

分析师

秦泰

SAC 执业证书编号: S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

商品消费弱势如何扭转?——24Q1/3 月经济数据点评 2024.4.16

欧央行 6 月首降只差“落锤”，美元指数或将“坐上火箭”——华金宏观·双循环周报（第 53 期） 2024.4.12

“灰犀牛”近身，企业借贷意愿亦开始降温——金融数据速评（2024.3） 2024.4.12

新“国九条”的四点理解 2024.4.12

出口仍需枕戈待旦——国际贸易数据点评（2024.3） 2024.4.12

央行：防止利率过低，防范汇率超调风险
华金宏观·双循环周报（第 54 期）
投资要点
◆ 人民银行：防止利率过低，防范汇率超调风险。

◆ 1. 实际利率是否过高？名义利率是否还有明确的下调空间？近期名义利率已经持续降低的背景下，由于物价低位运行，导致部分行业可能认为实际利率偏高，但也有行业感受的实际利率较低，需要分结构看。从通胀走势的角度来看，央行认为物价有望在低位温和回升，从而实际利率水平也会反向变化，进一步对降息预期进行了降温。维持年内 1Y LPR/MLF 利率调降 30BP，5Y LPR 和 7 天逆回购利率不再降低的预测不变；维持 9 月降准 50BP 的预测不变。

◆ 2. 信贷总量和投向结构可能如何变化？如何理解信贷、社融规模偏弱？当前我国处于房地产市场风险、地方债务风险两大风险加快化解阶段，居民加杠杆购房意愿下降，基建贷款需求趋于降温，作为最主流的两大大信用需求来源，房地产和基建相关融资需求的趋势性下行将带动信贷从“加速增长”向“盘活存量”阶段转变，新增信贷可能会有所收缩，信贷增速或将趋于下降，信贷结构可能向先进制造业等高效率的融资需求领域有所倾斜。

◆ 3. 将采取哪些措施维护人民币汇率稳定？从内因来看，人民银行认为短期和中长期支撑汇率的因素较多。从外因来看，人民银行关注到由于美联储降息预期的连续大幅反向修正推升美元指数而导致的人民币被动贬值压力，指出人民币一篮子汇率指数在本轮美元指数上行过程中有所上升，并再度重申防止市场单边预期自我强化、防范汇率超调风险的决心。在央行坚持进行有管理的浮动汇率制度、坚决对顺周期行为予以纠偏的背景下，我们维持在美联储降息启动前 CNY 围绕 7.2-7.3 波动的预测不变。更为详细的分析，可参考我们前期报告《CNH 突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告暨双循环周报（第 50 期）》（2024.3.23）。

◆ 4. 未来经常账户有何发展趋势？新质生产力建设将加速推动我国的制造业高级化和经济结构转型升级，加之服务贸易稳步增长，预计经常账户将保持合理顺差。

◆ 发改委：专项债项目已报送财政部，特别国债行动方案已起草。1. 中央预算内投资和地方政府专项债券下达使用进度如何？截至目前，中央预算内投资方面，安排的 7000 亿投资已经下达超过 2000 亿，占比超过 30%；3.9 万亿专项债限额投向领域和用作项目资本金的行业范围适当扩大，发改委也已经将地方上报的基建项目进行初步筛选并报送财政部；去年 10 月增发的万亿国债项目清单下达工作已经全部下达对应 1.5 万个项目并将加快建设实施。**2. 超长期特别国债何时发行？**使用方面有何计划？发改委重申“中央决定从今年开始，今后几年连续发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，当前进度方面，发改委已经会同有关方面起草了支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案，“经过批准同意后即开始组织实施”。在支持领域方面，1 万亿超长期特别国债将围绕“加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设”等领域重点支持。组织实施方面，坚持“项目跟着规划走、资金跟着项目走、监管跟着资金走”的原则，特别要尽快建设一批前期工作比较成熟、具备条件的项目。

◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：本周 A 股家用电器领涨，传媒跌幅较深；美债收益率整体上行，中国长端国债收益率下行较多，中美 10Y 利差扩大；美元指数继续上行，CNY 小幅贬值；黄金价格高位调整，油价小幅下跌。

◆ 风险提示：美元指数高位限制货币宽松力度风险；财政支出力度不及预期风险。



内容目录

货币政策：盘活信贷存量、金融服务实体、维持外汇稳定	3
实体经济：预算内债务融资推动基建投资稳增长扩内需	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

图表目录

图 1：政策利率曲线及 7 天逆回购利率（%）	3
图 2：M2、社融存量、贷款余额同比（%）	4
图 3：CNY 收盘价及主动升贬值幅度	6
图 4：中国国际收支结构及储备资产变动（亿美元）	6
图 5：全球股市：本周美股有所下跌，A 股沪深 300 涨幅靠前	8
图 6：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：本周 A 股家用电器板块领涨，传媒板块跌幅较深	8
图 7：标普 500 及行业涨幅对比（%）：本周美股商超零售板块领涨，IT 板块跌幅较深	8
图 8：美国国债收益率变动幅度：本周美债收益率整体上行，中长端上行较多	9
图 9：中国国债收益率变动幅度：本周国债长短端收益率有所分化，长端下行幅度较大	9
图 10：本周中国国债短端收益率基本持平（%）	9
图 11：中美 10Y 利差有所扩大（%）	9
图 12：10Y 国开债与国债利差有所缩小（%）	10
图 13：1Y 信用利差持平，3Y 信用利差缩小（BP）	10
图 14：美联储本周资产规模继续减少（USD bn）	10
图 15：主要央行政策利率（%）	10
图 16：全球汇率：美元指数继续上行	10
图 17：CNY 小幅贬值	10
图 18：黄金价格高位调整	11
图 19：本周油价有所下行	11
图 20：4 月上旬主焦煤、山西优混有所下行	11
图 21：本周铜价大幅上行	11

