

货币政策的新目标、新效果、新环境

——10月金融数据分析



YONGXING SECURITIES

核心观点

我们认为，下一阶段国内货币政策可以从三个方面进行观察：一是从政策目标来看，推动价格温和回升已成为货币政策重要考量，可观察PPI转正、CPI修复的持续性等。二是从政策效果来看，已经能观察到股指、货币供应量等指标的变化，但信贷、房地产价格等仍在筑底。三是从全球环境来看，美联储11月再一次降息，但美国国债收益率与美元指数再次反弹至高位，人民币汇率稳定压力仍未解除。

一、当前货币政策坚持支持性立场，逆周期调节力度加大，促进价格回升仍然是货币政策重要考量。9月24日国新办新闻发布会提出货币政策的五个考量：支持中国经济的稳定增长；推动价格的温和回升；兼顾支持实体经济增长和银行业自身健康性；保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定；支持积极财政政策更好发力见效。11月5日的《国务院关于金融工作情况的报告》提出下一阶段“坚持支持性货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策调控精准性，有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效”。11月8日的《2024年第三季度中国货币政策执行报告》再次强调要“把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量”。

二、目前货币金融领域出现变化的指标主要包括股指、货币供应量、短期贷款增速等，而人民币信贷增速、房地产价格等指标仍在筑底。10月M1同比-6.1%（前值-7.4%），年内首次反弹；M2同比7.5%（前值6.8%），保持了6月见底之后稳中有升的趋势；M1同比与M2同比之差这一指标也出现反弹，升至-13.6%（前值-14.2%）。10月社会融资规模存量同比7.8%（前值8.0%），其中人民币信贷余额同比7.7%（前值7.8%），仍在下行趋势之中，企业债券余额2.2%（前值2.2%），地方政府债券余额增速15.2%（前值16.4%），结束了5月以来的上行趋势。10月金融机构短期贷款余额同比5.5%（前值5.2%），出现反弹。

三、尽管美联储于9月启动降息，11月8日再次降息，合计降息75BP，但美元指数与美国国债收益率持续高位，中美利差的倒挂程度也没有收窄，人民币汇率的压力仍未完全解除。美国10年期国债收益率截至11月12日收于4.43%，相比9月18日的3.70%出现明显回升。中美10年期国债收益率的利差从4月末的-2.39%升至9月末的-1.66%，但10月末再次回落至-2.13%，11月截止12日扩大至-2.36%。美元指数从7月1日的105.8回落至9月30日的100.8，但11月12日再次反弹至105.9。美元对离岸人民币即期汇率（USDCNH）从7月1日的7.30反弹到9月30日的7.01，但11月12日再次回到7.24。

投资建议

基于正文分析，我们认为下一阶段全球层面主要关注美国国债收益率与美元指数反弹的持续性；国内层面主要关注政策效果的逐渐释放，以及PPI的转正与CPI的持续修复。

风险提示

- （1）地缘政治格局变化的风险；
- （2）逆全球化趋势升级的风险。

日期：2024年11月13日

分析高明

师：

E-mail: gaoming@yongxingsec.com

SAC编 S1760524050003

号：

相关报告：

《财政政策已经发力即将加力》

——2024年11月05日

《房地产与资本市场成为政策重点》

——2024年09月27日

《宏观政策持续用力、更加给力》

——2024年09月25日

正文目录

1. 新目标：经济的稳定增长和价格的温和回升	3
2. 新效果：股市与货币量反弹，信贷与房地产仍在筑底	4
3. 新环境：美联储再次降息，但美国国债收益率与美元指数反弹	6
4. 投资建议	7
5. 风险提示	7

图目录

图 1: CPI 与 PPI 月度同比	3
图 2: PPI 当月同比与沪深 300 指数月末值	3
图 3: PPI 月度同比、M1 同比与 M2 同比之差	4
图 4: M1 同比与 M2 同比	4
图 5: 社会融资存量与人民币信贷余额同比	4
图 6: 地方政府债券、企业债券余额同比与社融增速	4
图 7: 中长期贷款余额增速与短期贷款余额增速	5
图 8: 金融机构贷款余额与存款余额增速	5
图 9: 10 年期与 30 年期国债收益率	5
图 10: 上证综指与创业板指数月末值	5
图 11: 70 大中城市二手住宅价格指数增速	5
图 12: 30 大中城市商品房成交面积	5
图 13: 美国 10 年期与 1 年期国债收益率	6
图 14: 中美 10 年期国债收益率利差	6
图 15: 美元指数与美元兑离岸人民币汇率 (USDCNH)	6
图 16: 境外机构和个人持有境内人民币金融资产规模	6

