

央行逆周期的抉择

--金融高频数据周报（2024年4月8日-4月12日）

核心观点：

央行近期的三个动向引起市场关注：1、一季度货币政策委员会例会，不再提跨周期，只提逆周期调节；2、提示关注国债长期收益率的变化；3、金融时报发文“未来央行可能将买卖国债纳入政策工具箱，丰富流动性管理工具箱”。

市场的疑虑：1、开年经济数据表现较好，央行为什么释放出加大逆周期调节的信号？2、央行提示关注国债长期收益率的变化，暗含央行判断收益率会上行提示市场风险，这与如果采用降息进行逆周期调节会带来利率下行相矛盾。

我们的判断：当下的逆周期调节主要在数量调节，价格工具使用不会很快到来

我们之所以做这样的判断基于三个现实与央行对应的政策意图之间的分歧：

1.美元指数上行，币值稳定是货币政策重要目标之一，汇率成为降息的约束。美元指数在一周的时间从104快速上行到106，美国通胀粘性超出市场预期，市场在快速修正对于美联储首次降息时间和全年降息幅度的预期。美元指数的快速上行带给人民币汇率阶段性压力，风险逆转因子显示贬值预期较强，但中间价在7.0950-7.1000非常窄幅的区间波动，在岸人民币即期汇率触及交易上限，这暗含央行呵护汇率的政策意图。

2.长债收益率快速下行，国债收益率曲线趋于平坦化，央行希望“保持正常的、向上倾斜的收益率曲线”。易纲2019年在《求是》杂志发表的文章《坚守币值稳定目标，实施稳健货币政策》中提到“保持正的利率，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，总体上有利于为经济主体提供正向激励，符合中国人储蓄有息的传统文化，有利于适度储蓄，有利于经济社会的可持续发展。”虽然我们前期报告《平坦化之路》给出了国债收益率曲线走向平坦化是长期趋势，但速度过快透支后续操作空间显然不是现阶段希望看到的。

3. M2增速下行至8.3%，如果继续下行将低于略高于8%的政策目标，无法体现逆周期调节的政策意图。关注过剩产能，盘活存量的背景下贷款增速下行，带来M2增速持续下行。

央行的下一步：货币中性偏松，公开市场操作逐步增加国债买卖，必要时降准配合，降息可能要推迟到三季度

从货币政策委员会季度例会观察，2019-2020年的央行货币政策基调为逆周期调节（图1），可以作为参考。这段时间货币金融条件中性偏松，第一财经中国金融条件指数相对处于较低值。今年2月以来，该指数明显低于2023年水平，这种趋势可能在未来延续。

央行保持流动性合理充裕的方式可能是启动公开市场操作逐步增加国债买卖，既有利于保持国债收益率曲线的向上倾斜形态，又可以有效投放基础货币有助于推升M2。2季度政府债券和政策性银行债的发行大概率提速，有可能优先启用降准配合提供流动性，协同财政政策熨平资金波动。

需要市场关注的可能变量：全球制造业如果超预期修复。3月全球制造业释放加速回升的势头，如果在4月、5月的数据证实具有持续性，那将有利于非美货币，反之将给美元指数的上行带来阻力，汇率对于降息的约束减轻，降息可能提前。

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.对全球制造业回升趋势判断不准确的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

本周市场观察（4月8日-4月12日）：

公开市场操作：跨月后央行回收流动性，本周净回笼 3940 亿元。

货币市场利率维持在略高于政策利率的水平：SHIBOR007 和 DR007 分别收于 1.8200% (+0BP)、1.8336% (+2BP)。GC007 收于 1.8950% (-7BP)。R007 与 DR007 利差收缩至 5BP。

