

热点报告-国债期货

如何理解货币政策立场与未来政策框架？

走势评级：

国债：震荡

报告日期：

2024 年 06 月 20 日

★如何理解货币政策立场的三方面关系？

一是短期和长期的关系。中长期来看，维护价格稳定、推动价格温和回升应是货币政策的重要考量。但短期来看，维护金融体系稳定与稳汇率等目标的重要性相对更高。二是稳增长与防风险的关系。近年来金融风险有所上升，防风险重要性也随之上升。防范金融风险正在成为债市最核心的交易逻辑之一。政策应对的思路可能包括引导金融机构负债成本下行、推动高风险机构兼并重组、整改违规业务等。宏观政策有平缓利率波动的意愿。三是内部与外部的关系。在美联储降息之前，人民币贬值压力仍然较大，央行主动降息概率不高。若汇率出现超调风险，央行也会动用多种政策工具来进行调控。

★未来货币政策框架的演进

一是淡化数量型中介目标，强化利率目标。利率目标的可测量性、可控性和与实体经济相关性都更强。数量型目标的淡化也和淡化规模情节息息相关，后续对于金融指标的考核将遵循“质”重于“量”的原则。二是淡化中长期政策利率，强化短端政策利率。今年以来，政策利率的强化和淡化已经出现了苗头，后续更应关注央行如何理顺由短及长的传导关系。三是淡化信贷传导渠道，强化资产价格传导渠道。经济结构转型背景下，刺激信贷对于拉动经济的效果正在变弱。直接融资重要性上升，货币政策传导渠道也将逐渐转变为资产价格传导渠道。从这个角度看，推动资本市场高质量发展很有必要。

★警惕超长债风险，关注空头套保策略

策略方面：1) 单边不宜追涨，谨慎者可考虑止盈；2) 中期依然看短端表现会更强，超长债会偏弱；3) 若较为担忧调整风险，可关注空头套保策略。T2409 基差水平低；TL2409 调整空间大。

★风险提示：

输入性通胀压力上升，金融系统缩表对债市的冲击。



东方证券
ORIENT SECURITIES

期货

张荣东

宏观策略分析师

从业资格号：

F3085356

投资咨询号：

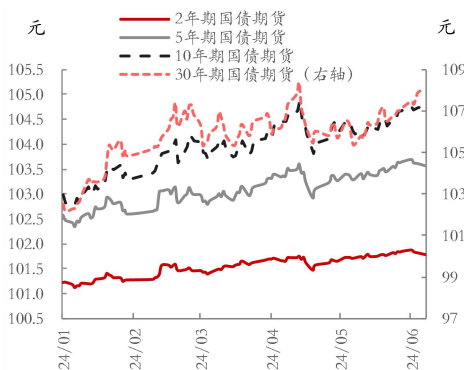
Z0018866

Tel:

63325888-1610

Email:

candong.zhang@orientfutures.com



重要事项：本报告版权归上海东证期货有限公司所有。未获得东证期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成交易建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

有关分析师承诺，见本报告最后部分。并请阅读报告最后一页的免责声明。

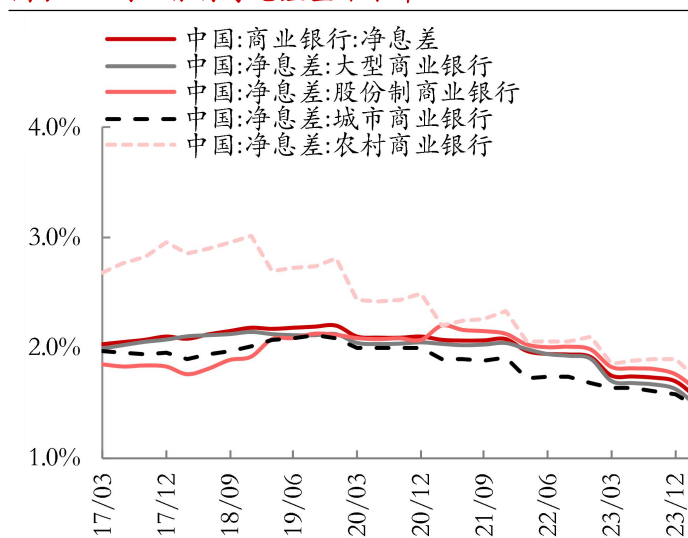
6月19日，第十五届陆家嘴论坛上，央行行长潘功胜发表了题为《中国当前货币政策立场及未来货币政策框架的演进》的讲话。本次演讲主要分为货币政策立场和货币政策框架两个主题，信息量相对较大。受讲话影响，国债期货盘中跳水，但随即转涨。

1、如何理解货币政策立场的三方面关系？

演讲中，潘行长提到了三方面关系，即短期和长期的关系，稳增长和防风险的关系，内部和外部的关系。笔者认为，理解这三方面关系对于理解近期的货币政策立场非常重要。

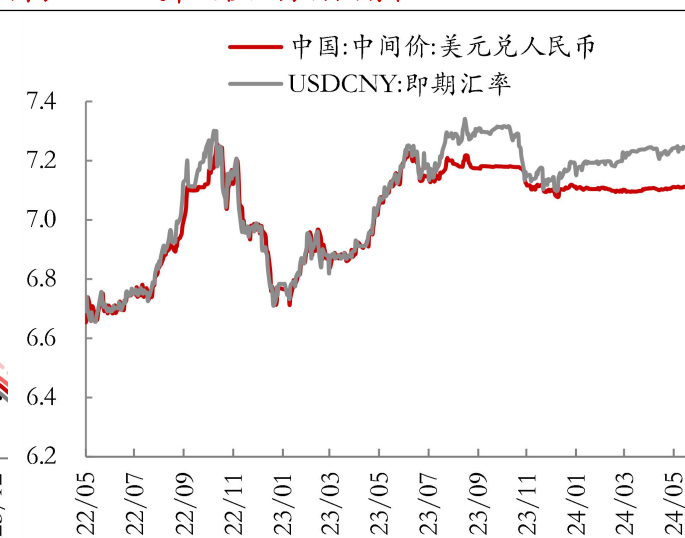
一是短期和长期的关系。多重目标约束下，短期和中长期的货币政策目标应各有侧重。我国央行的最终目标是多方面的，包括实现充分就业、维护价格稳定、维持金融稳定和实现国际收支均衡等。若既要降低社会综合融资成本，又要防止资金空转、稳汇率，货币政策操作方面的难度相对较大。那么要如何平衡多重目标？

图表1：商业银行净息差整体下降



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表2：人民币贬值压力仍然存在



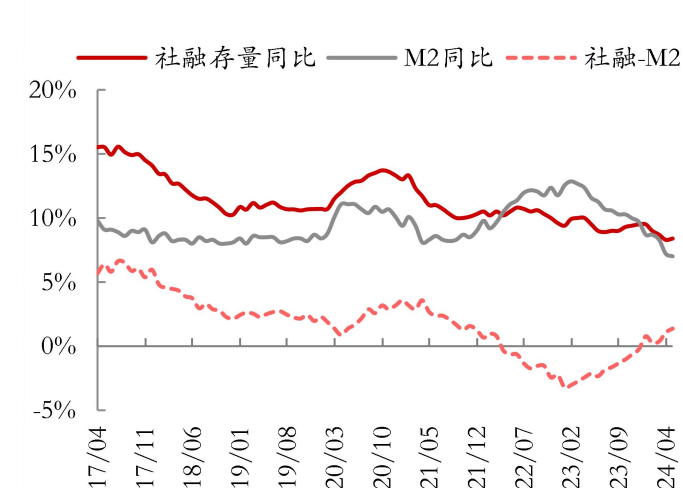
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