1. 新目标：经济的稳定增长和价格的温和回升

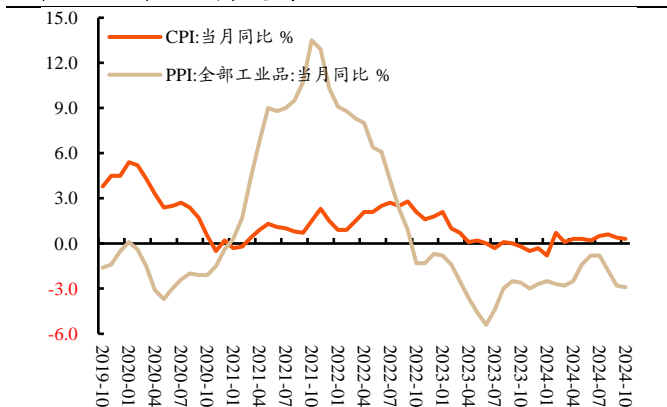
9月24日，中国人民银行行长在国新办新闻发布会提出了货币政策的五个考量：“在设计货币政策工具调整过程中，有几个重要考量因素：一是支持中国经济的稳定增长；二是推动价格的温和回升；三是兼顾支持实体经济增长和银行业自身的健康性；四是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定；最后是支持积极财政政策更好发力见效。”

11月5日，《国务院关于金融工作情况的报告》（于11月11日公布）提出：下一步工作考虑包括加大货币政策逆周期调节力度、全面加强金融监管、持续提升金融服务质效、深化金融改革开放、积极稳妥防范化解金融风险五个方面。其中“加大货币政策逆周期调节力度”要求：“坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控的强度，提高货币政策调控的精准性，有效落实存量政策，加力推动增量政策落地见效。”

11月8日，《2024年第三季度中国货币政策执行报告》强调：“坚定坚持支持性的货币政策立场，加大货币政策调控强度，提高货币政策精准性，为经济稳定增长和高质量发展创造良好的货币金融环境”，同时要求“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。把促进物价合理回升作为把握货币政策的重要考量，推动物价保持在合理水平。”

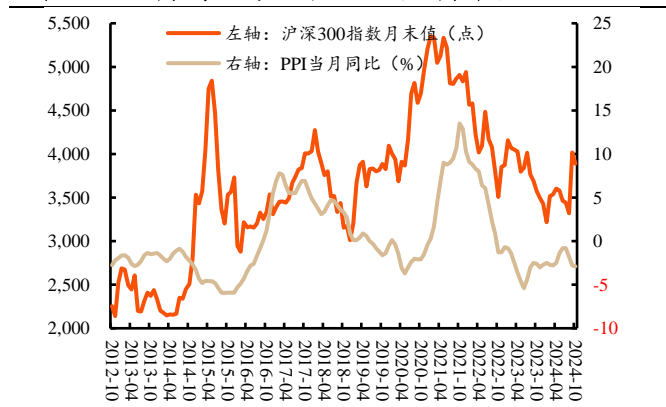
综上所述我们认为：当前货币政策坚持支持性立场，逆周期调节力度加大。下一阶段应该从价格、需求、供给、周期等视角来全面观察中国经济的恢复信号。其中价格是需求与供给两方面共同作用的结果，因此CPI能否持续上行、PPI能否实现转正是特别要重视的标志。

图1:CPI与PPI月度同比



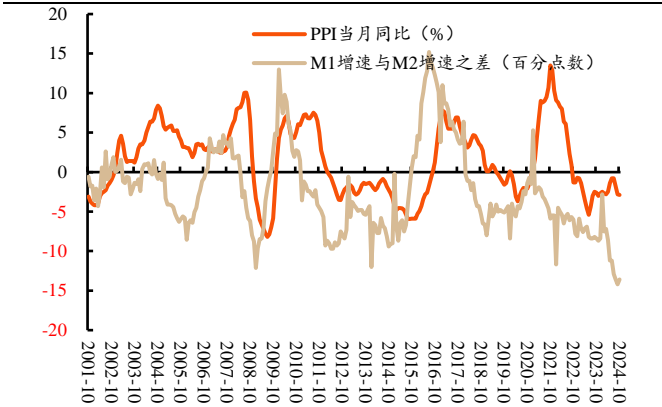
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图2:PPI 当月同比与沪深300指数月末值



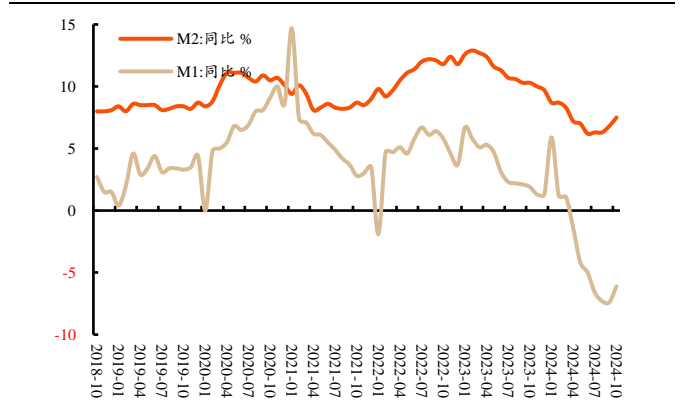
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图3:PPI 月度同比、M1 同比与 M2 同比之差



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图4:M1 同比与 M2 同比



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

2. 新效果：股市与货币量反弹，信贷与房地产仍在筑底

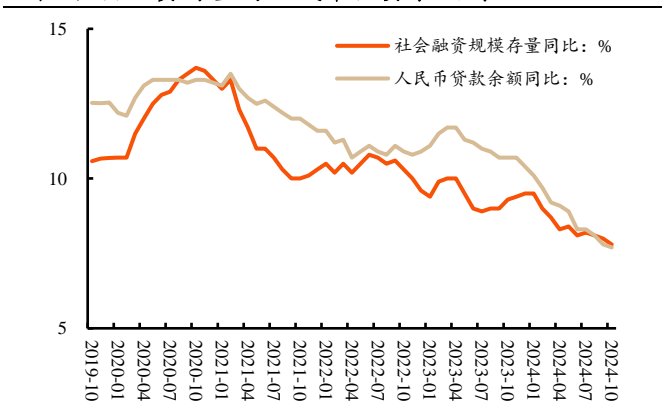
截至目前，货币金融领域出现变化的指标主要包括股指、货币供应量、短期贷款增速等，而人民币信贷增速、房地产价格等指标仍在筑底。

10 月货币供应量增速回升。10 月 M1 同比-6.1%（前值-7.4%），年内首次反弹；M2 同比 7.5%（前值 6.8%），保持了 6 月见底之后稳中有升的趋势；M1 同比与 M2 同比之差这一指标也出现了反弹，升至-13.6%（前值-14.2%）。

10 月信贷余额增速仍处于下行趋势之中，地方政府债券余额增速出现回落，社会融资增速整体下行。10 月社会融资规模存量同比 7.8%（前值 8.0%），其中人民币信贷余额同比 7.7%（前值 7.8%），仍在下行趋势之中，企业债券余额 2.2%（前值 2.2%），地方政府债券余额增速 15.2%（前值 16.4%），结束了 5 月以来持续上行的趋势。

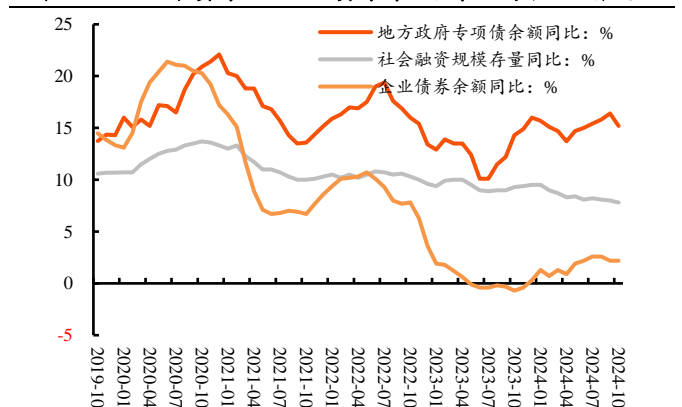
短期贷款余额增速出现反弹。10 月金融机构各项存款余额同比 7.0%（前值 7.1%），各项贷款余额同比 8.0%（前值 8.1%）；分期限来看，中长期贷款余额同比 8.4%（前值 8.5%）；短期贷款余额同比 5.5%（前值 5.2%），出现反弹。

图5:社会融资存量与人民币信贷余额同比



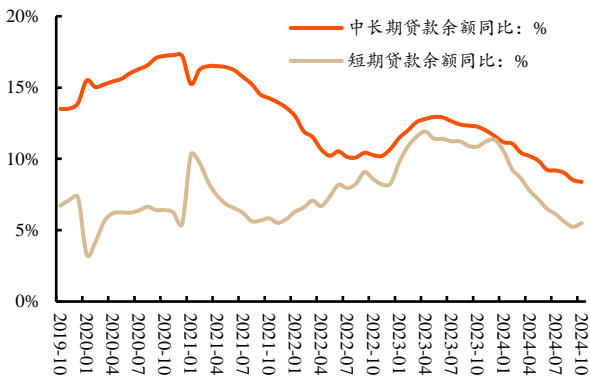
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图6:地方政府债券、企业债券余额同比与社融增速



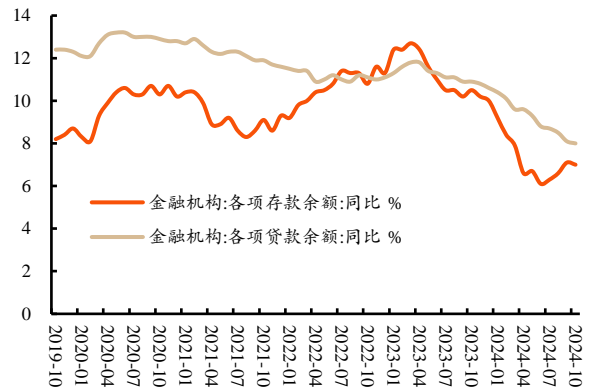
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图7: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

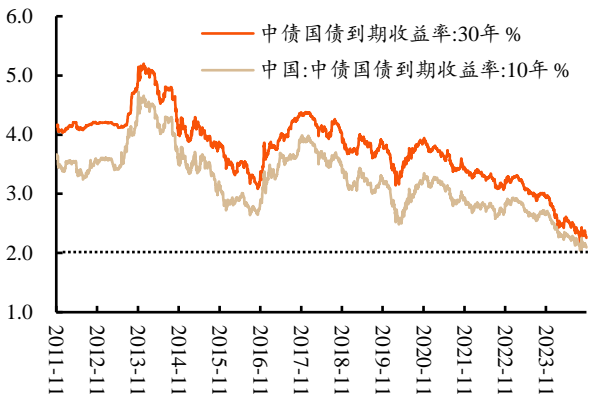
图8:金融机构贷款余额与存款余额增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

从资产价格来看,9月以来股市出现反弹,国债收益率震荡,但房地产价格增速仍处于负值区间。上证综指从8月末2,842点升至9月末3,336点,10月末回落至3,280点,11月截止12日再次反弹至3,422点。10年期国债收益率从9月23日的2.04%反弹至10月8日的2.19%,11月12日再次回落至2.07%。70城二手住宅价格指数9月当月同比-9.0%(前值-8.6%),连续第32个月负值。

图9:10年期与30年期国债收益率



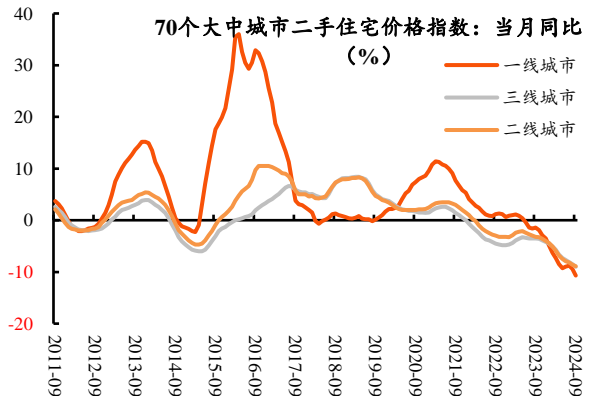
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图10:上证综指与创业板指数月末值



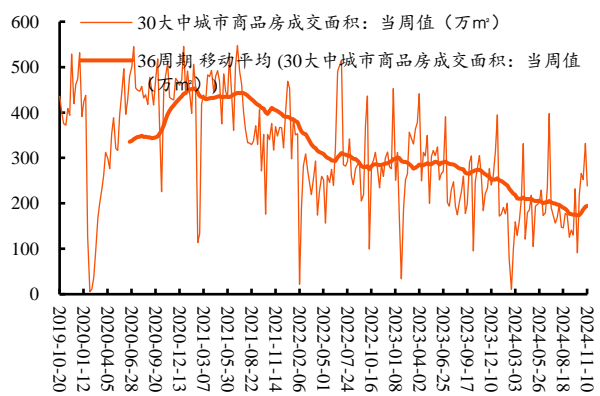
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图11:70个大中城市二手住宅价格指数增速



