

期货研究报告

金融研究

宏观周报

戴朝盛—宏观分析师

从业资格证号：F03118012

投资咨询证号：Z0019368

联系电话：0571-28132632

邮箱：daichaosheng@cindasc.com

信达期货有限公司

CINDAFUTURESCO. LTD

杭州市萧山区钱江世纪城天人大厦19-20楼

邮编：311200

央行关注长端收益率

报告日期：

2024年4月7日

报告内容摘要：

◆**国外：**移民带来的供应增加仍在支撑企业调查端的新增非农就业人数。但是由于很多非法移民无法在家庭调查端体现，因此，失业率整体有所走高。这种情况如果持续的话，美国的新增非农就业人数可能基准线已经抬高。那么对应着美国经济增长中枢也有可能抬高，从而意味着美债利率运行中枢可能比我们之前预计的要高。

◆**在美国经济当前的运行状态下，**美联储年内不降息的预期仍在升温。我们无法看得那么远，只能判断的是相对于当前的预期来看，首次降息时间仍有望后移。在此背景下，美债利率和美元较大概率均不弱，高位运行。

◆**国内：**央行表态关注长端收益率，关注海外通胀风险，短期内总量工具可能较难看到，中小银行陆续调降存款利率，跟上大银行步伐，利好债市，但属于预期内的事情，因此利好程度相对有限。短期，债市仍偏震荡。从央行表态看，“跨周期调节”被删去，只留下“逆周期调节”，说明货币政策呵护意味更浓了，因此，对于债市而言，整体仍然友好。

风险提示：美国经济超预期走弱 国内政策超预期

目录

一、	国内：货币政策例会关注长端收益率	3
二、	美债利率运行中枢可能抬升	5
三、	总结	7

表目录

表 1: 货币政策例会表述对比	4
-----------------------	---

图目录

图 1: 非农新增就业人数 (3MMA) 再次上行	5
图 2: 失业率底部缓慢抬升 (%)	6
图 3: 平均周薪角度来看, 下行动能较弱 (%)	6

一、国内：货币政策例会关注长端收益率

一季度央行货币政策例会发布，总体来看，央行的政策稳定性和定力都会比较强，趋松受到外围压制，当前基本面情况下也不可能趋紧，只能在结构性政策上做更多的文章，去配合两会政策基调。具体分析如下：

- 第一， 央行对于外围通胀粘性问题给予关注。在这样的背景下，国内货币政策的宽松空间仍受到压制。
- 第二， 删去“跨周期调节”用词，仅强调“逆周期调节”，同时删去“灵活适度”，只剩下“精准有效”，表明货币政策的呵护态度。
- 第三， 结构性货币政策再次发力，支持领域与两会提及领域一致。在例会表述中提出后，央行于7日正式公布设立科技创新和技术改造再贷款，额度5000亿元，利率1.75%，期限1年，可展期2次，每次展期期限1年。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等21家金融机构。
- 第四， 再次强调金融的服务实体经济属性，这跟当前金融行业主基调一致。
- 第五， “充实货币政策工具箱”表述，似乎与之前的央行购买国债传闻相呼应。
- 第六， 央行还注意到长期收益率的变化，与城商行调研信息联系起来，表明从央行角度来看，他并不希望长期利率下降太快。
- 第七， 有关人民币汇率的表述依然保持高压状态，表明汇率当前的状态仍将持续。
- 第八， “引导金融机构增加有市场需求的制造业中长期贷款”，相比于去年四季度，增加了“有市场需求”的表述，表明贷款更加注重结构和质量。
- 第九， 地产方面，加大对“市场+保障”的住房供应体系的金融支持力度，其实地产领域的金融支持政策用词上已经很体现态度了，只是实施效果问题。

对于债市而言，央行给的整体基调依然是呵护，只是长端债上有所顾忌，不愿下降得太快。近期，陕西、山西、河南多地城农商行、村镇银行宣布下调存款利率，调整类别覆盖短期、中期限定期存款，利率下调区间在15—80个基点左右。此类属于上一轮大银行调降后，中小银行的跟降，效果肯定小于大银行牵头带动利率下行的那一次，但对于债市而言，仍属利好，只是利好程度相对有限。