一方面，短期和中长期的货币政策目标应各有侧重。中长期来看，维护价格稳定、推动价格温和回升应是货币政策的重要考量。实际上，推动物价水平温和回升是全部宏观政策和产业政策的重要考量。在私人部门融资内生性融资需求较为疲弱、货币活性化水平不高的环境下，货币政策本身在提振需求、拉动通胀方面的效果或偏弱，财政政策与产业政策的重要性有所上升，货币政策更多作为配合型的政策。从配合财政、产业政策的角度来看，货币政策应是稳健偏松的、是支持性的，央行会引导广谱利率水平下降来降低社会综合融资成本。因此从中长期视角来看，我国仍然处于降息周期之中。但短期来看，维护金融体系稳定与稳汇率等目标的重要性相对更高，考虑到商

业银行净息差水平已经偏低、美元指数仍然偏强运行，且5月份新发放贷款利率为3.67%，利率水平已经偏低，故短期内降息概率下降。另一方面，结构性货币政策具备精准性与直达性，能够很好地平衡多重目标。结构性货币政策工具已经成为央行实现最终目标的重要抓手，预计未来仍会有更多工具推出。

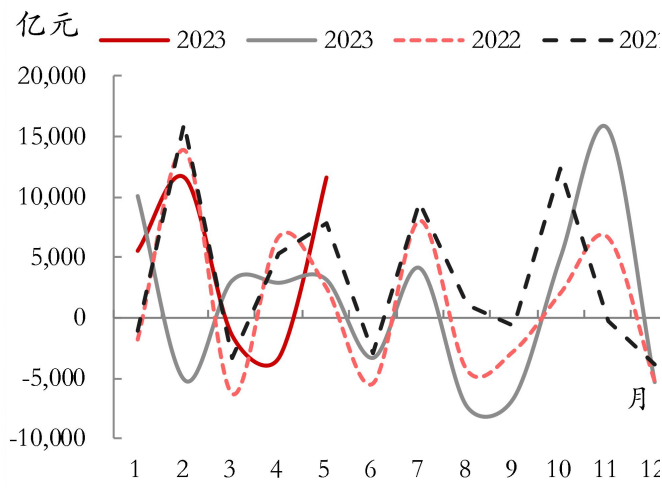
二是稳增长与防风险的关系。和此前央行的表述相比，防风险的重要性有所上升。近年来，金融系统的风险呈现上升态势。一是地产风险、地方政府隐性债务风险不断向金融系统转移。二是随着经济结构转变、利率水平下行，部分金融机构大幅拉长资产久期，若出现利率风险，机构亏损也会加大，另外收益率曲线趋向平坦，商业银行的净息差压力也进一步上升。三是禁止手工补息等政策也会带来衍生风险。比如私人部门存款出表后，非银部门扩表并增配债券等资产。和商业银行相比，理财等非银机构的负债端相对不稳定，若利率持续上行，市场流动性风险就会上升。和提振通胀目标相比，短期金融稳定目标显得更为急迫，金融稳定相关政策将成为未来一段时间债券市场重要的交易逻辑。政策的思路可能包括：1) 引导金融机构负债成本下降；2) 加快高风险机构兼并重组；3) 金融机构违规业务将会逐渐整改，比如信托公司配合理财公司使用平滑机制调节产品收益等；4) 宏观政策有意降低利率的波动，比如政府债券的发行节奏相对平缓，央行会通过买卖国债的方式降低利率的波动；5) 宏观审慎监管的要求可能会有所提高。