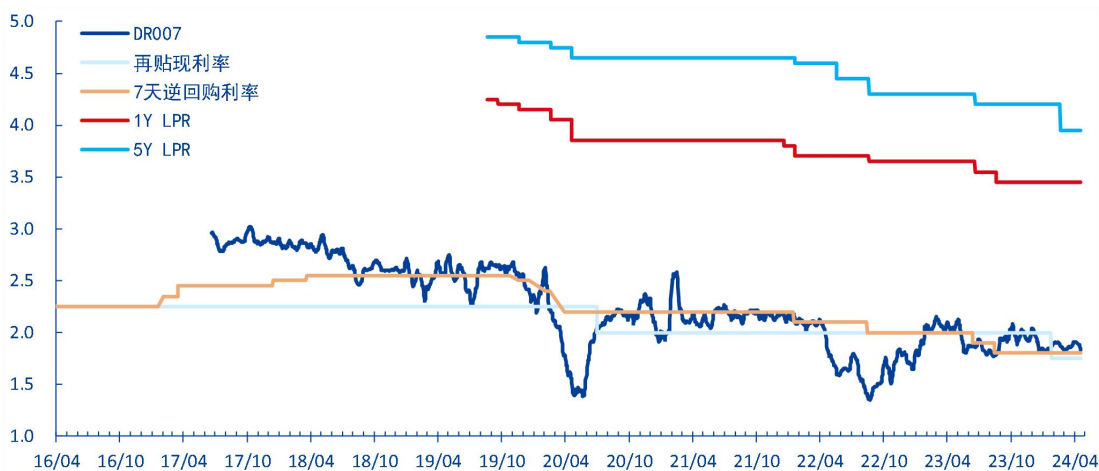
人民银行：防止利率过低，防范汇率超调风险

4月18日，国新办举行新闻发布会，中国人民银行相关负责人出席会议，对名义利率下行空间、年初信贷社融偏弱的结构、人民币汇率压力等问题进行了回应，透露出一定的政策方向。

1. 实际利率是否过高？名义利率是否还有明确的下调空间？

央行认为，近期名义利率已经持续降低的背景下，由于物价低位运行，导致部分行业可能认为实际利率偏高，但也有行业感受的实际利率较低，需要分结构看。实际利率等于名义利率减去通胀率，邹澜司长指出，“这两年，名义利率持续降低，为促进经济总体回升向好发挥了积极作用”，“但是，内需偏弱，物价低位运行，这个情况同时存在”，并认为通胀的走低是实际利率讨论的重要原因。在此基础上，邹澜指出不同行业和企业“感受到的实际利率是不一样的”，并将这种差异分为“服务业和新动能领域”和“房地产关联度比较高”的行业进行了分类举例，认为前者（如文化娱乐等）在价格保持上涨态势的同时，金融机构积极提供融资，名义利率较低，感受的实际利率“会低一些”；而后者（如黑色金属）等“需要从紧配置金融资源的领域”，因产品价格跌幅较大，金融机构提供融资也比较审慎，名义利率和实际利率的感受都会更高，但这种结构性差异，邹澜指出“一定程度上也有利于推动企业控产能、去库存”，“也是中央金融工作会议‘总量上保持合理充裕、结构上有增有减’要求的体现”，显示这种差异是合理的，并无因此类差异存在而整体下调名义利率的必要性。

图 1：政策利率曲线及 7 天逆回购利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

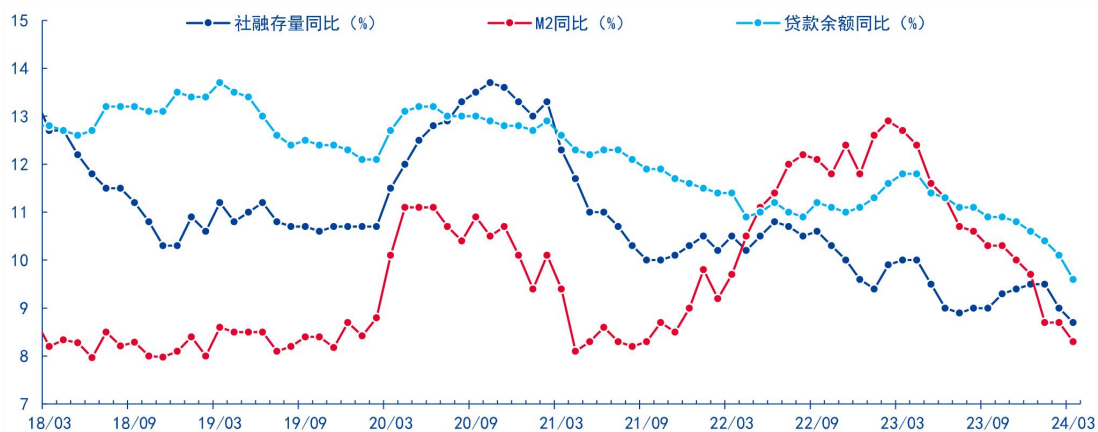
此外，从通胀走势的角度来看，央行认为物价有望在低位温和回升，从而实际利率水平也会反向变化，进一步对降息预期进行了降温。关于物价形势，邹澜分析称，当前我国“经济持续向好，总需求在扩大，物价回升是有基础、有条件的”，即在考虑实际利率水平时应该包含有未来的通胀预期方向向上这一重要因素。邹司长还强调“既要根据物价变化与走势，将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展需要等，避免削减结构调整动力，防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转，物价进一步降低，陷入负向循环”，我们认为其暗示了当前的名义利率处在较为合理的水平之上。在 2 月已经对 5Y LPR 所代表的长端政策利率进行过大幅调降之后，年内预计长端政策利率不再具备进一步降息的必要性和明显空间。

