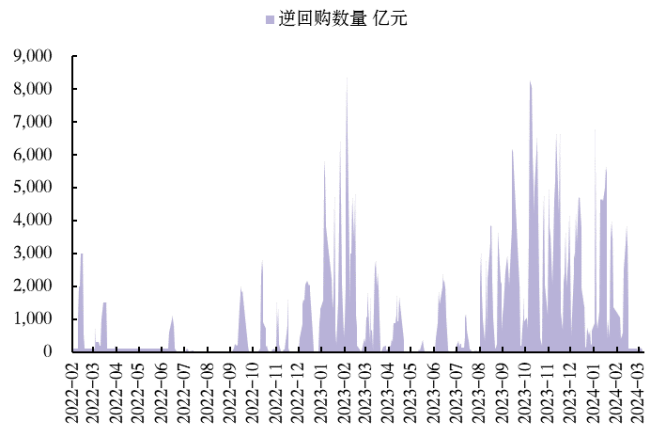
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 银行间质押式回购日均成交量约 7.1 万亿 (亿元)



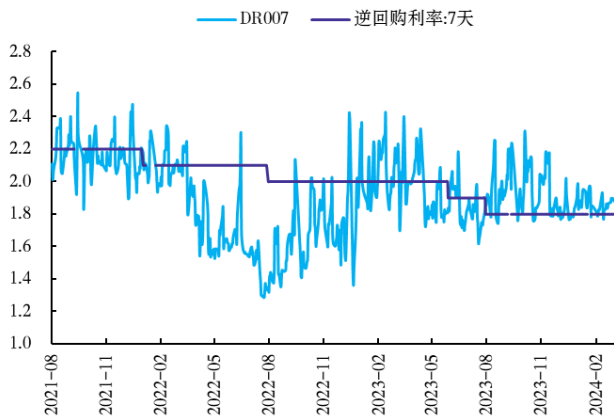
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 220 亿 (亿元)



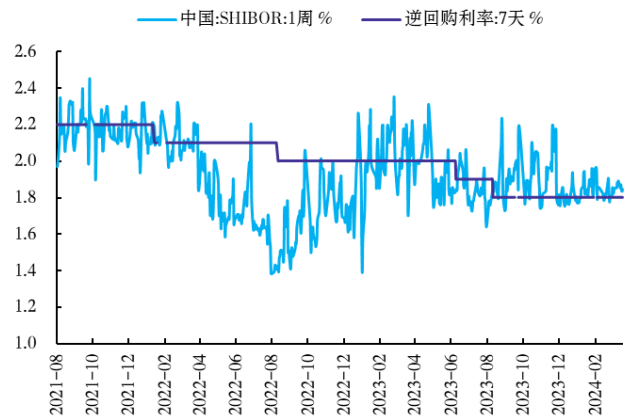
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: DR007 上升至 1.8639% (%)



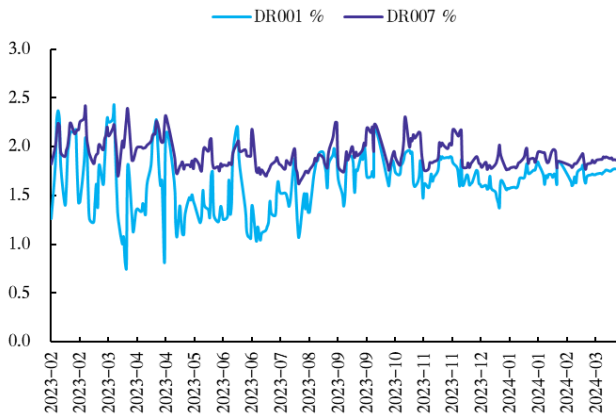
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SHIBOR007 收于 1.8450%



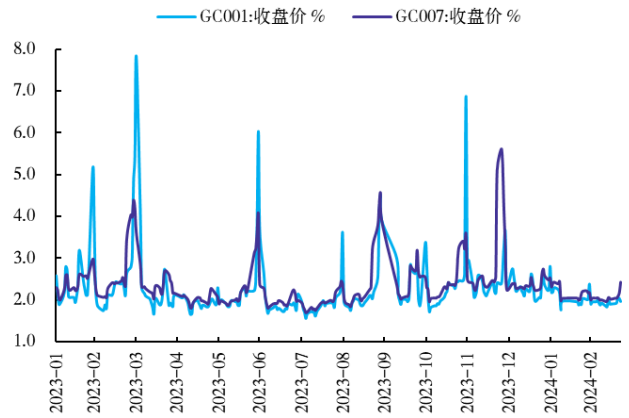
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 9BP



