

货币政策框架的演进及其投资指向

——6月金融数据分析



YONGXING SECURITIES

核心观点

6月货币与金融数据分析：6月M1同比-5.00%（前值-4.20%），M2同比6.20%（前值7.00%）。社会融资存量同比8.10%（前值8.40%），其中人民币信贷余额8.30%（前值8.90%），企业债券余额增速上升至2.20%（前值1.90%），地方政府债券余额增速上升至15.00%（前值14.70%），企业债券与地方政府债券融资加速没有完全对冲人民币信贷增速的下降，社会融资增速整体回落。

6月19日，人民银行行长潘功胜在第十五届陆家嘴论坛上的主题演讲《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》指出，未来的货币政策框架有五个方面考虑：一是优化中间变量，逐渐淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率调控的作用。二是健全市场化的利率调控机制，以7天逆回购操作利率作为主要政策利率，并以SLF利率为上限、超额存款准备金利率为下限形成利率走廊。三是逐步将国债买卖纳入货币政策工具箱，且特别提示“当前特别是要关注一些非银主体大量持有中长期债券的期限错配和利率风险，保持正常向上倾斜的收益率曲线，保持市场对投资的正向激励作用。”四是健全精准适度的结构性货币政策工具体系，目前结构性工具余额约占人民银行资产负债表15%。五是健全政策沟通机制，做好预期引导。

7月，人民银行为落实以上政策框架，已经开展以下的政策操作：

7月1日，人民银行公开市场业务公告[2024]第2号宣布将于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。

7月8日，人民银行公开市场业务公告[2024]第3号宣布将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，临时隔夜正、逆回购操作的利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。

再结合6月的货币与金融数据可以判断，人民银行对货币政策框架的优化已经逐步推动，此时应该遵循预期引导，逐渐淡化对数量目标的关注，更加注重发挥利率调控的作用。

投资建议

综上，货币政策框架的优化已经启动。基于潘功胜行长陆家嘴论坛的主题演讲内容，我们认为对于中国经济与资本市场而言，利率的信号意义与结构性工具的作用会进一步上升，金融数量指标对于经济运行和资本市场的影响将逐步下降。对于投资而言，应进一步去关注政策沟通机制，遵循预期引导。

风险提示

1. 房地产政策存在时滞的风险；
2. 财政支出节奏变化的风险。

日期：2024年07月15日

分析师：高明

E-mail：gaoming@yongxingsec.com

SAC编号：S1760524050003

相关报告：

《CPI与PPI的结构指向》

——2024年07月10日

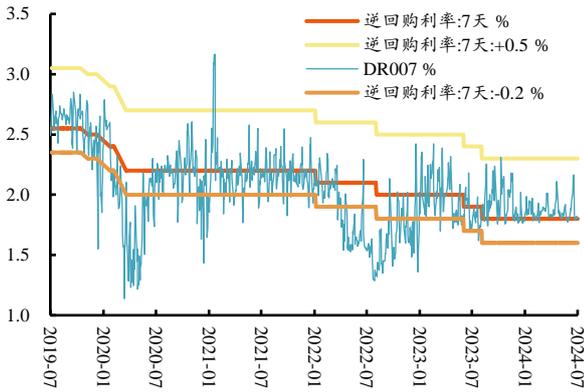
《财政收支与企业利润合并分析：如何推进减税降费？》

——2024年07月02日

《美国通胀率的五个观察视角》

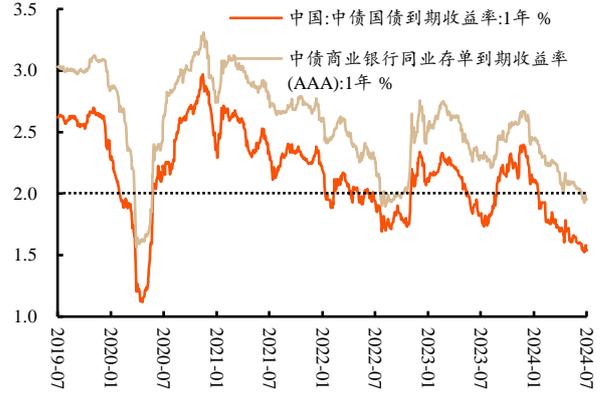
——2024年06月21日

图1:逆回购利率(7天)与DR007



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:1年期国债收益率与商业银行同业存单收益率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:10年期与30年期国债到期收益率