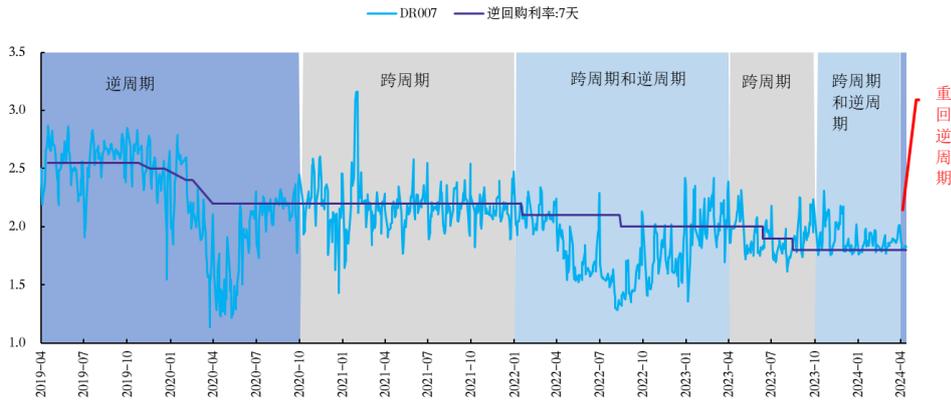
银行间质押式回购日均成交量回落：从上周的约 7.1 万亿下降至约 6.5 万亿。

国债收益率曲线期限利差扩大：30 年中债国债收益率上行至 2.4870% (+2BP)；10 年期收于 2.2837% (-0BP)，在 2.3% 的之下波动；1 年期收于 1.6958% (-3BP)。

同业存单发行利率快速下行，创 2023 年以来新低：1 年期国有银行同业存单发行利率收于 2.07% (-5BP)；股份制银行收于 2.07% (-5BP)。

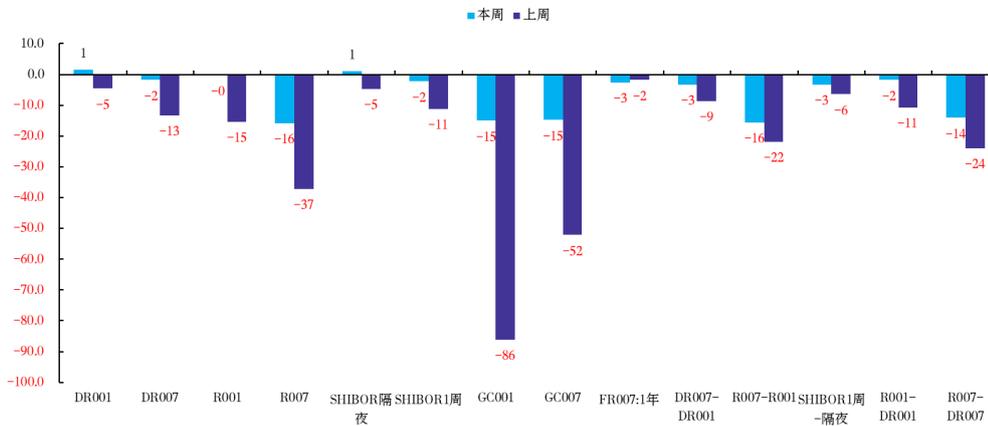
美元指数快速突破 106，非美货币贬值，人民币小幅贬值：人民币即期汇率贬值 0.03%，收于 7.2375(+19pips)，日元-1.03%、韩元-1.64%、欧元-1.81%、加元-1.34%、澳元-0.70%、英镑-1.47%。

图1：央行货币政策委员会季度例会货币政策基调（%）



资料来源：中国人民银行，wind，中国银河证券研究院

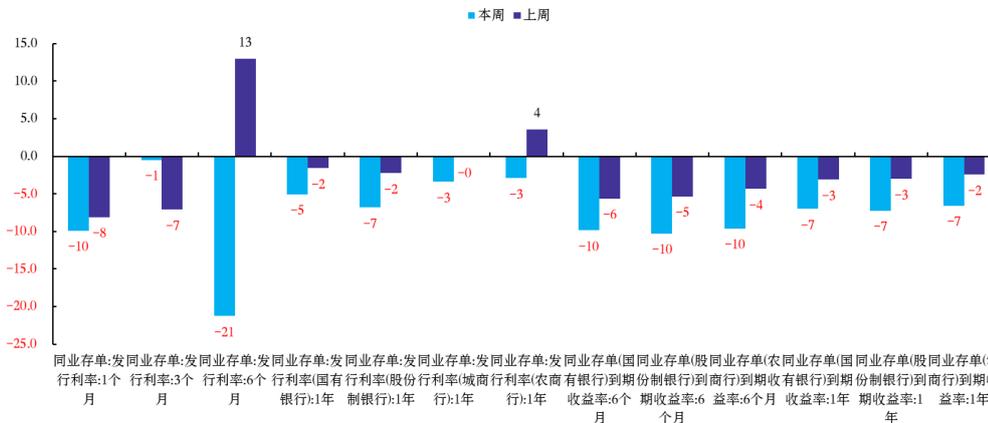
图2：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：4月7日-4月12日，上周：4月1日-4月3日，上上周：3月25日-3月29日