维持年内 1Y LPR/MLF 利率调降 30BP，5Y LPR 和 7 天逆回购利率不再降低的预测不变；维持 9 月降准 50BP 的预测不变。

2. 信贷总量和投向结构可能如何变化？如何理解信贷、社融规模偏弱？

当前我国处于房地产市场风险、地方债务风险两大风险加快化解阶段，居民加杠杆购房意愿下降，基建贷款需求趋于降温，作为最主流的两大信用需求来源，房地产和基建相关融资需求的趋势性下行将带动信贷从“加速增长”向“盘活存量”阶段转变，新增信贷可能会有所收缩，信贷增速或将趋于下降，信贷结构可能向先进制造业等高效率的融资需求领域有所倾斜。货币政策司司长邹澜在发布会上指出“当前，我国经济结构调整、转型升级在加快推进，房地产市场供求关系发生重大变化，地方债务风险防控加强，经济更为轻型化，信贷需求较前些年有所转弱，信贷结构也在优化升级”，这一阐述呼应了 23Q4《货币政策执行报告》中的明确提示“随着我国房地产发展模式重大转型、地方债务风险防范化解，这两块贷款需求都明显下降”。邹澜并进一步提到“一些银行在经营模式和内部考核上仍有规模情结，超过了实体经济的有效融资需求”，显示一季度已经低于市场预期新增信贷数据中可能仍包含有一定的“年初冲量”因素，实体经济的有效融资需求可能下滑程度更大。2 月 5Y LPR 大幅调降 25BP 的背景下 3 月以基建项目融资需求为主导的新增企业中长贷仍旧偏弱，一季度的金融数据中企业中长贷和居民户贷款的同步小幅降温也侧面佐证了这一点。虽然随着未来经济转型升级、有效需求的恢复和社会预期的改善，资金沉淀空转和信贷偏弱的现象都将会同步好转，但在当前阶段，此前已经数度强调的“盘活信贷存量”以及“引导金融机构信贷均衡增长”显得更加重要。“**稳固对实体经济支持的同时，避免过度冲高导致后劲不足，有助于增强信贷增长的可持续性**”，我们对今年的信贷需求增量保持相对谨慎的预期。

图 2：M2、社融存量、贷款余额同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

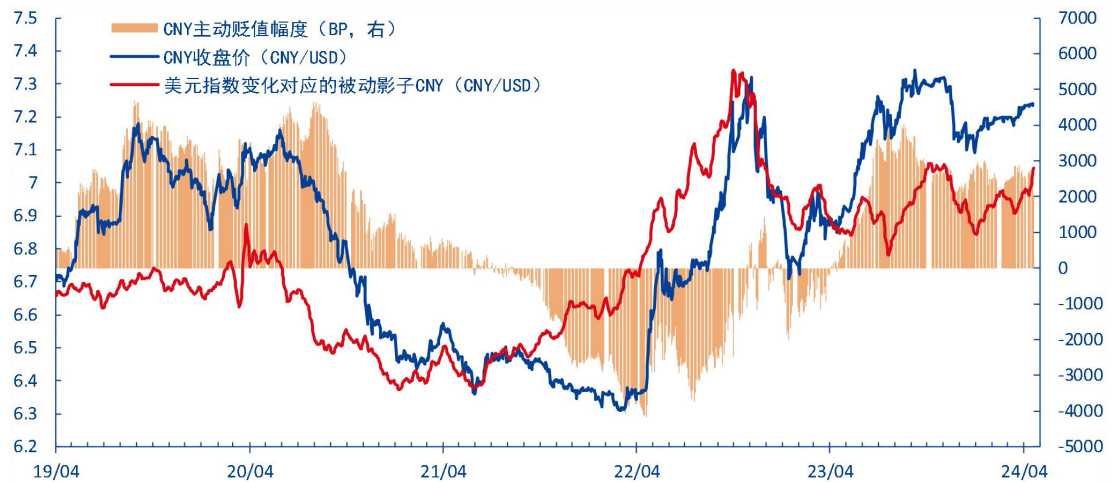
预计今年的货币政策立场以配合性宽松为主，央行投放流动性的规模和对政策利率的引导以能够以合理充裕的流动性水平保障实体经济的有效融资需求为目标，在海外金融环境因“美鹰欧鸽”背离加大美元指数上冲而导致的外溢性紧缩效应形成一定掣肘的背景下，预计今年货币政策不会寻求过度宽松的利率政策和流动性投放。