表 1：货币政策例会表述对比

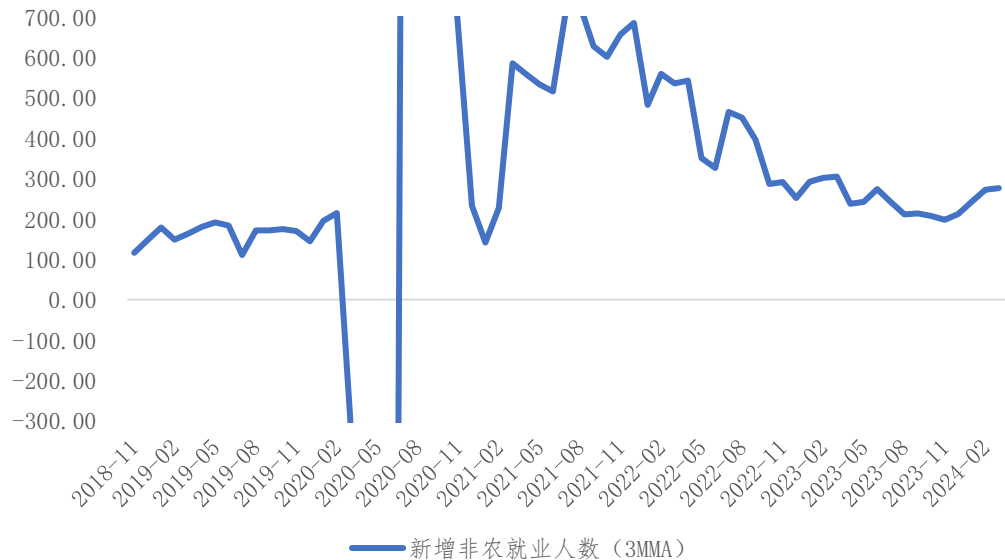
	一季度例会0403（3月29日召开）	四季度例会1228（12月27日召开）
前期评价	今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度、 精准有效 ，强化逆周期调节，综合运用利率、准备金、再贷款等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本 继续下降 。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。	今年以来宏观政策坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策精准有力，强化逆周期和跨周期调节，综合运用利率、准备金、 再贷款 等工具，切实服务实体经济，有效防控金融风险，为经济回升向好创造适宜的货币金融环境。贷款市场报价利率改革成效显著，存款利率市场化调整机制作用有效发挥，货币政策传导效率增强，社会融资成本明显下降。外汇市场供求基本平衡，经常账户顺差稳定，外汇储备充足，人民币汇率双向浮动、预期趋稳，在合理均衡水平上保持基本稳定，发挥了宏观经济稳定器功能。
国内外经济金融形势分析	外部环境更趋复杂严峻， 世界经济增长动能不足 ，通胀出现高位回落趋势但 仍具粘性 ，发达经济体利率保持高位。我国经济运行延续回升向好态势，高质量发展扎实推进，但仍面临有效需求不足、社会预期偏弱等挑战。要稳中求进、以进促稳、 先立后破 ，不断巩固稳中向好的基础。	当前外部环境更趋复杂严峻，国际贸易投资放缓， 通胀出现高位回落趋势 ，发达国家利率保持高位。我国经济回升向好、动力增强， 高质量发展扎实推进 ，但仍面临有效需求不足、 社会预期偏弱 等挑战。 要稳中求进、以进促稳，加大宏观政策调控力度，不断巩固稳中向好的基础。
政策定调	精准有效实施稳健的货币政策，更加注重做好逆周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。 精准有效实施稳健的货币政策， 更加注重做好逆周期和跨周期调节，更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能，着力扩大内需、提振信心，推动经济良性循环。
货币政策	要加大已出台货币政策实施力度。保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。 促进物价 温和 回升，保持物价在合理水平。 做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇文章，继续加大对 重大战略、重点领域和薄弱环节 的支持力度， 推动加快发展新质生产力。 适当增加支农支小再贷款再贴现额度，用足用好碳减排支持工具，设立科技创新和技术改造再贷款。	要加大已出台货币政策实施力度。 保持流动性合理充裕，引导信贷合理增长、均衡投放，保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。 增强政府投资和政策激励的引导作用，提高乘数效应，有效带动激发更多民间投资。 促进物价低位回升，保持物价在合理水平。 积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。 做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇文章”， 落实好结构性货币政策工具，落实好再贷款再贴现额度，继续加大对普惠金融、绿色转型、科技创新、数字经济、基础设施建设等支持力度，综合施策支持区域协调发展。
银行业	引导大银行 发挥金融服务实体经济主力军作用 ，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。	引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，支持银行补充资本，共同维护金融市场的稳定发展。
利率传导机制	完善市场化利率形成和传导机制， 充实货币政策工具箱 ，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本 稳中有降 。 同时， 在经济回升过程中，也要关注长期收益率的变化。 畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率。	完善市场化利率形成和传导机制，发挥央行政策利率引导作用，释放贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制效能，推动企业融资和居民信贷成本 稳中有降 。
汇率	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“ 风险中性 ”理念，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏， 坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“ 风险中性 ”理念，综合施策、校正背离、稳定预期， 坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本
实体经济	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。 综合施策支持区域协调发展。落实好加大力度支持科技型企业的融资行动方案，引导金融机构 增加有市场需求的制造业中长期贷款 ，支持加快建设现代化产业体系。	要深化金融供给侧结构性改革，构建金融有效支持实体经济的体制机制。 落实好加大力度支持科技型企业的融资行动方案，引导金融机构 增加制造业中长期贷款 ，支持加快建设现代化产业体系。
民营经济	坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。	坚持“两个毫不动摇”，持续做好支持民营经济发展壮大的金融服务。
双碳经济		以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。
消费金融	加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持。	优化大宗消费品和社会服务领域消费金融服务，继续加大对企业稳岗扩岗和重点群体创业就业的金融支持力度。
房地产	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。 加大对“ 市场+保障 ”的 住房供应体系 的金融支持力度， 着力 构建房地产发展新模式。	因城施策精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展。 加大对保障性住房建设、“ 平急两用 ”公共基础设施建设、城中村改造的金融支持力度， 推动 加快构建房地产发展新模式。
平台经济	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。	落实促进平台经济健康发展的金融政策措施。
金融开放	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。	切实推进金融高水平双向开放，提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。
展望	把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步 加强部门间政策协调配合，强化政策统筹 ，充分发挥货币信贷政策效能， 兼顾好内部均衡和外部均衡。 切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期， 巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。	把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，进一步 加强部门间政策协调配合，强化政策统筹 ，充分发挥货币信贷政策效能， 兼顾好内部均衡和外部均衡。 增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期， 巩固和增强经济回升向好态势，持续推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

