2020 年 08 月 27 日

宏观研究团队

“每周三问”系列（六）

流动性三问三答

——宏观经济点评

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

● **一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？**

8 月初以来，货币市场利率明显上涨，R001 一度上涨至 2.40%，R007 上涨 45BP 至 8 月 25 日的 2.59%。**流动性趋紧，或与银行超储率过低下，政府债券供给放量等有关。**6 月银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低，地方债和国债大规模发行，及结构性存款压降等，或导致超储率进一步下降；8 月前 3 周地方债和国债净供给达 1.08 万亿元、远超 7 月的 0.5 万亿元，挤压二级市场流动性。**央行操作可以帮助缓解银行资金压力，但非银资金状况也影响整体流动性环境。**8 月初以来，央行加大逆回购投放、超额续作 MLF 等，补充银行流动性；但非银机构资金依然较为紧张，包含非银机构的 R007 高达 2.59%，高于仅代表存款类机构 DR007 的 2.21%，而基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过 50%。

● **二问：近期货币政策操作，如何理解？**

近期央行重启 14 天逆回购投放，主要平抑资金波动、平滑滚动续作压力，并非类似 2016 年下半年“收短放长”引导去杠杆。2018 年以来，14 天逆回购多用于春节、季末等跨期；也有非跨期使用的情况，例如 2018 年 4 月、5 月和 7 月，主要用于平抑债券供给等带来的资金波动。当前面临问题是，企业通过低成本融资购买结构性存款等进行空转套利，而类似 2016 年金融机构过度杠杆行为较少。

流动性尚不具备持续收紧的宏微观基础，但防风险重视度提升等，决定短期流动性较难出现进一步宽松。当前整体需求偏弱、就业等压力较大，微观层面企业尚处于报表修复阶段，决定了货币流动性环境尚不具备持续收紧的基础。随着经济进入修复通道，资金空转、违规套利等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”，如何引导资金流向实体成为当前政策重心。

● **三问：未来流动性环境如何演绎？**

年内来看，政府债券供给、结构性存款压降等因素，仍可能对流动性产生影响。未来 4 个月，地方债新券供给约 1 万亿元、或集中在 9 月发行，国债还要净供给约 1.8 万亿元。如果按照结构性存款规模压降至 2019 年底的 2/3 以下推算，8-12 月结构性存款或至少压缩 3.8 万亿元，其中中小银行或至少压缩约 2.3 万亿元。**财政存款投放等，或有助于平抑资金波动；但中小银行和非银流动性分化，仍可能阶段性导致流动性边际趋紧。**随着季末、年底临近，银行资金压力进一步加大，降准补充银行流动性的必要性上升；公开市场操作、财政存款投放，或有助于缓解资金压力。然而中小银行，不仅结构性存款收缩压力大，同业存单到期续发压力也较大。银行负债承压，对非银资金融出减少，或阶段性导致流动性易紧难松。

● **风险提示：**金融风险累积导致政策出现重大调整；广义财政支出不及预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-结构性存款“退潮”，与流动性演绎》-2020.8.23

《宏观深度报告-拜登，老牌政客的终极一搏》-2020.8.22

《宏观经济点评-“每周三问”系列（五）

美国大选，需要知道的三个核心问题》-2020.8.20

目 录

1、 一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？ 3
2、 二问：近期货币政策操作，如何理解？ 4
3、 三问：未来流动性环境如何演绎？ 5
4、 风险提示 6