图表3：资金出表，M2比社融更弱



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表4：非银存款大幅上升，非银资金充裕

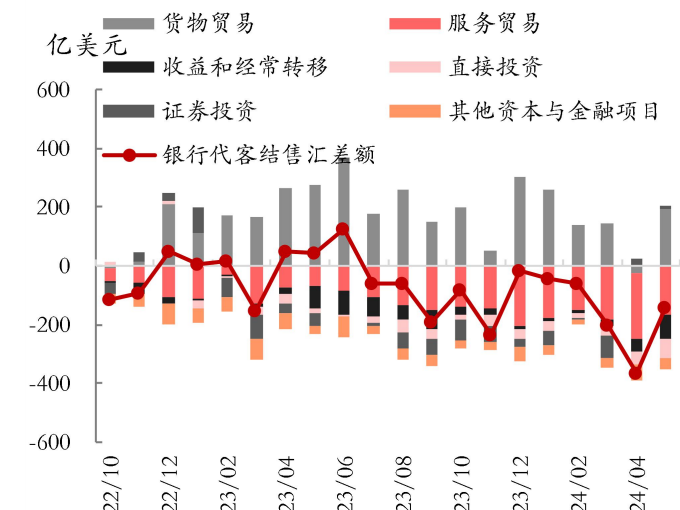


资料来源：Wind，东证衍生品研究院

三是内部与外部的关系。去年三、四季度以来，央行对于汇率的关注度明显上升。人民币兑美元的贬值压力始终存在。一是美国通胀仍有粘性，美联储尚未进入到降息周期之中，美元指数仍然偏强运行。二是我国货物贸易顺差虽然较高，但服务项和资本项逆差较大，银行代客结售汇差额偏弱运行。三是中国经济转型尚未完成，市场预期仍然偏弱。另外为推动经济高质量发展，央行通过多种结构性货币政策扩表，这本身

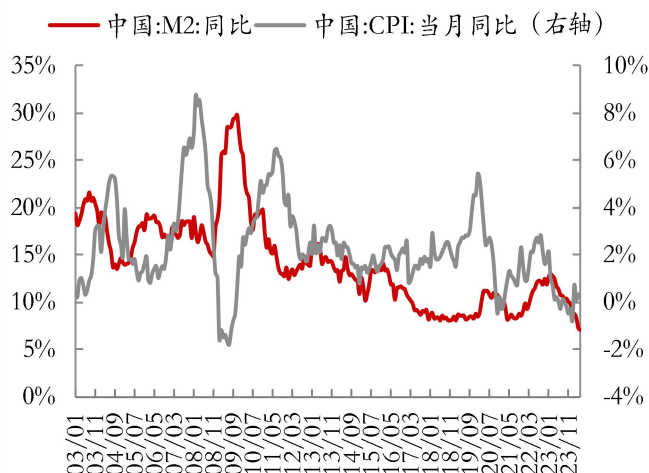
也会给人民币带来贬值压力。在美联储降息之前，人民币贬值压力仍然较大，央行主动降息概率不高。若汇率出现超调风险，央行也会动用多种政策工具来进行调控。

图5：银行代客结售汇差额偏弱运行



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图6：M2增速和实体经济相关性不高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

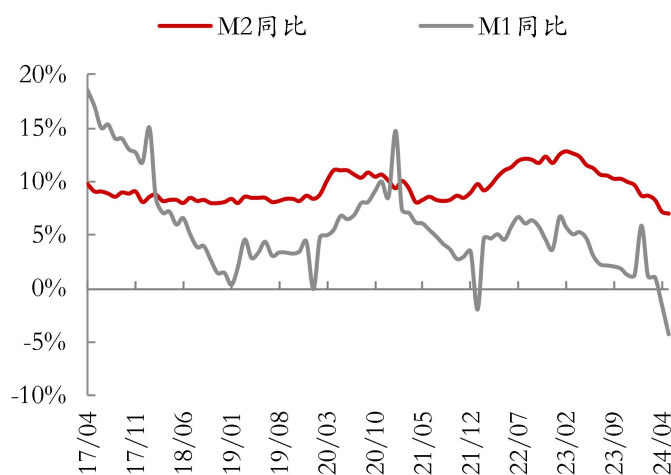
2、未来货币政策框架的演进

潘行长同时还介绍了未来货币政策框架演进相关情况。综合来看，未来的货币政策框架将淡化数量型中介目标，强化利率目标；淡化中长期政策利率，强化短端政策利率；淡化信贷传导渠道，强化资产价格传导渠道。