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图12:30大中城市商品房成交面积



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

3. 新环境：美联储再次降息，但美国国债收益率与美元指数反弹

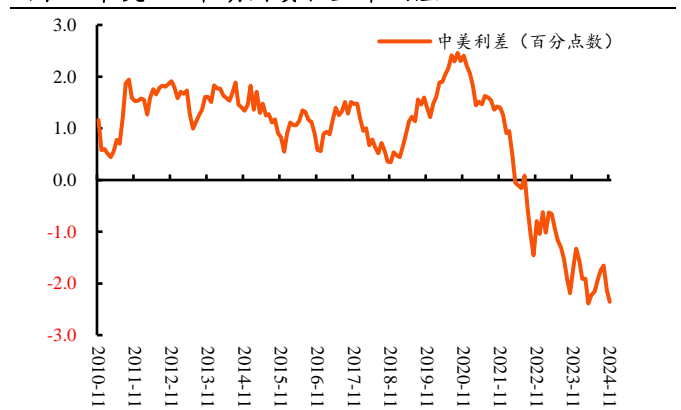
尽管美联储于9月启动降息，11月8日再次降息，合计降息75BP，但美元指数与美国国债收益率持续高位，中美利差的倒挂程度也没有收窄，这也导致人民币汇率的压力仍未完全解除。美国10年期国债收益率截至11月12日收于4.43%，相比9月18日的3.70%出现了明显回升。中美10年期国债收益率利差从2024年4月末的-2.39%回升至9月末的-1.66%，但10月末再次回落至-2.13%，11月截止12日扩大至-2.36%。美元指数从7月1日的105.8回落至9月30日的100.8，但11月12日再次反弹至105.9。美元对离岸人民币即期汇率(USDCNH)从7月1日的7.30反弹到9月30日的7.01，但11月12日再次回到7.24。

图13:美国10年期与1年期国债收益率



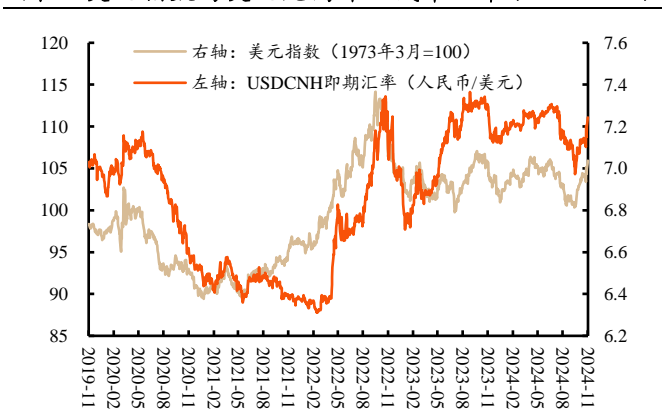
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图14:中美10年期国债收益率利差



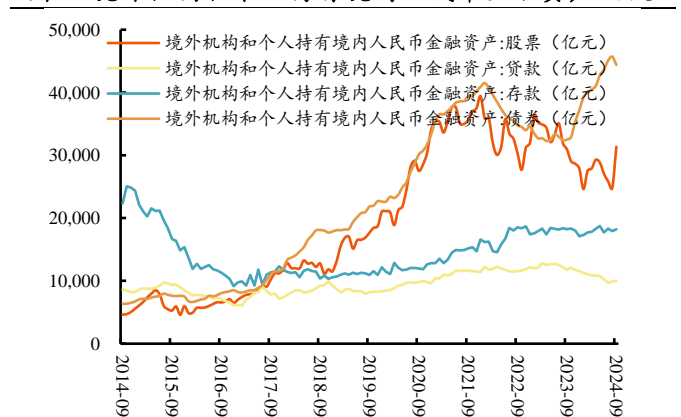
资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图15:美元指数与美元兑离岸人民币汇率(USDCNH)



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

图16:境外机构和个人持有境内人民币金融资产规模



资料来源: Wind, 甬兴证券研究所

4. 投资建议

基于前文分析，我们认为下一阶段全球层面主要关注美国国债收益率与美元指数反弹的持续性；国内层面主要关注政策效果的逐渐释放，以及PPI的转正与CPI的持续修复。

5. 风险提示

（1）地缘政治格局变化的风险

特朗普当选美国总统之后，地缘政治格局可能变化。

（2）逆全球化趋势升级的风险

特朗普当选美国总统之后，逆全球化趋势可能升级。

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。