3. 将采取哪些措施维护人民币汇率稳定？

从内因来看，人民银行认为短期和中长期支撑汇率的因素较多。从中长期维度来看，影响币值稳定的因素不外乎政府债务融资的支出结构和经济结构的持续升级两项。当前我国的经济结构转型升级之路虽非绝对坦途，但也在摸索过程中持续前进；今年两会提出了颇具扩张性的债务融资和财政支出目标，主要增量或将表现在中央政府广义财政投资、大规模设备更新和消费品以旧换新等措施方面，其目的是为了促进有效投资和消费内需的可持续增长，并非其他新兴经济体往往投向的一次性非耐用消费品补贴或低效率的政府消费支出，在长期视角下对未来财政收入增长路劲的稳定性具有夯实和提升作用，在主权信用评级方面不宜片面地与其他新兴经济体的财政融资扩张相类比。人民银行副行长、外管局局长朱鹤新指出，“中国经济迈入高质量发展阶段，国际收支自主平衡，外汇市场深度和广度将进一步拓展”，“人民币汇率保持基本稳定在宏观上和微观上都有坚实的基础”。

从外因来看，人民银行关注到由于美联储降息预期的连续大幅反向修正推升美元指数而导致的人民币被动贬值压力，指出人民币一篮子汇率指数在本轮美元指数上行过程中有所上升，并再度重申防止市场单边预期自我强化、防范汇率超调风险的决心。朱鹤新指出，今年以来，“市场对美联储货币政策转向的预期出现反复，美元指数近期最高时已经超过 106，这是近 6 个月以来的高点”，“国际金融市场动荡加剧”，“日元、欧元、英镑等主要货币以及一些其他新兴市场货币波动有所加大”，指向美元指数超市场预期上行是近期人民币出现较大的外部贬值压力的主要原因。此外，在加快地方债务风险化解、稳定房地产市场以及提振消费和投资内需的一致导向下，年内我国货币政策预计保持配合性宽松立场，加之外部环境日趋复杂严峻背景下我们预计今年出口增速也为零左右，几方面因素共同作用下，人民币相对美元的汇率承受了相对较大的贬值压力，年初至今 CNY 贬值幅度达到 1.5%，我们在此前的专题报告已经对成因进行了详细的分析和展望。而另一方面，相对于其他发达经济体和新兴市场主要货币，人民币相对美元的贬值幅度是比较小的，带动了一篮子汇率指数的上行，朱鹤新指出，“截至 3 月末，中国外汇交易中心人民币汇率指数报 99.78，比上年末涨了 2.4%”，充分显示出央行稳定汇率的预期引导和非常态化措施所带来的良好效果。在此基础上，朱鹤新指出“人民银行、外汇局保持人民币汇率基本稳定的目标和决心是不会变的”，“坚决对顺周期行为予以纠偏，防止市场形成单边预期并自我强化，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”。在央行坚持进行有管理的浮动汇率制度、坚决对顺周期行为予以纠偏的背景下，我们维持在美联储降息启动前 CNY 围绕 7.2-7.3 波动的预测不变。更为详细的分析，可参考我们前期报告《CNH 突发贬值：成因、脉络与走向——汇率专题报告 暨双循环周报（第 50 期）》（2024.3.23）。

图 3: CNY 收盘价及主动升贬值幅度

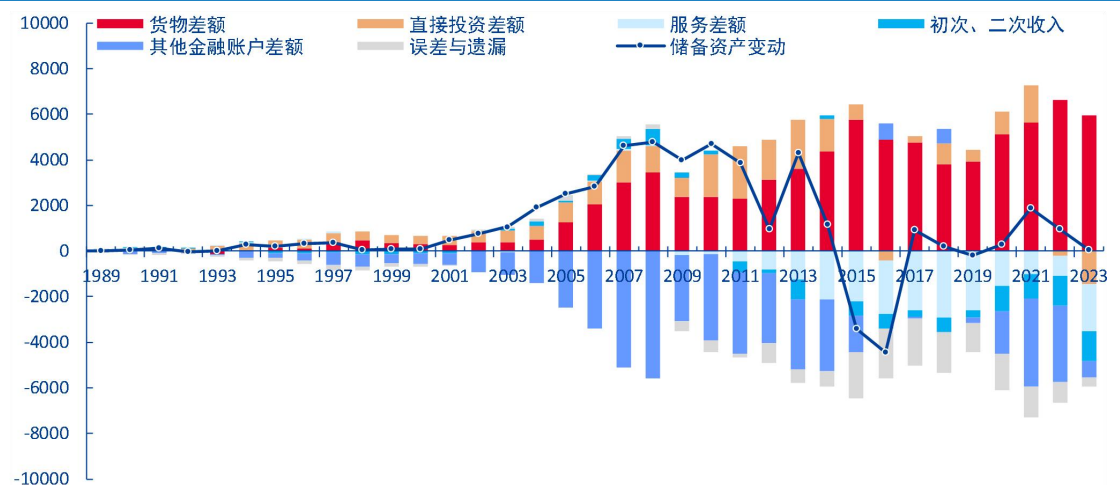


资料来源: CEIC, 华金证券研究所

4. 未来经常账户有何发展趋势?

经常账户下的货物贸易顺差是维持我国国际收支账户和外汇稳定的重要力量, 2023 年我国经常账户下的货物和服务贸易顺差达到 3860.6 亿美元, 今年一季度也已经超过 600 亿美元。虽然闰年 2 月结束后 3 月的出口增速如我们预期产生了大幅回落, 以美国为首的发达经济体针对我国新能源汽车等出口高增的产业链提出了“产能过剩”等片面、谬误的论调, 我们对今年的出口增速展望也相对比较谨慎, 但随着我国产业链完整性、安全性、先进性建设的不断提升, 部分进口产品已经开始出现了明显的替代效应, 当前阶段的货物贸易顺差仍然维持在较高水平, 对保持经常账户规模形成了强有力的支撑。此外, 去年底以来, 我国与众多国家签订了免签便利, 人民银行和外汇局等相关部门也正在推动境外来华人员支付便利化, 这些都将推动以旅行作为主要项目的服务贸易顺差稳步提升; 与此同时, 生产性服务贸易的出口持续增长也推动了服务贸易差额更趋均衡。展望未来, 新质生产力建设将加速推动我国的制造业高级化和经济结构转型升级, 加之服务贸易的稳步增长, 预计我国经常账户将保持合理顺差。

图 4: 中国国际收支结构及储备资产变动 (亿美元)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

发改委：专项债项目已报送财政部，特别国债行动方案已起草

4月17日，国家发改委相关负责人出席国新办新闻发布会，并就预算内投资和专项债下达情况、超长期特别国债发行计划、推动经济持续回升向好、产能过剩及产业政策、培育新的消费增长点等关键问题作出回应。

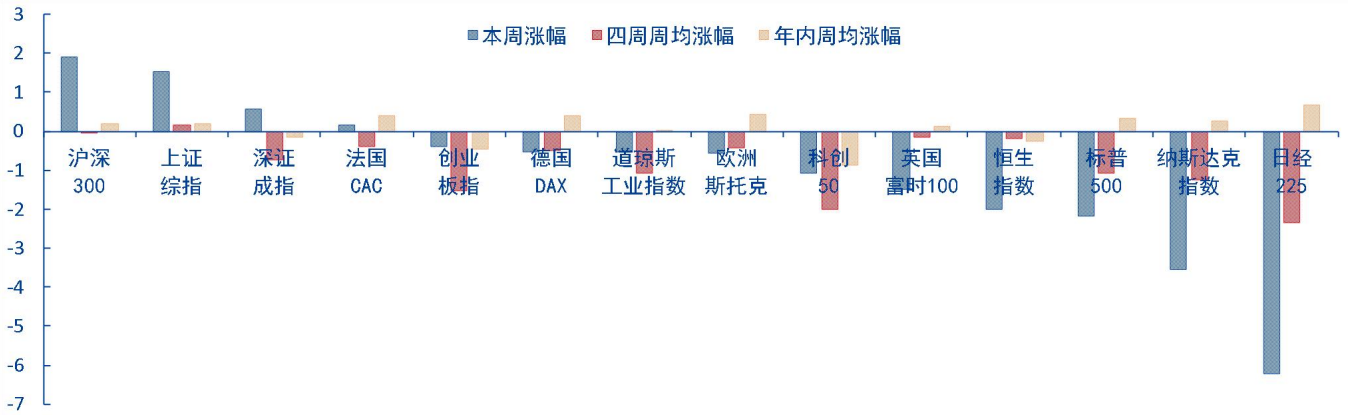
1. 中央预算内投资和地方政府专项债券下达使用进度如何？截至目前，中央预算内投资方面，安排的7000亿投资已经下达超过2000亿，占比超过30%；3.9万亿专项债限额投向领域和用作项目资本金的行业范围适当扩大，发改委也已经将地方上报的基建项目进行初步筛选并报送财政部；去年10月增发的万亿国债项目清单下达工作已经全部下达对应1.5万个项目并将加快建设实施。

2. 超长期特别国债何时发行？使用方面有何计划？发改委重申“中央决定从今年开始，今后几年连续发行超长期特别国债，专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，当前进度方面，发改委已经会同有关方面起草了支持国家重大战略和重点领域安全能力建设的行动方案，“经过批准同意后即开始组织实施”。在支持领域方面，1万亿超长期特别国债将围绕“*加快实现高水平科技自立自强、推进城乡融合发展、促进区域协调发展、提升粮食和能源资源安全保障能力、推动人口高质量发展、全面推进美丽中国建设*”等领域重点支持。组织实施方面，坚持“项目跟着规划走、资金跟着项目走、监管跟着资金走”的原则，特别要尽快建设一批前期工作比较成熟、具备条件的项目。

风险提示：美元指数高位限制货币宽松力度风险；财政支出力度不及预期风险。

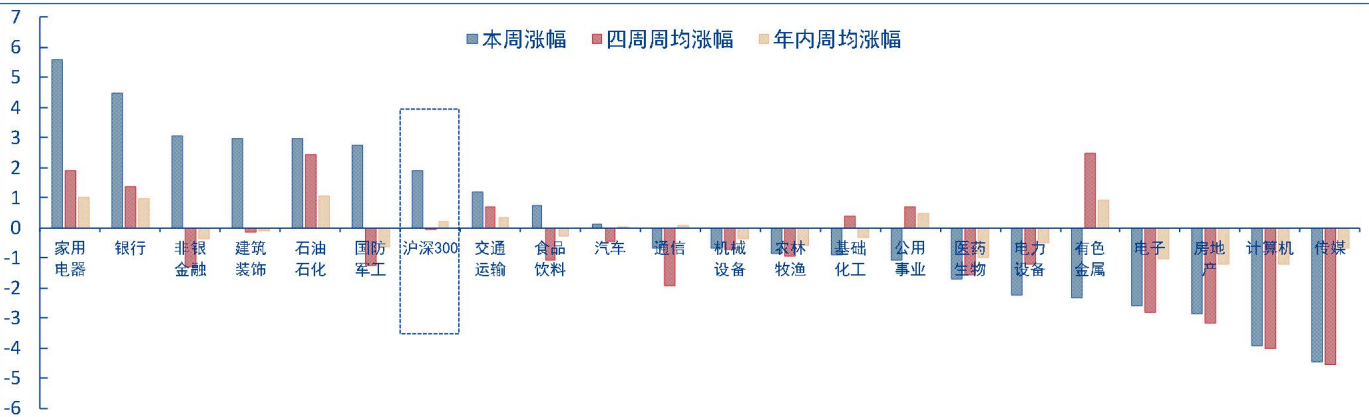
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 5: 全球股市: 本周美股有所下跌, A 股沪深 300 涨幅靠前



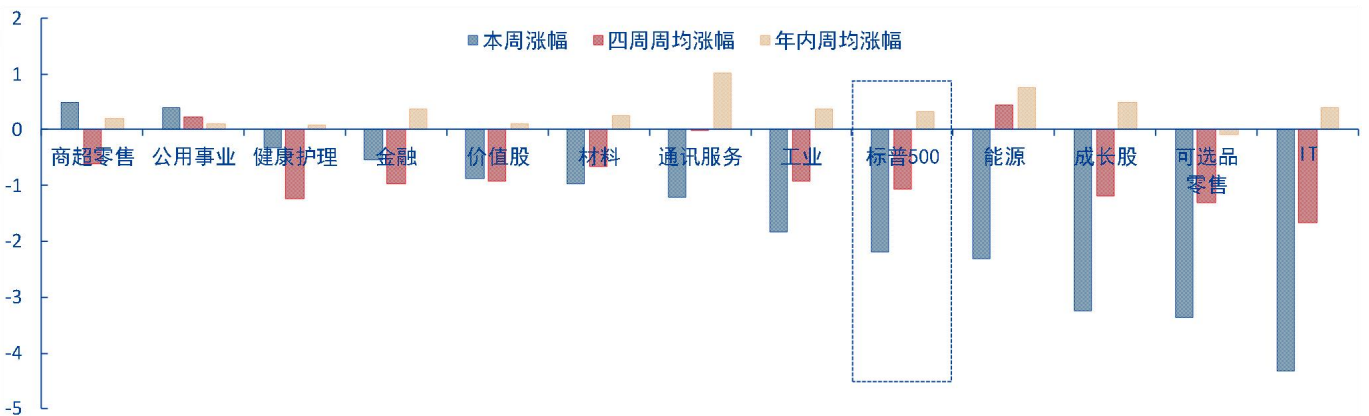
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 6: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 A 股家用电器板块领涨, 传媒板块跌幅较深



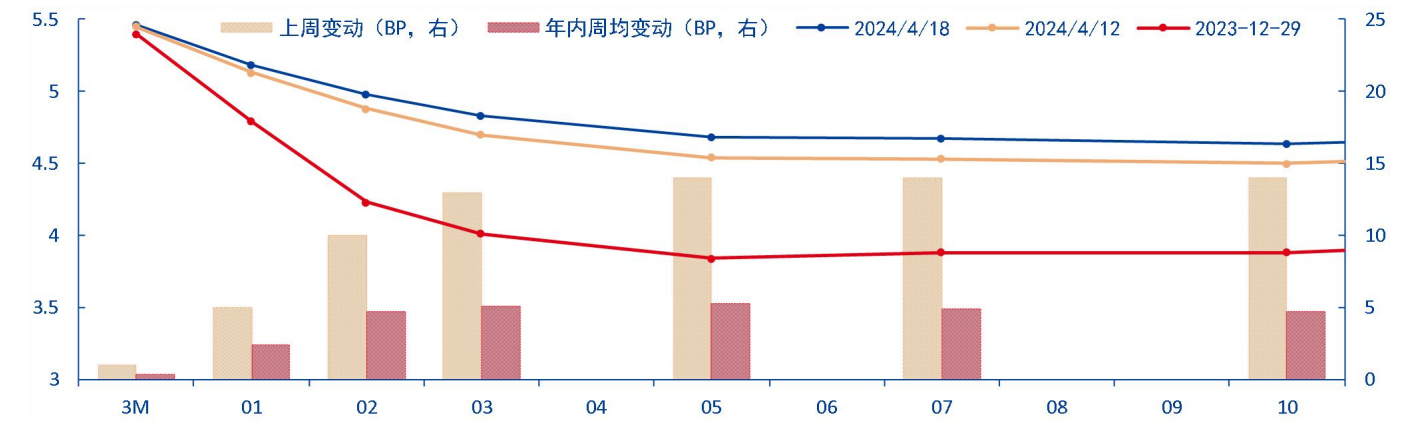
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 7: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股商超零售板块领涨, IT 板块跌幅较深