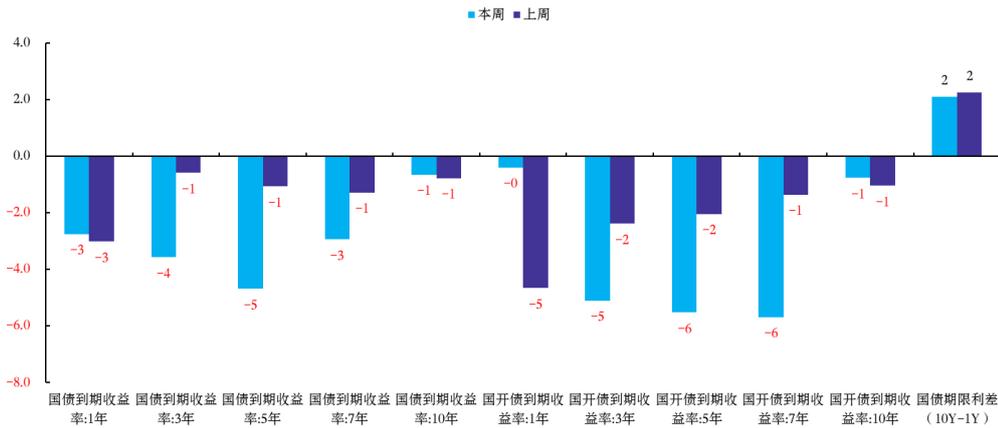
图3：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：4月7日-4月12日，上周：4月1日-4月3日，上上周：3月25日-3月29日

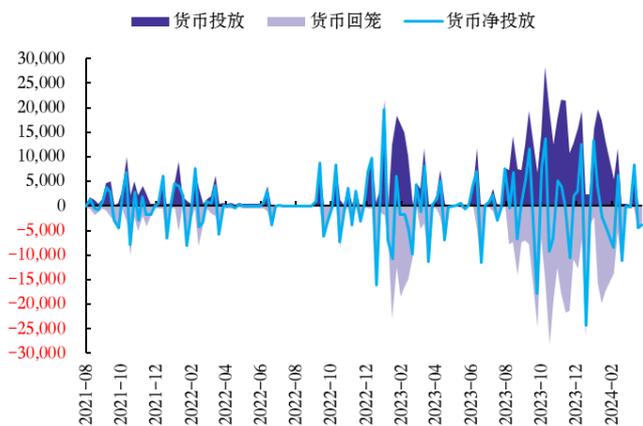
图4：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

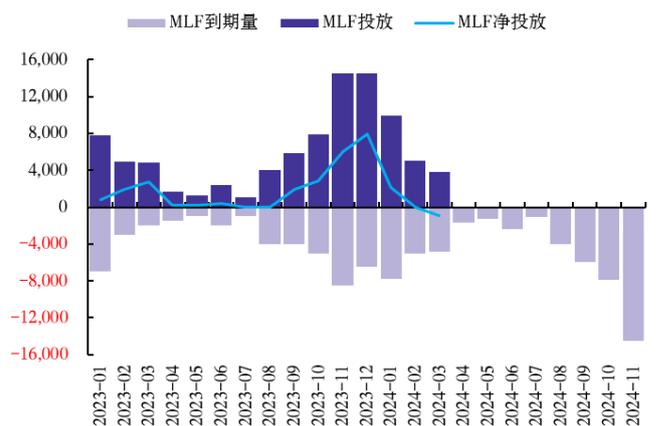
本周：4月7日-4月12日，上周：4月1日-4月3日，上上周：3月25日-3月29日

图5：央行公开市场净回笼3940亿元（仅逆回购）（亿元）



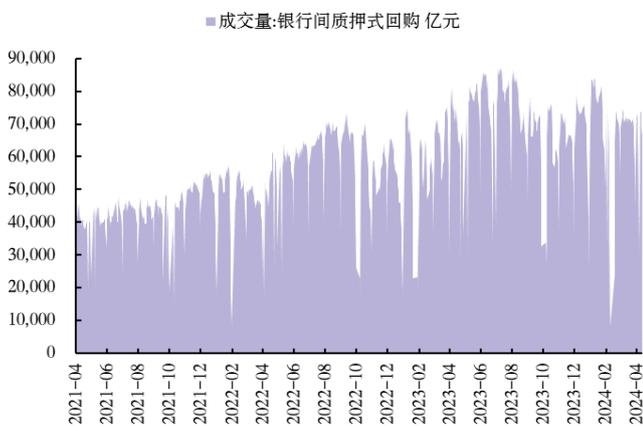
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：4月MLF到期量1700亿（亿元）



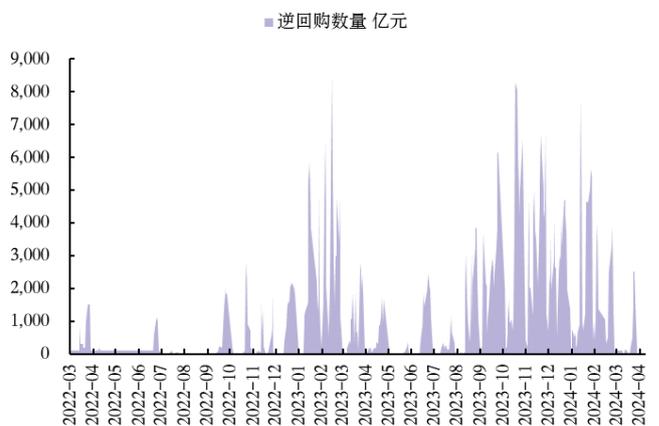
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：银行间质押式回购日均成交量约6.45万亿（亿元）



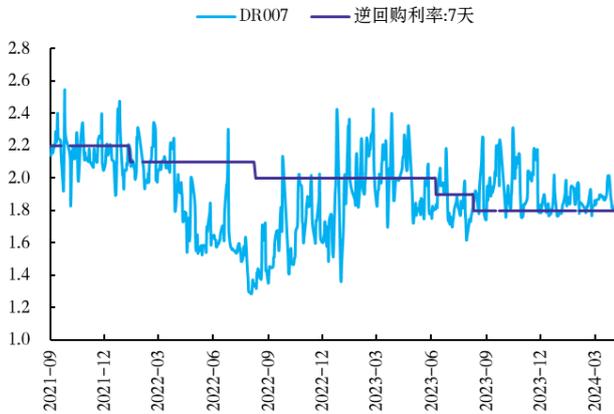
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：7天+14天逆回购规模本周合计120亿（亿元）



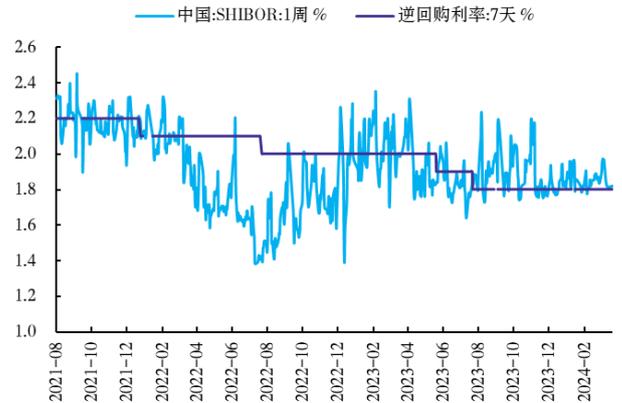
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9: DR007 上升至 1.8336% (%)



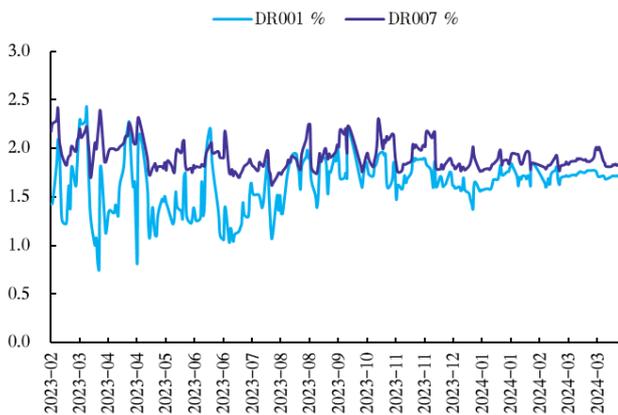
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: SHIBOR007 收于 1.8200%



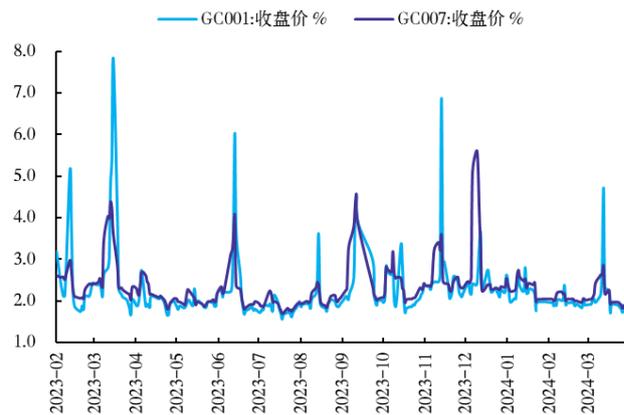
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 12BP



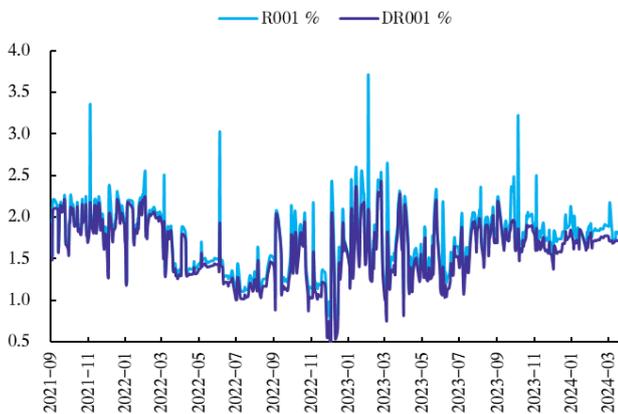
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 上证所国债回购利率



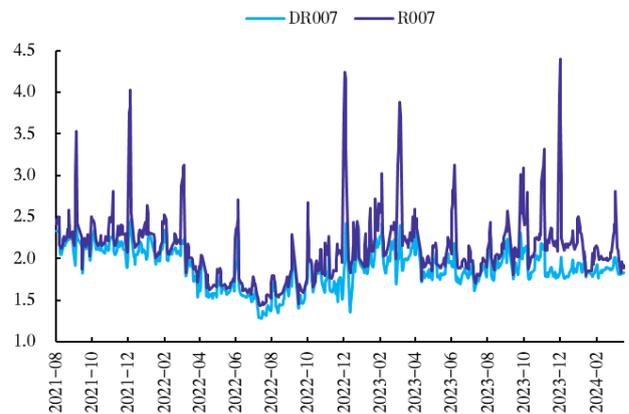
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R001 和 DR001 利差上升至 8BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: R007 和 DR007 利差缩小至 5BP (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 同业存单发行利率与 MLF 利率



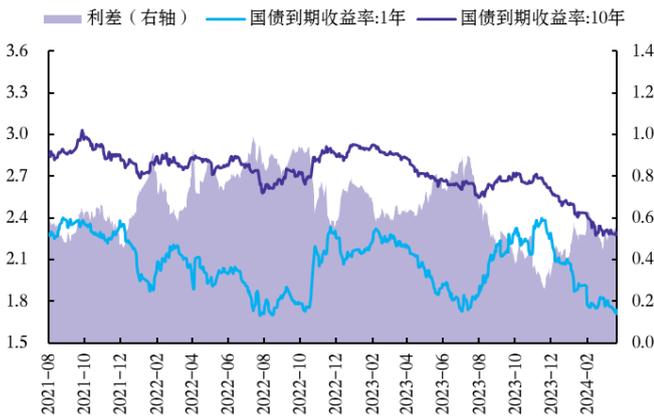
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 10年期国债收益率与 MLF 利率



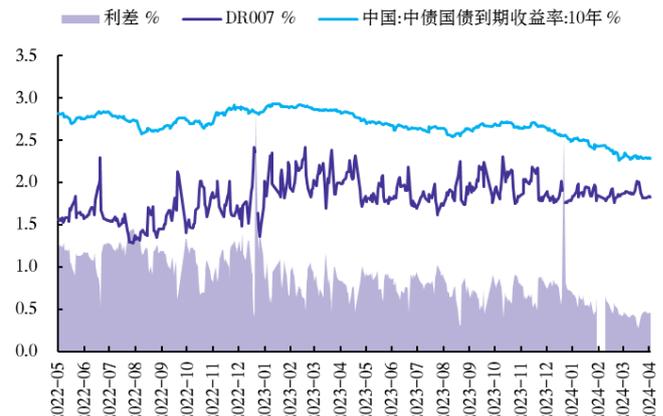
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 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18: 10年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 45BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 1年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差上行至 37BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 一年期 FR007 下行



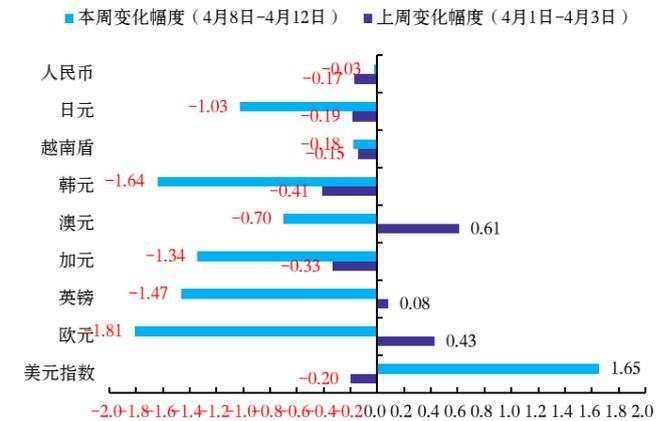
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 美元指数上行至 106



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 非美货币 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 花旗经济意外指数差值扩张



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 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: 央行货币政策委员会季度例会对货币政策的基调 (%)	3
图 2: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 3: 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 4: 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)	4
图 5: 央行公开市场净回笼 3940 亿元 (仅逆回购) (亿元)	4
图 6: 4 月 MLF 到期量 1700 亿 (亿元)	4
图 7: 银行间质押式回购日均成交量约 6.45 万亿 (亿元)	4
图 8: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 120 亿 (亿元)	4
图 9: DR007 上升至 1.8336% (%)	5
图 10: SHIBOR007 收于 1.8200%	5
图 11: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 12BP	5
图 12: 上证所国债回购利率	5
图 13: R001 和 DR001 利差上升至 8BP	5
图 14: R007 和 DR007 利差缩小至 5BP (%)	5
图 15: 同业存单发行利率与 MLF 利率	6
图 16: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	6
图 17: 国债收益率期限利差扩张 (%)	6
图 18: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 45BP	6
图 19: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差上行至 37BP	6
图 20: 一年期 FR007 下行	6
图 21: 美元指数上行至 106	7
图 22: 非美货币 (%)	7
图 23: 花旗经济意外指数差值扩张	7
图 24: 人民币即期汇率和中间价	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