资料来源：FED，信达期货研究所

二、美债利率运行中枢可能抬升

本周海外最受关注的是非农数据。3月美国新增非农30.3万人，大幅高于彭博一致预期的21.4万人，1月和2月分别上修2.7万人和下修0.5万人至25.6万人和27.0万人。因此从3个月移动平均值来看，非农新增就业人数经历了两年多的下行之路后再次走强。

图 1：非农新增就业人数（3MMA）再次上行



资料来源：Wind，信达期货研究所

如同鲍威尔所说，美国劳动力市场在保持强劲的同时，薪资增速仍能下降，得益于供应端的持续增加。目前来看，移民带来的供应增加仍在支撑企业调查端的新增非农就业人数。但是由于很多非法移民无法在家庭调查端体现，因此，失业率整体有所走高。

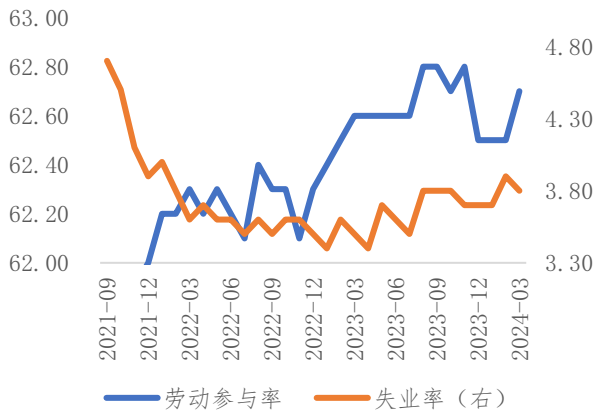
这种情况如果持续的话，美国的新增非农就业人数可能基准线已经抬高。那么对应着美国经济增长中枢也有可能抬高，从而意味着美债利率运行中枢可能比我们之前预计的要高。

我们看到在非农数据公布后，美债利率上行非常明显，而美股整体走强，可能继续走美国经济强劲，即分子端的逻辑。

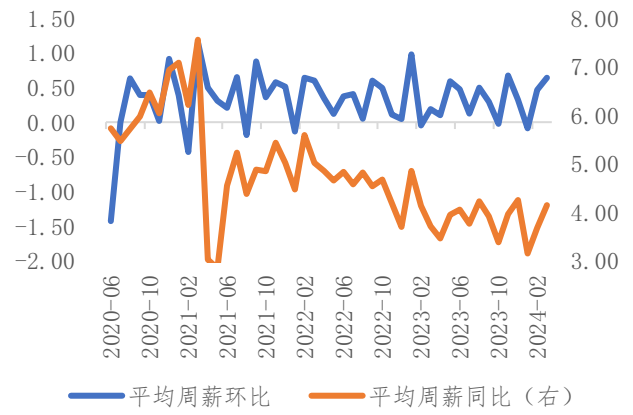
美国经济表现良好，也带动市场风险偏好回升，同时由于大宗商品价格抬升，导致部分商品货币也有较好的表现，美元反而顺势下行。

尽管非农报告中，平均时薪同比增速仍在下降，但由于工作时长变长，其实周薪角度来看员工能拿到的工资并不低。从周薪角度来看，当前薪资的回落动能已经很弱了，基本属于底部震荡状态，薪资带来的去通胀动力可能也已经不足。二次通胀风险仍需重点关注。

在美国经济当前的运行状态下，美联储年内不降息的预期仍在升温。我们无法看得那么远，只能判断的是相对于当前的预期来看，首次降息时间仍有望后移。在此背景下，美债利率和美元较大概率均不弱，高位运行。

图 2: 失业率底部缓慢抬升 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

图 3: 平均周薪角度来看, 下行动能较弱 (%)


资料来源: Wind, 信达期货研究所

三、总结

综合来看，央行表态关注长端收益率，关注海外通胀风险，短期内总量工具可能较难看到，中小银行陆续调降存款利率，跟上大银行步伐，利好债市，但属于预期内的事情，因此利好程度相对有限。短期，债市仍偏震荡。从央行表态看，“跨周期调节”被删去，只留下“逆周期调节”，说明货币政策呵护意味更浓了，因此，对于债市而言，整体仍然友好。

国外，移民带来的供应增加仍在支撑企业调查端的新增非农就业人数。但是由于很多非法移民无法在家庭调查端体现，因此，失业率整体有所走高。这种情况如果持续的话，美国的新增非农就业人数可能基准线已经抬高。那么对应着美国经济增长中枢也有可能抬高，从而意味着美债利率运行中枢可能比我们之前预计的要高。

在美国经济当前的运行状态下，美联储年内不降息的预期仍在升温。我们无法看得那么远，只能判断的是相对于当前的预期来看，首次降息时间仍有望后移。在此背景下，美债利率和美元较大概率均不弱，高位运行。

免责声明

本报告由信达期货有限公司（以下简称“信达期货”）制作及发布。

本公司已取得期货交易咨询业务资格，交易咨询业务资格：证监许可【2011】1445号。

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，因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且信达期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。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。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且信达期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者信达期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

除非另有说明，信达期货拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经信达期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为信达期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经信达期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

评级说明

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

【信达期货简介】

信达期货有限公司是专营国内期货业务的有限责任公司，系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》，浙江省工商行政管理局核准登记注册（统一社会信用代码：913300001000226378），由信达证券股份有限公司全资控股，注册资本6亿元人民币，是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现为中国金融期货交易所全面结算会员单位，为上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所全权会员单位，为中国证券业协会观察员、上海国际能源交易中心会员、中国证券投资基金业协会观察会员。

【全国分支机构】

■分支机构分布

CINDA FUTURES



公司分支机构分布

11家分公司 7家营业部

金华分公司、台州分公司、深圳分公司
 福建分公司、苏州分公司、四川分公司
 宁波分公司、东北分公司、广东分公司
 上海分公司、湖北分公司

北京营业部、上海营业部、哈尔滨营业部
 大连营业部、石家庄营业部
 乐清营业部、富阳营业部



安卓版



iOS版

扫一扫

下载 "信达期货赢+" App