一是经济转型背景下，M2等数量型目标要被淡化，而基准利率的重要性有所上升。随着经济结构的转型，数量型目标的可测量性、可控性和与实体经济相关性都在下降。和数量型目标相比，利率便于测量；央行能够控制的不是货币数量，而是基准利率水平和资产负债表规模；新兴部门对于利率是更为敏感的。货币政策的中介目标向价格型转型是大势所趋，近年来短端的DR007等利率波动幅度逐渐减小、收益率曲线的定价也趋向完善，中介目标从数量型转向价格型的条件逐渐成熟。

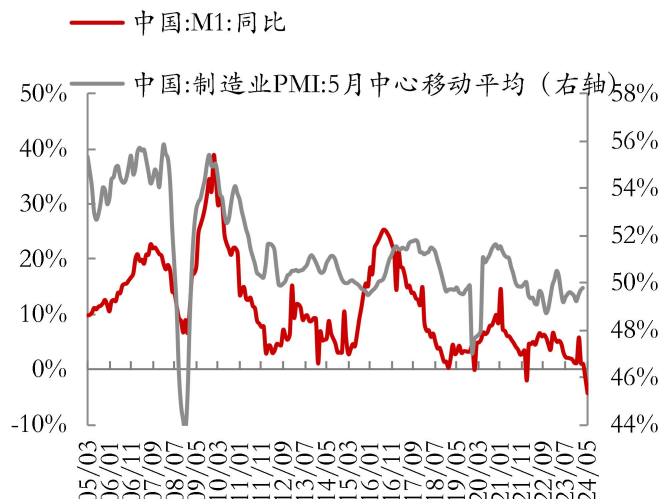
另外，数量型目标的淡化也和淡化规模情节息息相关。货币是内生的，在经济结构转型的背景下，货币信贷增长已由供给约束转为需求约束，一味推动金融体系增加金融资源投放并不能增强对于实体经济的支持力度，反而会引发资金空转等问题。后续对于金融指标的考核将遵循“质”重于“量”的原则。增量金融资源要优先供给有实际融资需求的部门；盘活存量资产，优化信贷结构。随着监管思路的变化，M2、M1等金融指标将会被挤出“水分”，但数据的下降并不意味着金融环境恶化。为了更好衡量货币供应的真实情况，M1的统计口径将会变化，个人活期存款以及一些流动性很高甚至有支付功能的金融产品也将被纳入M1口径之中。

图表 7: 监管“挤水分”，近期 M2、M1 增速下降



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

图表 8: 近期 M1 增速和 PMI 走势分化



资料来源: Wind, 东证衍生品研究院

二是淡化中长期政策利率，强化短端政策利率。海外发达国家的政策利率是短端的，短端利率通过收益率曲线传导到长端。和海外国家相比，MLF 是非常具有中国特色的政策利率，MLF 的存在加强了短端资金利率向中长端债券、贷款利率的传导效率，同时控制收益率曲线维持在倾斜向上的状态上。MLF 的负面影响就是长端利率的市场化定价机制受到影响，同时长端政策利率会给短端资金利率一个影响，资金利率的波动幅度易放大。随着资金传导效率的提升，MLF 的政策利率属性已经开始淡化，未来短端的 7 天期逆回购利率的政策利率属性将被加强，央行也会想办法增强短端政策利率引导短端资金利率波动的能力，比如收窄利率走廊等。

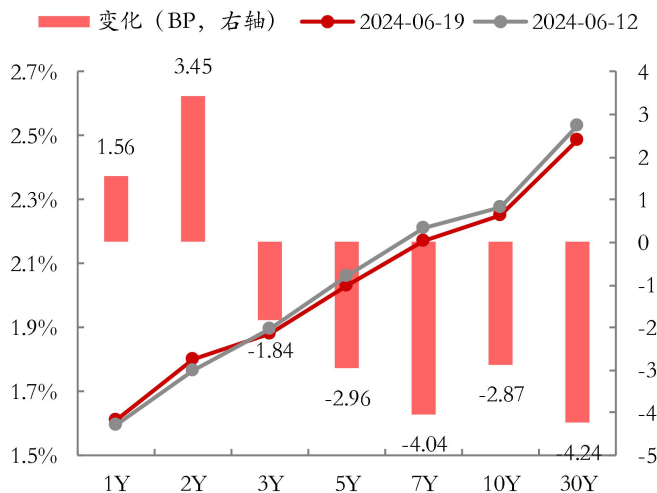
今年以来，政策利率的强化和淡化已经出现了苗头，后续更应关注央行如何理顺由短及长的传导关系。理论上，长端利率交由市场定价，金融系统的稳定性将会上升。但目前市场和央行对于超长端利率水平的观点发生分歧，超长债如果完全交由市场定价，那么金融风险反而有可能上升，后续需重点关注央行如何理顺利率传导机制。