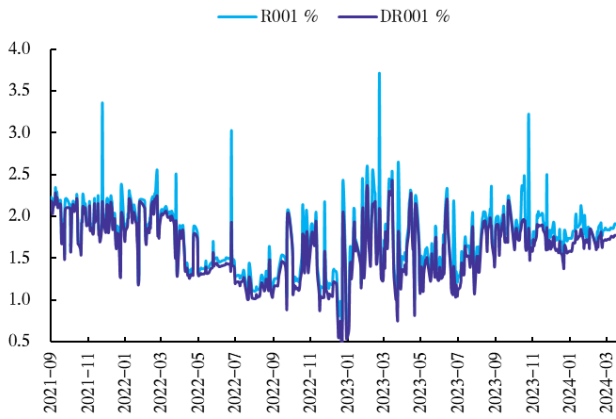
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上交所国债回购利率



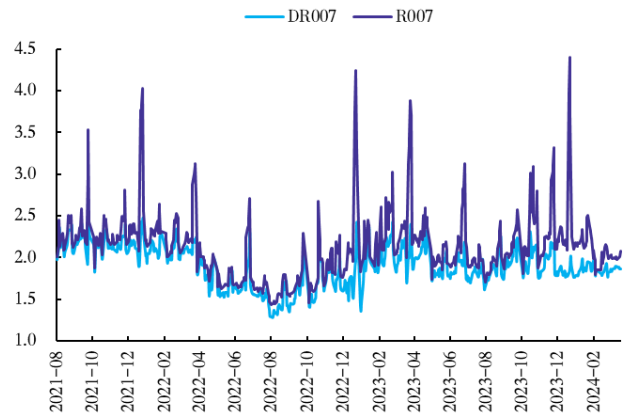
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差上升至 12BP



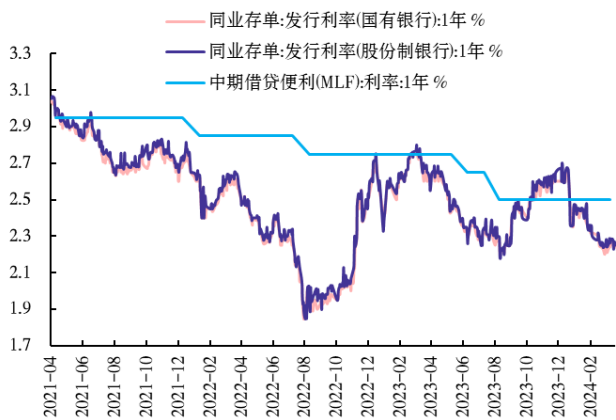
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差扩张至 21BP (%)



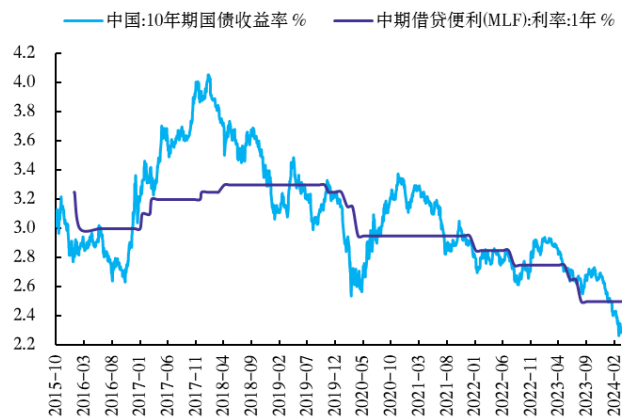
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



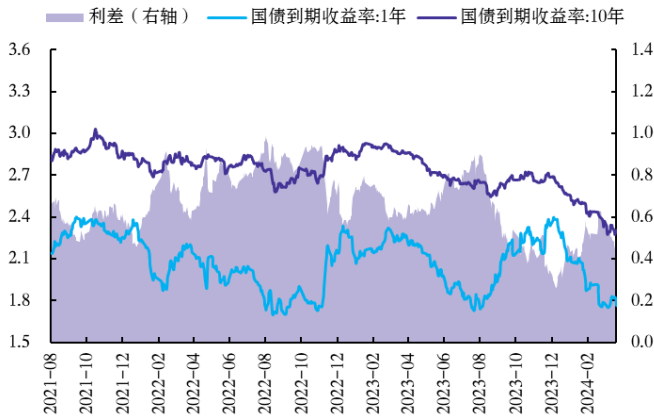
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10年期国债收益率与 MLF 利率



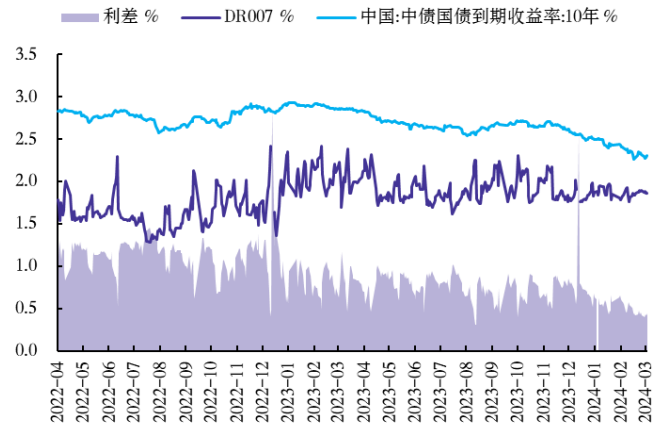
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率期限利差扩张 (%)



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 利差上升在 44BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差小幅缩小



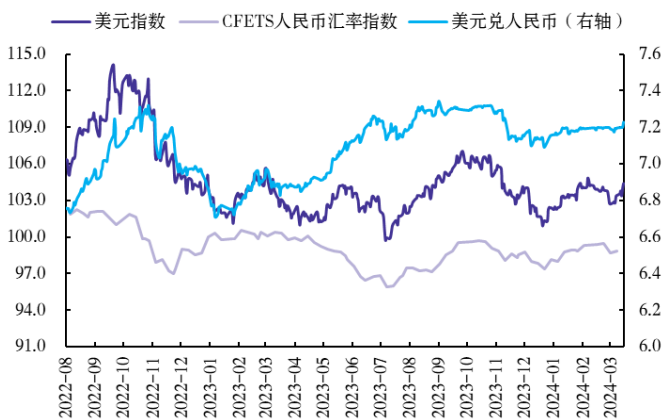
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期 FR007 上行



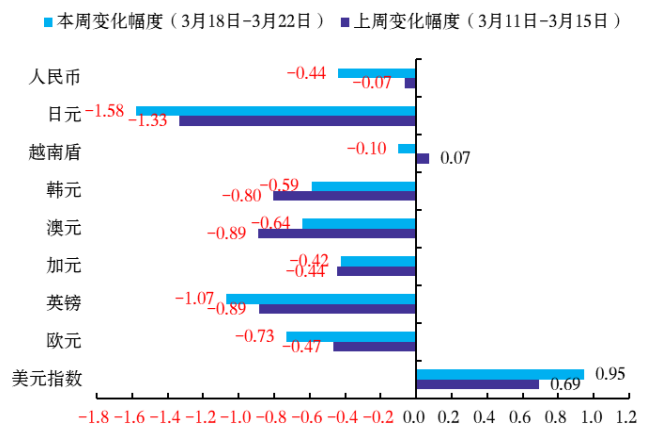
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数上行至 104.43



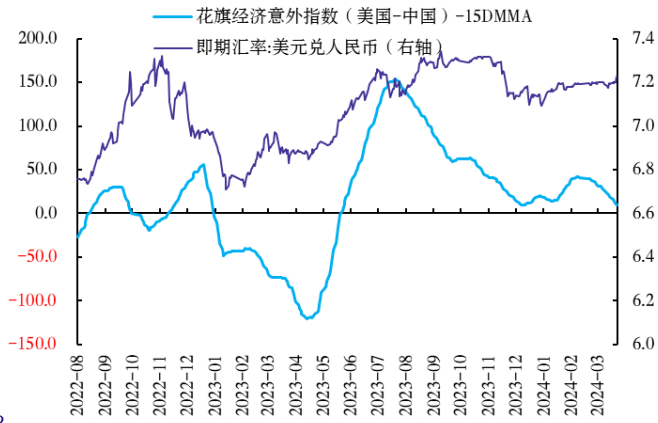
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

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收窄



8

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 人民币即期汇率和中间价



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 170 亿元 (仅逆回购)(亿元) .....	3
图 5: 4 月 MLF 到期量 1700 亿 (亿元) .....	3
图 6: 银行间质押式回购日均成交量约 7.1 万亿 (亿元) .....	3
图 7: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 220 亿 (亿元) .....	3
图 8: DR007 上升至 1.8639% (%) .....	3
图 9: SHIBOR007 收于 1.8450% .....	3
图 10: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 9BP .....	4
图 11: 上证所国债回购利率.....	4
图 12: R001 和 DR001 利差上升至 12BP .....	4
图 13: R007 和 DR007 利差扩张至 21BP (%) .....	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: 国债收益率期限利差扩张 (%) .....	5
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差上升在 44BP.....	5
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差小幅缩小.....	5
图 19: 一年期 FR007 上行.....	5
图 20: 美元指数上行至 104.43.....	5
图 21: 非美货币 (%) .....	5
图 22: 花旗经济意外指数差值收窄 .....	6
图 23: 人民币即期汇率和中间价 .....	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

### 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