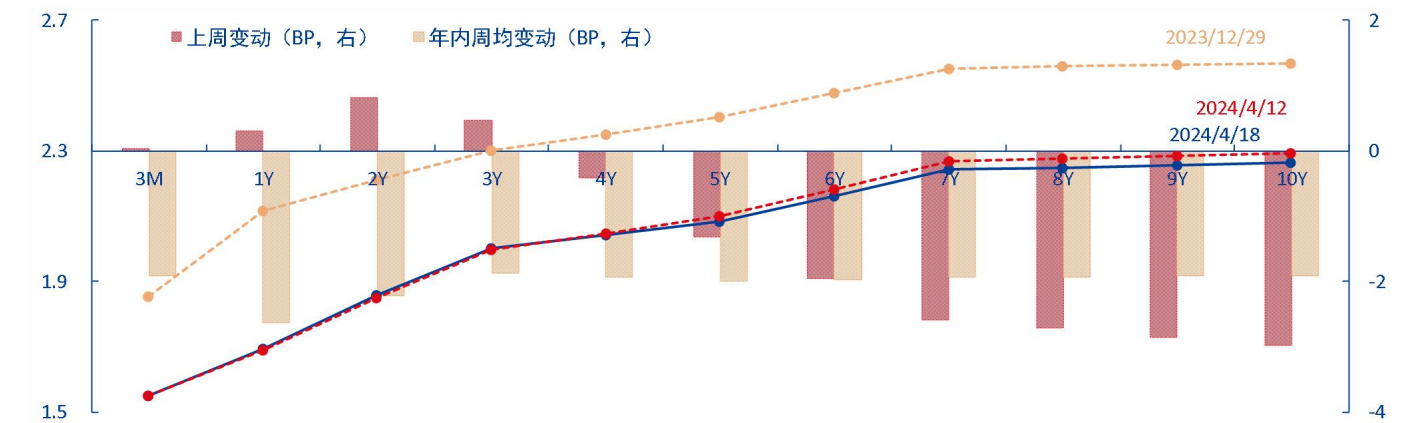
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 8: 美国国债收益率变动幅度: 本周美债收益率整体上行, 中长端上行较多



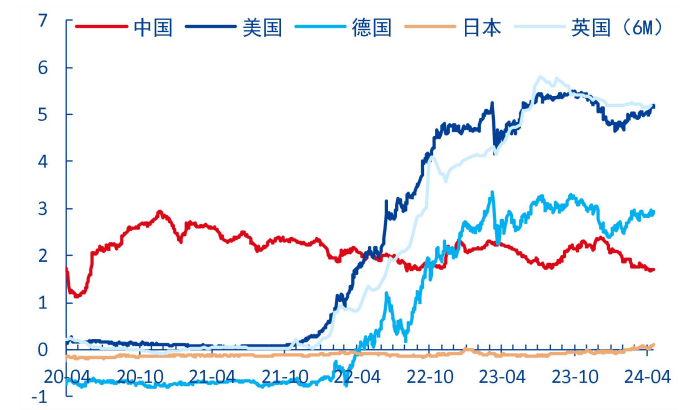
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 9: 中国国债收益率变动幅度: 本周国债长短端收益率有所分化, 长端下行幅度较大



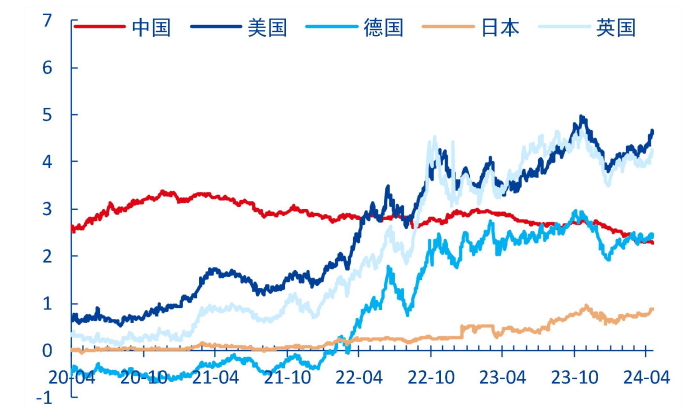
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 10: 本周中国国债短端收益率基本持平 (%)



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 11: 中美 10Y 利差有所扩大 (%)



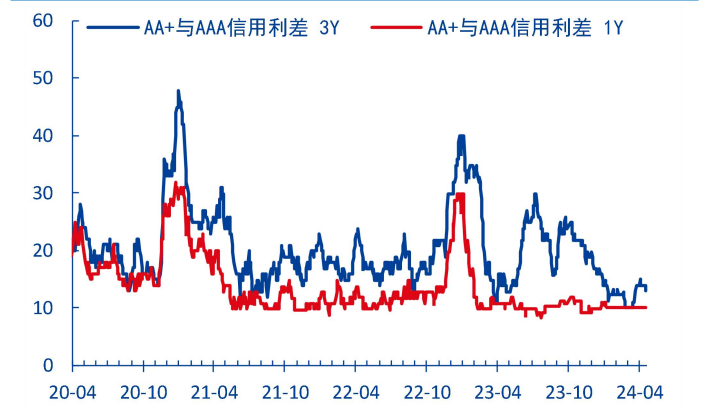
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 12: 10Y 国开债与国债利差有所缩小 (%)



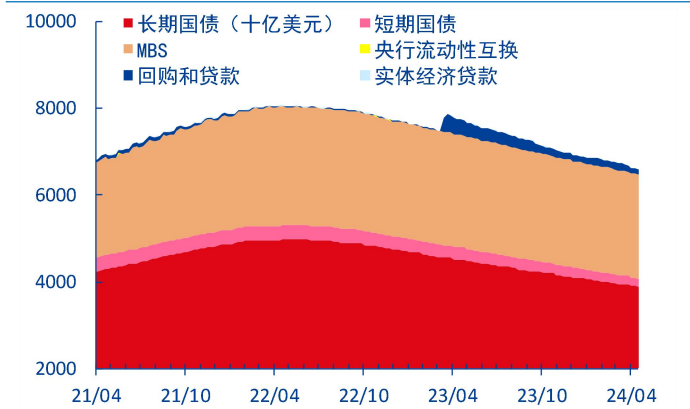
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 13: 1Y 信用利差持平, 3Y 信用利差缩小 (BP)