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:1年期与5年期LPR



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图5:中美10年期国债收益率利差



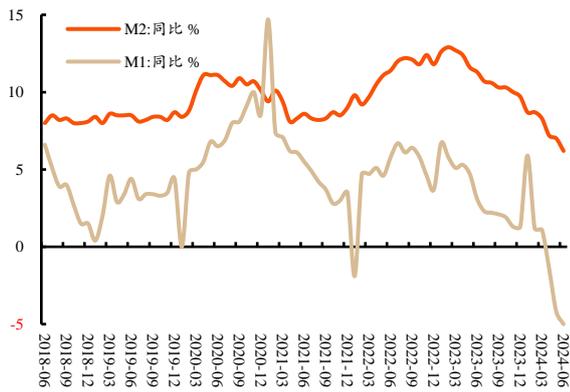
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:美元指数与USDCNY即期汇率



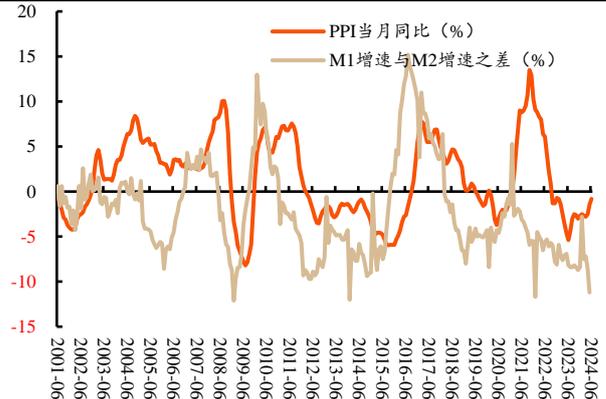
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7:M1与M2增速



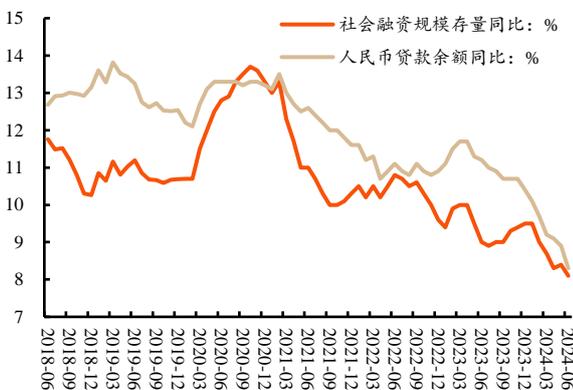
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图8:PPI与M1与M2增速差的关系



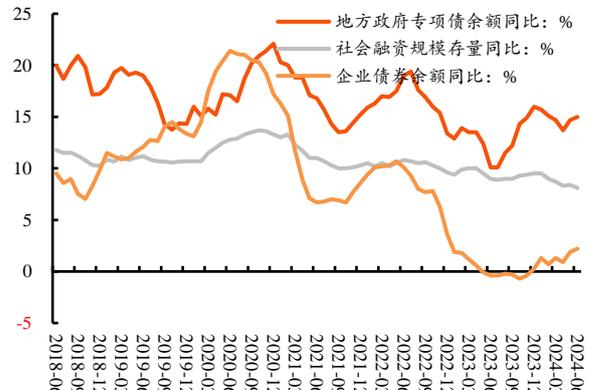
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图9:社会融资存量与人民币信贷余额同比



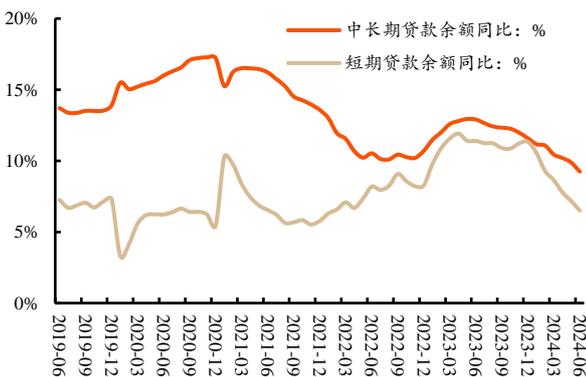
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:地方政府债券、企业债券余额同比与社融增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:中长期贷款余额增速与短期贷款余额增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:金融机构贷款余额与存款余额增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，专业审慎的研究方法，独立、客观地出具本报告，保证报告采用的信息均来自合规渠道，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本报告所发表的任何观点均清晰、准确、如实地反映了研究人员的观点和结论，并不受任何第三方的授意或影响。此外，所有研究人员薪酬的任何部分不曾、不与、也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

甬兴证券有限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，具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；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）为基准指数。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

特别声明

在法律许可的情况下，甬兴证券有限公司（以下简称“本公司”）或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问以及金融产品等各种服务。因此，投资者应当考虑到本公司或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

版权声明

本报告版权属于本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用本报告中的任何内容。否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

重要声明

本报告由本公司发布，仅供本公司的客户使用，且对于接收人而言具有保密义务。本公司并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为本公司的客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐及其他交流方式等只是研究观点的简要沟通，需以本公司发布的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，本公司对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时思量各自的投资目的、财务状况以及特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资须谨慎。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司和关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。投资者应当自行关注相应的更新或修改。