三是淡化信贷传导渠道，强化资产价格传导渠道。综合近期央行讲话以及实际行动来看，货币政策的传导渠道也在发生变化。今年 M1 增速持续下降，新增信贷规模也略显疲弱，但经济增长、PMI 整体是比较平稳的。经济结构已经发生变化，地产等旧动能是货币创造的重要渠道，但已经收缩，对债务、杠杆需求较低的新兴制造业正在扩张。刺激信贷对于拉动经济的效果正在变弱。在私人部门内生性举债动能下降时，政府举债的必要性上升，未来以政府债为代表的直接融资将越来越重要。货币政策传导渠道也将逐渐转变为资产价格传导渠道，即通过影响利率水平来影响资产价格，进一步影响到私人部门的扩张意愿。从这个角度来看，推动资本市场高质量发展很有必要。

3、警惕超长债风险，关注空头套保策略

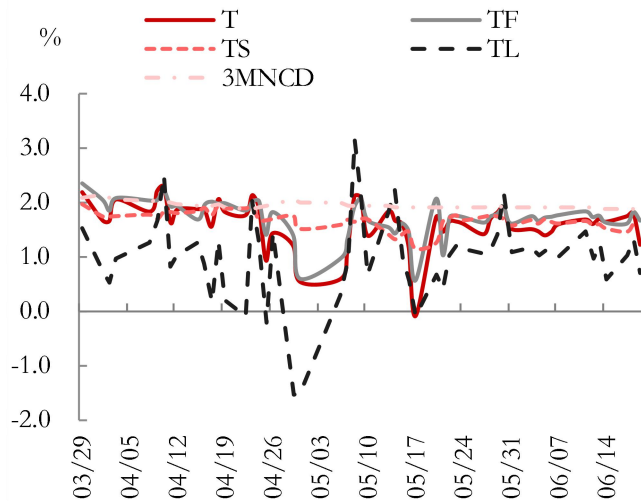
潘行长讲话之后，因缺乏调控长债利率水平的政策工具推出，债市短暂调整随即重归走强，超长债表现尤其偏强。但综合来看，潘行长讲话对于债市的影响应是中性略偏空的。一者短期内央行更为关注金融监管以及稳汇率两个目标，降息概率比较低，短端的利率下行空间难以被打开；二者央行持续关注超长债利率水平，关注收益率曲线形态。当前央行态度和市场观点之间出现分歧，若市场做多情绪过强、收益率曲线过平，央行可能会通过买卖国债或是窗口指导等方式引导收益率曲线倾斜向上，要警惕这一风险。

图表9：超长债表现偏强



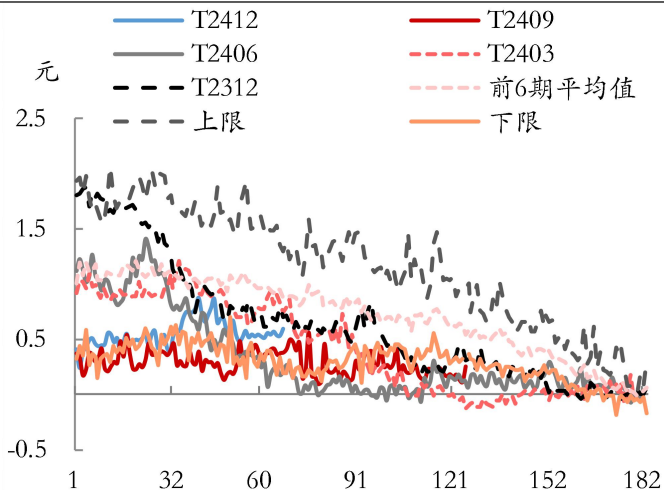
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表10：各品种主力合约CTD券IRR