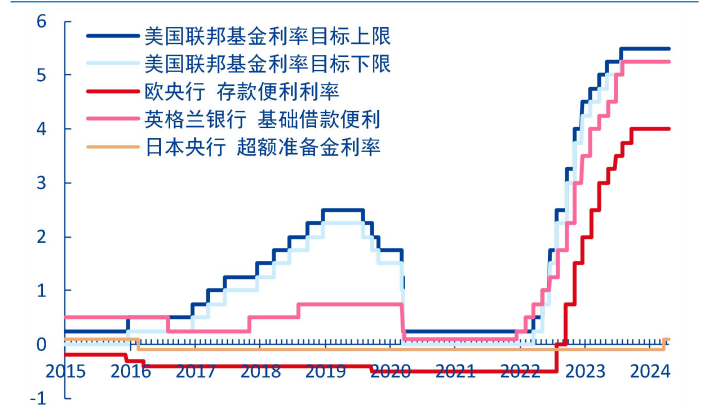
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 14: 美联储本周资产规模继续减少 (USD bn)



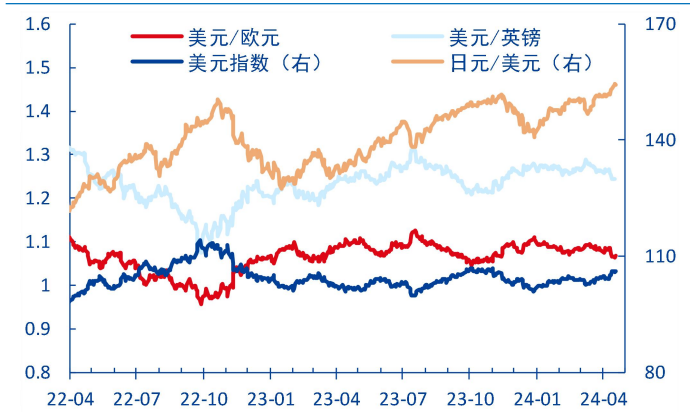
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 15: 主要央行政策利率 (%)



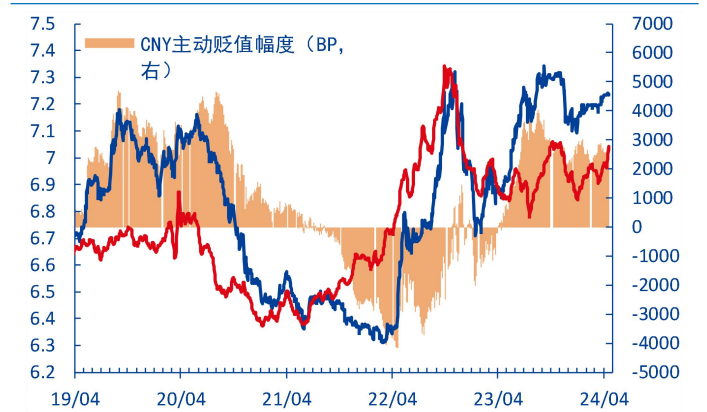
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 16: 全球汇率: 美元指数继续上行



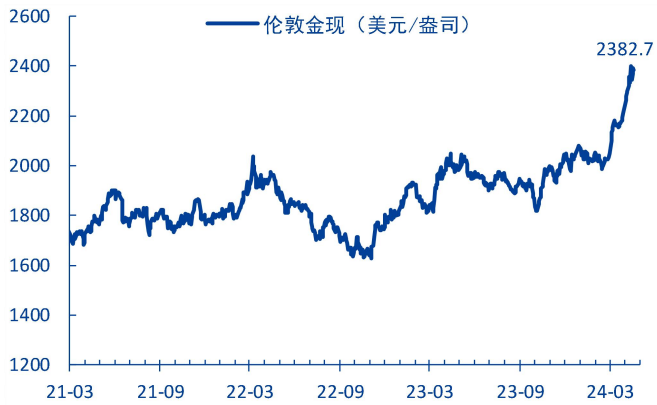
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 17: CNY 小幅贬值



资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 18: 黄金价格高位调整



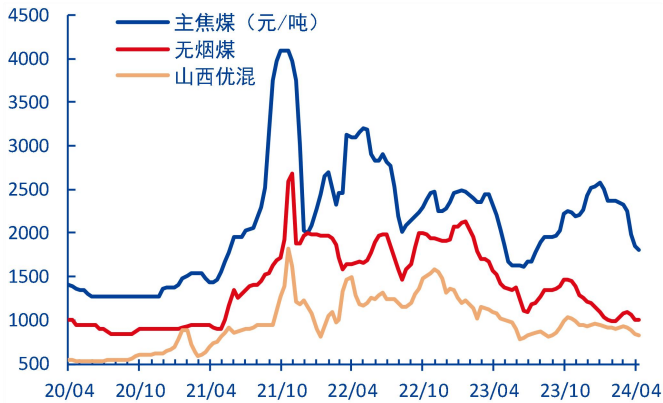
资料来源: CEIC, 华金证券研究所

图 19: 本周油价有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 4 月上旬主焦煤、山西优混有所下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 本周铜价大幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn