宏观经济专题报告

宏观经济报告

资金空转问题缓解了吗？

一、5 月以来货币政策边际偏紧，主要是为了解决大量投放货币后衍生的资金空转问题

- 疫情冲击下，央行大量投放货币，债券市场利率大幅下行，与此同时理财产品利率相对刚性，这就造成了企业债券与理财利差不断扩大，伴随着套利空间的扩大，资金空转问题有所加剧。4 月底 6 个月理财产品预期收益率与相同期限企业中票利差达到 240bp，而年初仅为 110bp，套利空间明显加大。

二、近几个月市场利率逐步上升，套利空间明显减少

- 近几个月来，央行收紧了银行间资金的价格，市场利率中枢逐步上升，压缩金融空转套利的空间。市场利率中枢逐渐上行向政策利率靠拢，不断压缩金融空转套利空间。与此同时，央行不断推出和强化各类结构性“直达”工具，加大其对商业银行的吸引力，强化金融资源向中小微企业的定向输送力度，促使宽信用对宽货币的依赖程度下降。
- **总的来说，5 月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态，但不会主动紧缩。**从政策基调来看，这种调整属于货币政策的动态变化，具有高度的灵活性，货币政策总基调依然呈现宽松态势。

三、当前资金空转问题已经明显缓解

- 企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，结构性存款“量价齐跌”，资金空转状况得到明显缓解。目前利差已基本恢复至年初水平，为货币政策边际宽松创造了条件。近期，6 个月理财产品预期收益率与相同期限企业中票利差收窄至 90bp，回到年初水平，套利空间明显收窄。

四、由于资金空转问题得到明显改善，未来货币政策将延续结构性宽松，跨周期调节，精准投放

- 具体看未来货币政策边际略宽将分三步走：第一，公开市场操作上继续足量超量对冲；第二，对中小银行定向降准一次，幅度 50bp，降低小微、民营企业的实际贷款利率，做到精准滴灌；第三，下调 MLF 利率，相应的 LPR 利率也将有所下调。具体内容请参考我们 8 月 23 日报告《货币政策边际宽松三部曲》。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

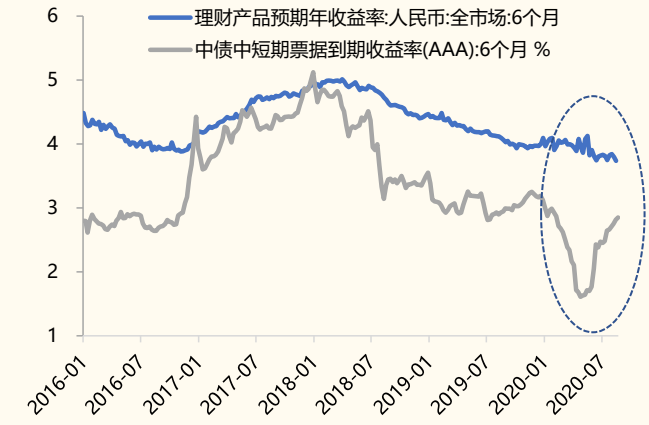
正文如下：

5 月以来货币政策边际偏紧，主要是为了解决大量投放货币后衍生的资金空转问题。疫情冲击下，央行大量投放货币，债券市场利率大幅下行，与此同时理财产品利率相对刚性，这就造成了企业债券与理财利差不断扩大，伴随着套利空间的扩大，资金空转问题有所加剧。截止至四月末，结构性存款规模首度超越 12 万亿人民币，并已经连续四个月环比增长；同时个人和企业的结构性存款分别达到创纪录的 4.71 万亿和 7.43 万亿，企业结构性存款环比大幅增加。4 月底 6 个月理财产品预期收益率与相同期限企业中票利差达到 240bp，而年初仅为 110bp，套利空间明显加大。部分企业通过发行债券的方式获取资金，进而购买理财、结构性存款等产品，资金空转套利程度有所加大。

近几个月来，央行收紧了银行间资金的价格，市场利率中枢逐步上升，压缩金融空转套利的空间。近期市场利率中枢逐渐上行向政策利率靠拢，不断压缩金融空转套利空间，与此同时，央行不断推出和强化各类结构性“直达”工具，加大其对商业银行的吸引力，强化金融资源向中小微企业的定向输送力度，促使宽信用对宽货币的依赖程度下降。从 4 月 7 日起，中国人民银行决定将超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。这是央行 12 年来首次调整超额存款准备金利率。IOER 利率的下调，并不是像市场所预期的那样，打开了利率下降的空间。央行的目的是加大商业银行贷款的投放，从而使经济能有效地进入实体经济，改善资金空转的问题，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。

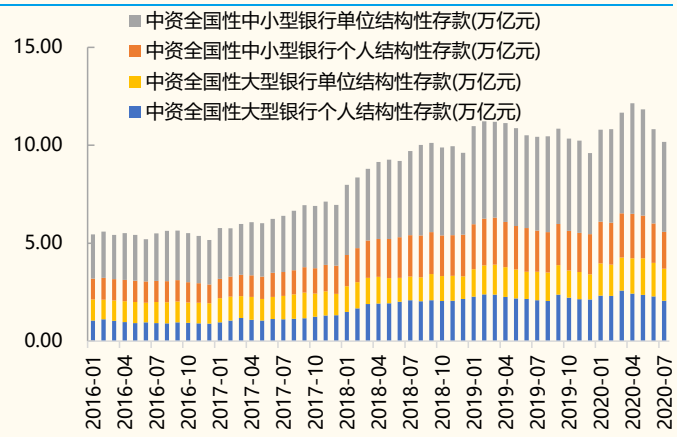
总的来说，5 月以来货币政策没有再度宽松，呈现边际收紧的状态，但不会主动紧缩。从政策基调来看，这种调整属于货币政策的动态变化，具有高度的灵活性，货币政策总基调依然呈现宽松态势。监管部门要求多家股份制银行在今年年底前压降结构性存款规模至年初的三分之二。在 5 月份的政府工作会议上，李克强也指出要加强对资金“空转”套利的监管，创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。6 月中旬，北京银保监局下发《关于结构性存款业务风险提示的通知》，明确要求银行严控业务总量和增速等。

图表 1：资金空转套利空间有所收窄



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：结构性存款增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

当前资金空转问题已经明显缓解。企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，结构性存款“量价齐跌”，资金空转状况得到明显缓解。截止至 8 月 22 日，企业债券收益率已回升至 2.85%，理财收益率为 3.74%，利差明显收窄；6 个月理财产品预期收益率与相同期限企业中票利差收窄至 90bp，回到年初水平，套利空间明显收窄。同时，5、6、7 月结构性存款大幅下降，至 7 月底全国中资银行结构性存款余额约为 10 万亿元，规模骤减。从全国大型银行来看，单位和个人结构性存款均有所回落，分别回落至 2.06 和 1.64 万亿元，结构性存款规模明显下降。目前利差已基本恢复至年初水平，为货币政策边际宽松创造了条件。

往前看，来货币政策将延续结构性宽松，跨周期调节，精准投放。具体看未来货币政策边际略宽将分三步走：第一，公开市场操作上继续足量超量对冲；**第二**，对中小银行定向降准一次，幅度 50bp，降低小微、民营企业的实际贷款利率，做到精准滴灌；**第三**，下调 MLF 利率，相应的 LPR 利率也将有所下调。8 月 17 日国常会表示要保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，货币政策更加精细化，确保新增融资重点流向实体经济特别是中小微企业。**具体内容请参考我们 8 月 23 日报告《货币政策边际宽松三部曲》。**

风险提示：

1、 疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

2、 政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；

3、 部分行业受到负面影响远超预期。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH