货币政策边际宽松三部曲

一、货币政策不会持续收紧，边际放松概率上升

- **之前货币政策偏紧是为了解决资金空转，当前资金空转问题已经明显缓解。**疫情冲击下，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。**当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，结构性存款规模也开始下降，资金空转状况得到明显缓解。**
- **此外，中美之间的冲突有所升温。**从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。**同时，货币政策需进一步引导资金成本的下降。**

二、货币政策边际宽松的三部曲

- **预计未来公开市场操作量会比较充足，超额对冲 MLF 到期，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。**
- **预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。**定向降准可以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。
- **预计未来降息，MLF、LPR 利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。**预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。

三、对市场的意义：A 股向上方向确定，债券相对空间有限

- **股市：A 股向上方向确定。**首先，流动性充裕使得市场结构性特征更加明显；其次，当前 A 股风险溢价已经有所回落，随着经济复苏预期逐步加强，风险溢价也将进一步回落，支撑 A 股整体估值；最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也对 A 股形成支撑。
- **债市：长端收益率相对偏空，短端收益率维持震荡，下行空间有限。**往前看，考虑到疫情对国内外经济冲击最严重的时候均以过去，叠加海外经济活动逐步恢复正常，以及货币、财政大规模经济刺激下，经济复苏方向是明确的。因此，长端收益率相对偏空。短端收益率维持震荡，下行空间有限。

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

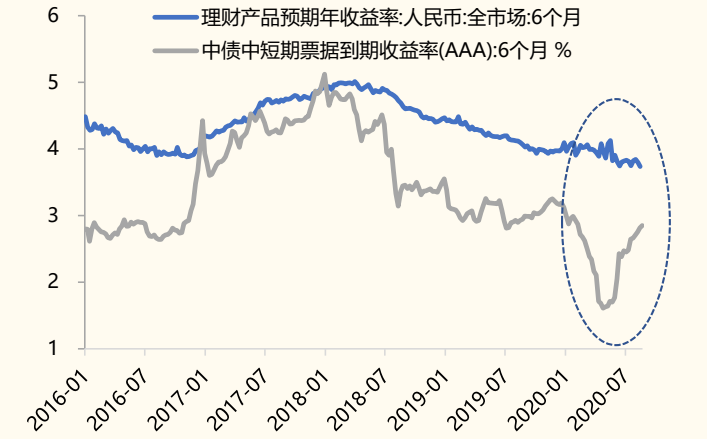
邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

一、货币政策不会持续收紧，边际放松概率上升

（1）之前货币政策偏紧是为了解决资金空转，当前资金空转问题已经明显缓解。疫情冲击下，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。**当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，结构性存款规模也开始下降，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；同时，7 月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。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。

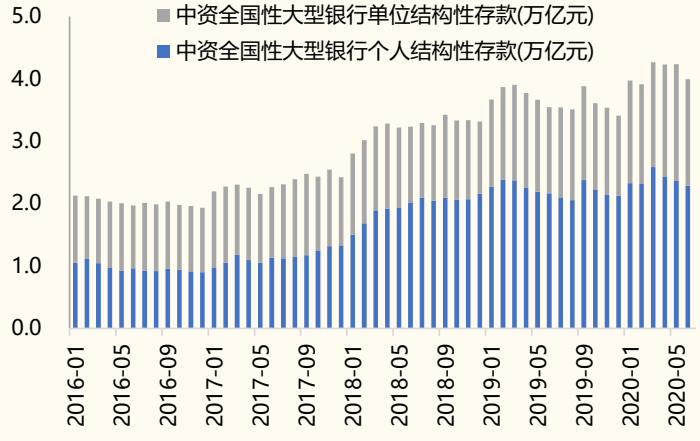
（2）另一方面，中美之间的冲突有所升温。香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压，对中国实行运输以及涉港官员签证等多方面进行限制。中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。**同时，货币政策需进一步引导资金成本的下降。**国务院常务会议明确部署“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”，而落实金融对实体经济让利，也需要货币政策引导实体经济融资成本的降低。

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

二、货币政策边际宽松的三部曲

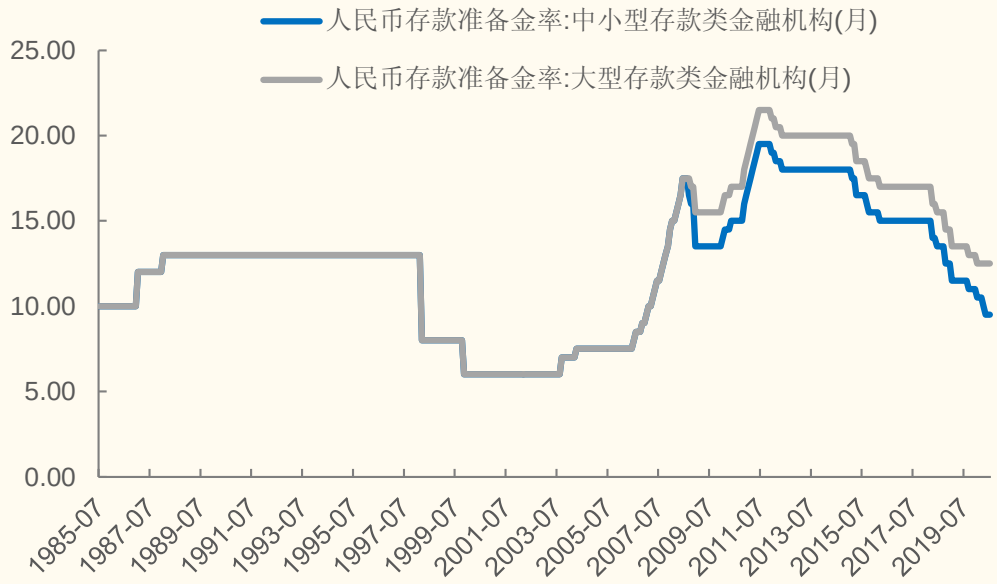
（1）预计未来公开市场操作量会比较充足，超额对冲 MLF 到期，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。8 月 17 日 MLF 增量续作 7000 亿元。这是对本月两笔 MLF 到期的一次性续作，充分满足了金融机构的流动性需求，同时这可能意味着中长期流动性持续收紧的过程告一段落。当前经济修复持续，但在整体需求偏弱和就业压力较大的情况下，需要流动性环境的配合。预计未来公开市场操作量会比较充足，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。

（2）预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。政府政策重点在于“六稳”和“六保”，其中就业均处在第一位（“稳就业”、“保居民就业”）。从就业主体

来看，小微企业在经济发展、创造就业活动中起着非常重要的作用。小微企业贡献了全国 80%的就业，60%以上的 GDP 和 50%以上的税收。我们预计三季度将预计对中小银行定向降准一次，幅度 50bp，以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。

（3）预计未来降息，MLF、LPR 利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。货币政策回归常态化，当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

图表 1：预计再定向降准一次，幅度 50bp

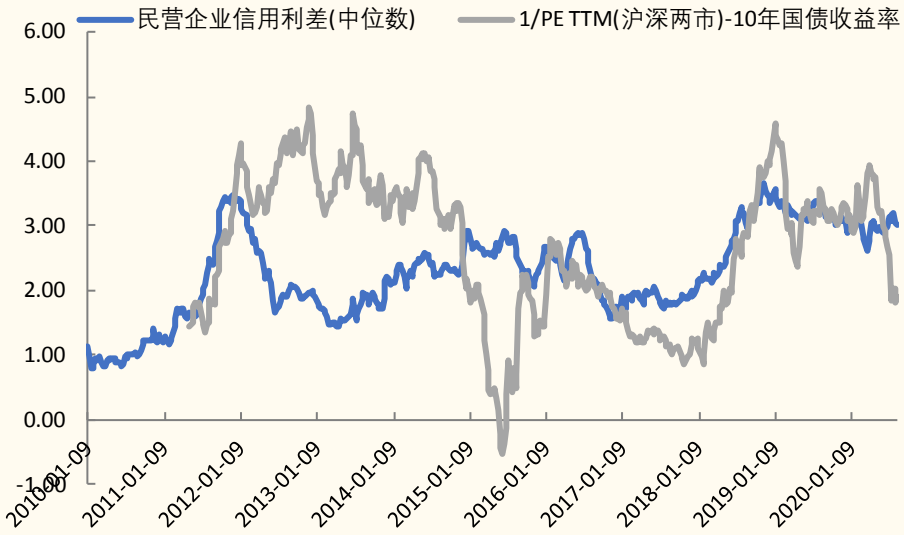


来源：Wind，国金证券研究所

三、对市场的意义：A 股向上方向确定，债券相对空间有限

（1）股市：流动性宽松、风险偏好提升、企业盈利改善三大因素合力支撑 A 股上行。A 股风险溢价已经有所回落，随着经济复苏预期逐步强化，风险偏好改善支撑 A 股估值。第一，当前经济总体呈现弱复苏，需要依托一定的逆周期政策支持；第二，广义财政力度更大将对货币政策的需求更高。第三，为应对疫情全球央行极度宽松的货币政策趋势已经形成，当前谈宽松货币政策的退出还为时尚早，流动性宽松将对风险资产形成支撑。从全球来看，A 股资产具有较低估值、中国率先从疫情中走出也具有较高的比较优势，因此将受益于全球流动性宽松的格局。最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也将对 A 股形成支撑。

图表 4：A 股风险溢价处于已经有所回落（%）



来源：Wind，国金证券研究所

（2）债券：长端收益率相对偏空，短端收益率维持震荡，下行空间有限

长端收益率相对偏空。往前看，考虑到疫情对国内外经济冲击最严重的时候均以过去，叠加海外经济活动逐步恢复正常，以及货币、财政大规模经济刺激下，经济复苏方向是明确的。因此，长端收益率相对偏空。**短端收益率维持震荡，下行空间有限。**央行稳货币阶段全面开启，考虑到市场已经对降准、降息部分定价，短端利率下行仍有空间但相对有限。

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