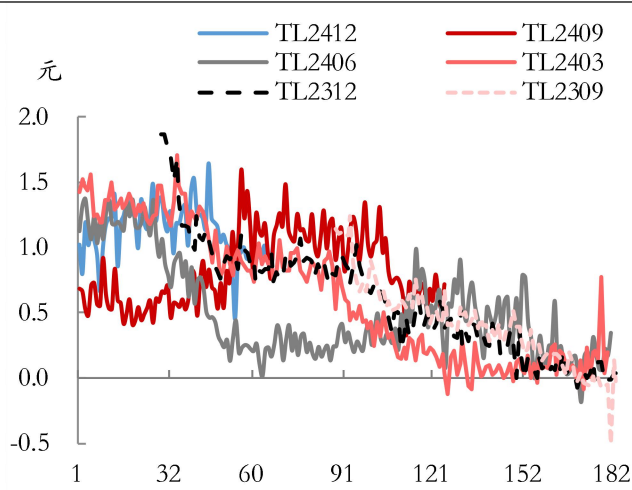
资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表11：T2409基差相对略偏低



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

图表12：TL2409基差相对略偏高



资料来源：Wind，东证衍生品研究院

策略方面：1) 单边不宜追涨，谨慎者可考虑止盈；2) 中期依然看短端表现会更强，超长债会偏弱；3) 若较为担忧调整风险，可关注空头套保策略。从品种选择来看，超长端、长端调整的风险应高于短端，从合约的选择来看，T2409 合约的基差水平低于季节性，TL2409 合约的基差水平略高于季节性。从基差来考察，T2409 性价比更高，但若认为未来 TL 下跌的空间明显超过 T，那么 TL 的性价比更高。

4、风险提示

输入性通胀压力上升，金融系统缩表对债市的冲击。

期货走势评级体系（以收盘价的变动幅度为判断标准）

走势评级	短期（1-3个月）	中期（3-6个月）	长期（6-12个月）
强烈看涨	上涨 15%以上	上涨 15%以上	上涨 15%以上
看涨	上涨 5-15%	上涨 5-15%	上涨 5-15%
震荡	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%	振幅-5%-+5%
看跌	下跌 5-15%	下跌 5-15%	下跌 5-15%
强烈看跌	下跌 15%以上	下跌 15%以上	下跌 15%以上

上海东证期货有限公司

上海东证期货有限公司成立于2008年，是一家经中国证券监督管理委员会批准的经营期货业务的综合性公司。东证期货是东方证券股份有限公司全资子公司。公司主要从事商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、基金销售等业务，拥有上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所、上海国际能源交易中心和广州期货交易所会员资格，是中国金融期货交易所全面结算会员。公司拥有东证润和资本管理有限公司，上海东祺投资管理有限公司和东证期货国际（新加坡）私人有限公司三家全资子公司。

自成立以来，东证期货秉承稳健经营、创新发展的宗旨，坚持以金融科技助力衍生品发展为主线，通过大数据、云计算、人工智能、区块链等金融科技手段打造研究和技术两大核心竞争力，坚持市场化、国际化、集团化发展方向，朝着建设一流衍生品服务商的目标继续前行。

免责声明

本报告由上海东证期货有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本公司已取得期货投资咨询业务资格，投资咨询业务资格：证监许可【2011】1454号。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买投资标的的邀请或向人作出邀请。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东证衍生品研究院，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东证衍生品研究院

地址：上海市中山南路318号东方国际金融广场2号楼21楼

联系人：梁爽

电话：8621-63325888-1592

传真：8621-33315862

网址：www.orientfutures.com

Email：research@orientfutures.com