图表目录

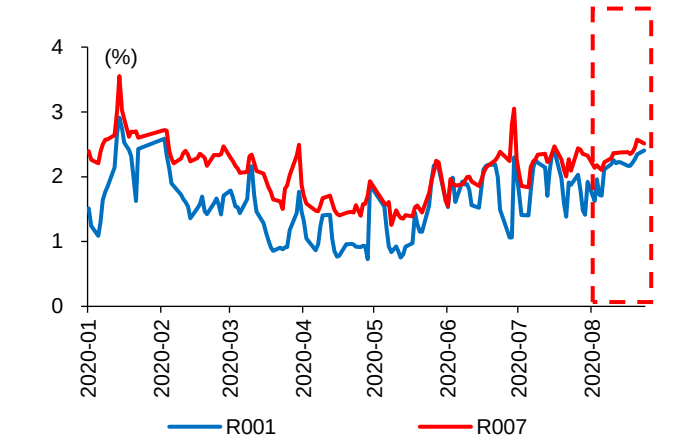
图 1： 8 月初以来，货币市场利率明显上涨 3
图 2： 银行超储率明显偏低 3
图 3： 5 月以来，结构性存款趋于下降 3
图 4： 5 月以来，政府债券融资持续大幅高于以往同期 3
图 5： 8 月以来，R007 与 DR007 利差走阔 4
图 6： 基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过一半 4
图 7： 近期央行重启 14 天逆回购投放 4
图 8： 当前 MLF 和逆回购加权利率并未明显抬升 4
图 9： 利率较高，可能对企业债券融资形成压制 5
图 10： 地方债和国债剩余额度达 2.8 万亿元 5
图 11： 近期央行加大公开市场操作平抑资金波动 6
图 12： 支出加快带动财政存款投放，资金回流银行体系 6
图 13： 同业存单到期规模上升，滚动续发仍需关注 6
图 14： 未来 4 个月，中小银行同业存单到期压力较大 6

表 1： 政策更加注重“精准导向” 5
表 2： 年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小银行 5

1、 一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？

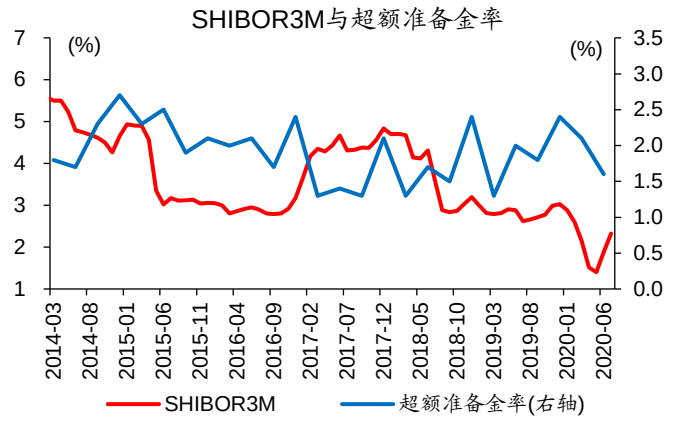
8 月初以来，货币市场利率明显上涨，R001 一度上涨至 2.40%，R007 上涨 45BP 至 8 月 25 日的 2.59%。**流动性趋紧，或与银行超储率过低下，政府债券供给放量等有关。**6 月银行超储率只有 1.6%、创 2018 年以来同期新低，地方债和国债大规模发行，及结构性存款压降等，或导致超储率进一步下降；8 月前 3 周地方债和国债净供给达 1.08 万亿元、远超 7 月的 0.5 万亿元，挤压二级市场流动性。

图1：8 月初以来，货币市场利率明显上涨



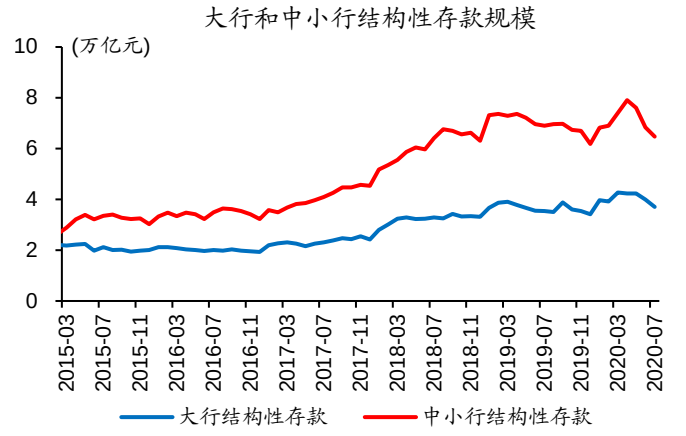
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：银行超储率明显偏低



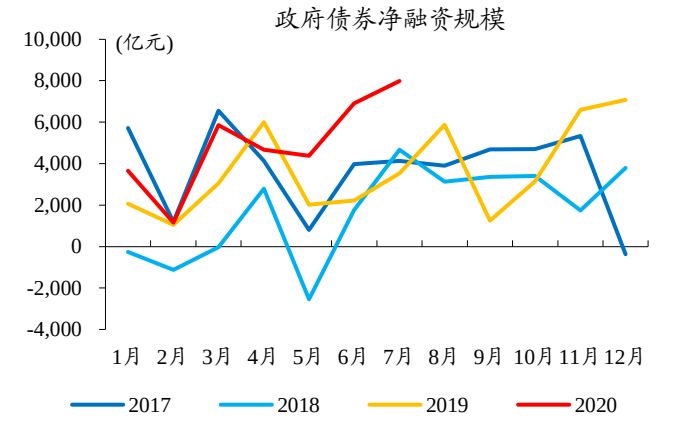
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：5 月以来，结构性存款趋于下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：5 月以来，政府债券融资持续大幅高于以往同期

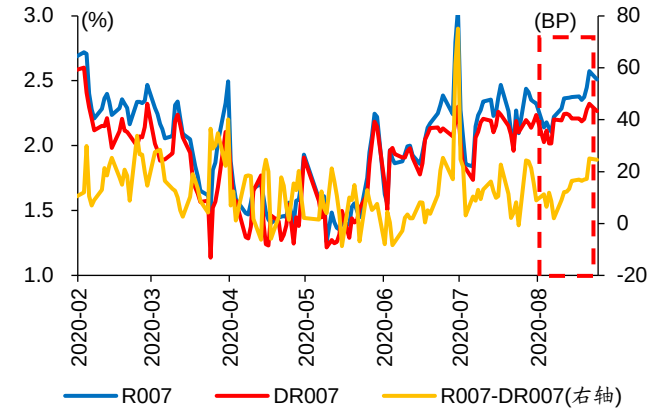


数据来源：Wind、开源证券研究所

央行操作可以帮助缓解银行资金压力，但非银资金状况也影响整体流动性环境。8 月初以来，央行加大逆回购投放、超额续作 MLF 等，补充银行流动性；但非银机构资金依然较为紧张，包含非银机构的 R007 高达 2.59%[1]，高于仅代表存款类机构 DR007 的 2.21%，而基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过 50%。

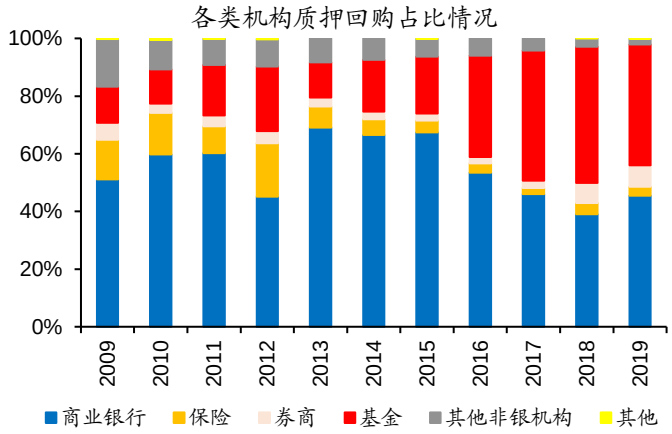
[1] 截至 8 月 25 日，下同。

图5：8 月以来，R007 与 DR007 利差走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过一半

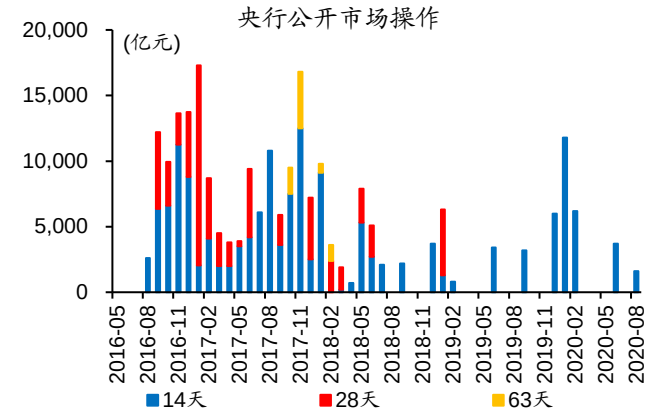


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 二问：近期货币政策操作，如何理解？

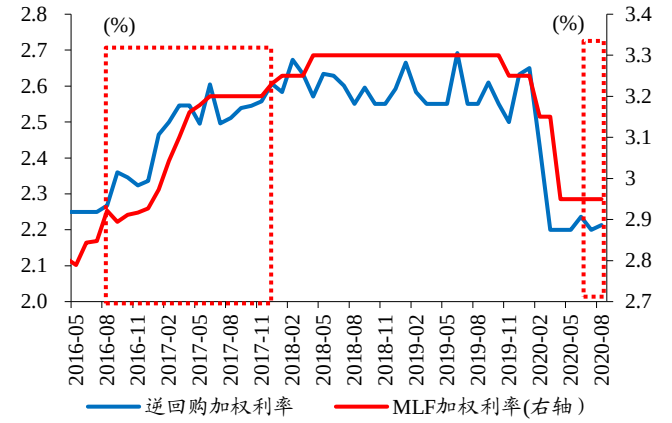
近期央行重启 14 天逆回购投放，主要平抑资金波动、平滑滚动续作压力，并非类似 2016 年下半年“收短放长”引导去杠杆。2018 年以来，14 天逆回购多用于春节、季末等跨期；也有非跨期使用的情况，例如 2018 年 4 月、5 月和 7 月，主要用于平抑债券供给等带来的资金波动。当前面临问题是，企业通过低成本融资购买结构性存款等进行空转套利，而类似 2016 年金融机构过度杠杆行为较少。

图7：近期央行重启 14 天逆回购投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

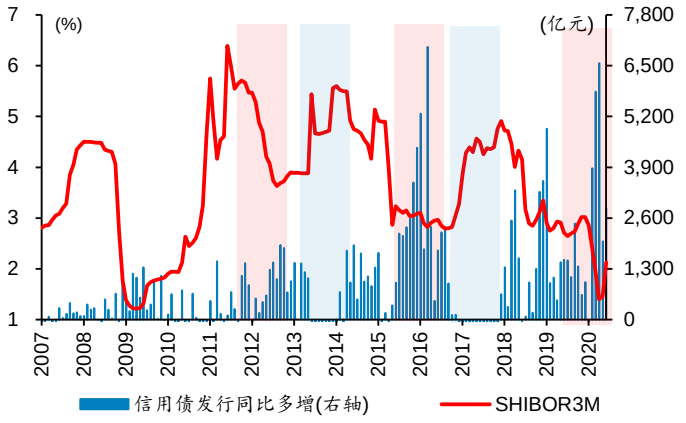
图8：当前 MLF 和逆回购加权利率并未明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

流动性尚不具备持续收紧的宏微观基础，但防风险重视度提升等，决定短期流动性较难出现进一步宽松。当前整体需求偏弱、就业等压力较大，微观层面企业尚处于报表修复阶段，决定了货币流动性环境尚不具备持续收紧的基础。随着经济进入修复通道，资金空转、违规套利等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”，如何引导资金流向实体成为当前政策重心。

图9：利率较高，可能对企业债券融资形成压制



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：政策更加注重“精准导向”

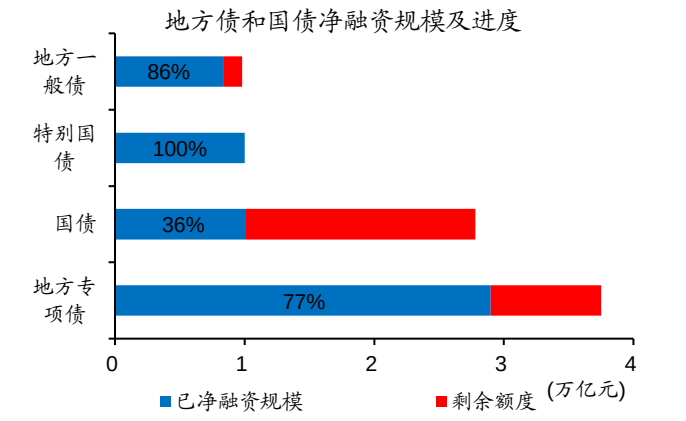
时间	会议/文件	主要内容
4月3日	定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	定向下调存款准备金率1个百分点，超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
5月12日	促进中小企业发展工作领导小组会	总量政策要注重结构化取向，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行充实资本金，加大股权、债券市场对中小企业发展的支持。
6月1日	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	不折不扣落实中小微企业复工复产信贷支持政策，安排好中小微企业贷款延期还本付息用好再贷款再贴现政策落实好开发性、政策性银行专项信贷额度。开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程，大幅增加小微企业信用贷款、首贷、无还本续贷等。
6月24日	中国人民银行货币政策委员会2020年第二季度例会	创新和完善宏观调控，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作。综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。
7月7日	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要落实好中小微企业贷款延期还本付息政策，对暂息小微贷款要应延尽延。要加大小微企业信用贷款支持力度，切实做好稳企业保就业工作。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	持续保便好“六稳”工作，落实“六保”任务，加大对稳企业、保就业的金融支持，预计M2和社会融资规模将保持较快增长。稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕。推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件。
7月30日	中央政治局会议	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要精准有效增加资金重点流向制造业、中小微企业，宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。
8月7日	《2020年第二季度中国货币政策执行报告》	综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，超通货币政策传导机制，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。多渠道做好预期引导工作，保持物价水平基本稳定。根
8月17日	国常会	保持流动性合理充裕但不搞大水漫灌，构建有效发挥结构性直达货币政策工具精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业。深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行，落实落细运用再贷款再贴现资金发放优惠利率贷款、支持发放信用贷款等措施，确保小微企业全年融资量增、面扩、价降。开展银行不合理加违规收费检查。
8月25日	国务院政策例行吹风会	下阶段要保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性，要保持稳健货币政策的取向不变、灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变；未来LPR的走势取决于宏观经济趋势、通胀形势以及贷款市场供求等因素，预计后续企业贷款利率还会进一步下行。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

3、 三问：未来流动性环境如何演绎？

年内来看，政府债券供给、结构性存款压降等因素，仍可能对流动性产生影响。未来 4 个月，地方债新券供给约 1 万亿元、或集中在 9 月发行，国债还要净供给约 1.8 万亿元。如果按照结构性存款规模压降至 2019 年底的 2/3 以下推算，8-12 月结构性存款或至少压缩 3.8 万亿元，其中中小银行或至少压缩约 2.3 万亿元。

图10：地方债和国债剩余额度达 2.8 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

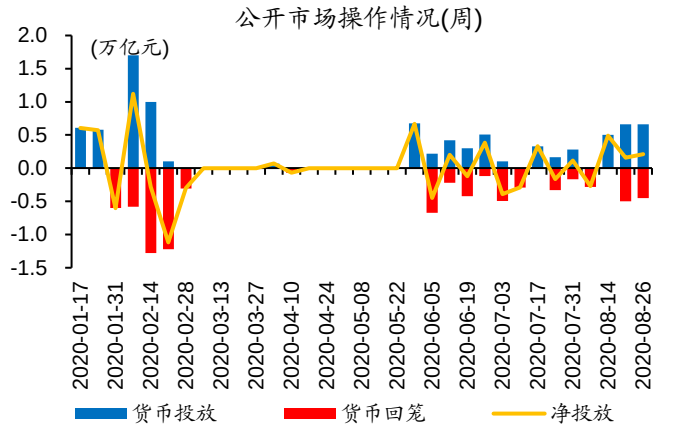
表2：年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小银行

单位：亿元	规模	大型银行	中小型银行
2017年末	6.95	2.42	4.53
2018年末	9.62	3.32	6.30
2019年末	9.60	3.41	6.19
2019年末的2/3	6.40	2.28	4.12
2020年7月	10.17	3.71	6.47
剩余可能压降规模	3.77	1.43	2.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

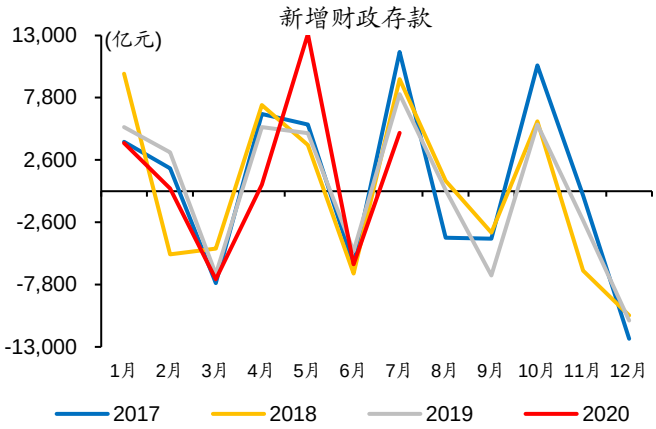
财政存款投放等，或有助于平抑资金波动；但中小银行和非银流动性分化，仍可能阶段性导致流动性边际趋紧。随着季末、年底临近，银行资金压力进一步加大，降准补充银行流动性的必要性上升；公开市场操作、财政存款投放，或有助于缓解资金压力。然而中小银行，不仅结构性存款收缩压力大，同业存单到期续发压力也较大。银行负债承压，对非银资金融出减少，或阶段性导致流动性易紧难松。

图11：近期央行加大公开市场操作平抑资金波动



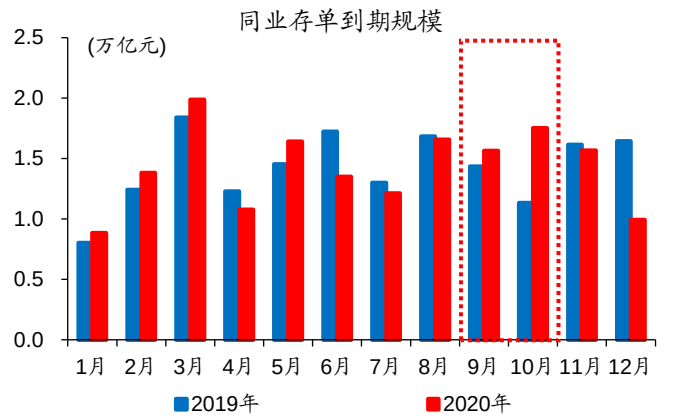
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：支出加快带动财政存款投放，资金回流银行体系



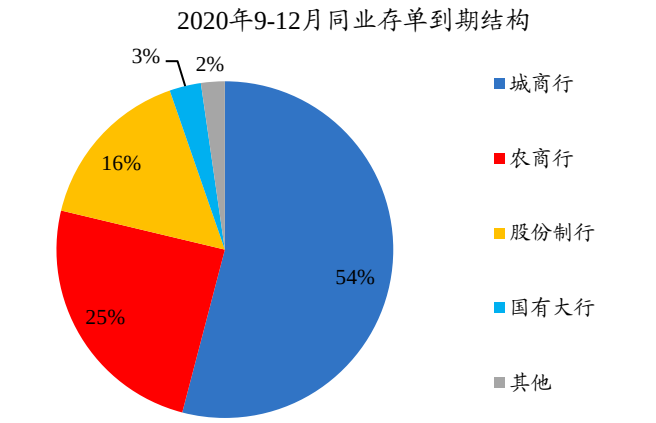
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：同业存单到期规模上升，滚动续发仍需关注



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：未来 4 个月，中小银行同业存单到期压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

金融风险累积导致政策出现重大调整；广义财政支出不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn