民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

当前流动性处于什么位置？

宏观专题报告 2020 年 08 月 03 日

报告摘要：

- **债市方面，银行间市场资金利率中枢回升至政策利率水平**

  6月以来，央行打击资金空转取得良好效果，以DR007和SHIBOR为代表的银行间市场资金利率中枢回升至政策利率2.2%左右的位置，非银贷款和非标余额的裂口有所收窄，利率债期限利差也有所收窄，央行打击非银加杠杆购债的目的已经达到。针对银行发行同业存单购买理财的行为，央行也做出规范，银行间同业存单发行利率也明显回升。

- **实体方面，信贷社融高增长，实体流动性较为宽裕**

  今年疫情以来货币供应量增速明显回升，特别 5 月以来 M1 和 M2 增速剪刀差收窄，反映出货币供应量结构性也在改善，实体企业经营活动回暖。对股市而言，高社融增速为其提供了流动性支撑。6 月以来，各评级产业债信用利差波动不大，风险偏好维持正常水平，信用债发行最有利的时机已经过去。

- **股市方面，7月股市情绪面先高后低，但总体流动性仍算宽裕**

  7 月以来两市融资融券余额创历史新高，为股市走牛提供保障。从成交金额、北上资金、换手率等股市流动性指标来看，7 月股市流动性先高后低，分水岭是 7 月中旬，受监管和中美关系影响股市情绪面有所回落。

- **未来展望，流动性最宽松的日子已经过去，但不会太收紧**

  730 政治会议要求货币政策更加灵活适度、精准导向，其中“精准导向”是最新要求。区别于 4 月政治局会议曾提到“运用降准、降息、再贷款等手段”，政策基调边际收紧。这种转变一方面是因为考虑到经济复苏路径基本已经确定，另一方面也是因为疫情以来我国宏观杠杆率大幅上升，积攒了一定金融风险。因此货币政策最宽松的时点已经过去。但另一方面，在海外疫情加速扩散，外需疲软的背景下，货币政策也不宜收紧太多，以免对实体经济造成打击。因此综合来看未来货币政策既不会像之前那么松，但也不会太紧，三季度仍有降准可能。

- **风险提示：**

  货币政策超预期收紧、中美关系恶化、疫情第二波爆发等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001
电话： 010-85127665
邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号： S0100119080008
电话： 010-85127665
邮箱： fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

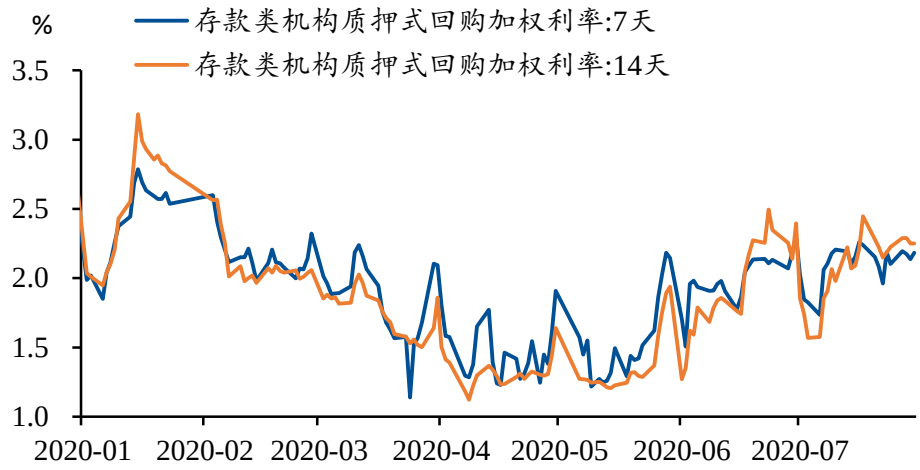
一. 银行间和债市流动性收紧 3
1.1 银行间市场资金利率中枢值回升至政策利率水平 3
1.2 六月以来同业存单发行利率明显回升 4
二.实体流动性较为宽裕 5
2.1 疫情以来 M1 和 M2 增速明显回升 5
2.2 社融高增速为股市上涨提供支持 5
2.3 从信用利差来看，市场风险偏好处于正常水平 6
2.4 从期限利差来看，5 月以来金融去杠杆导致期限利差快速收窄 6
三. 股市流动性较为宽裕 8
3.1 融资融券余额创 2016 年来新高 8
3.2 7 月北上资金先增后减，观望情绪加重 8
3.3 7 月股市成交额先冲高后回落 9
3.4 七月中以来股市换手率有所回落 9
四.未来展望，流动性最宽松的日子已经过去，但不会太收紧 11
4.1 今年以来宏观杠杆率大幅上升，累积金融风险 11
4.2 流动性最宽松的日子已经过去，但不会太收紧 11
风险提示 11

一. 银行间和债市流动性收紧

1.1 银行间市场资金利率中枢值回升至政策利率水平

6月以来DR007和DR014中枢值有所回升。从存款类机构质押式回购加权利率来看，6月以来DR007和DR014中枢值明显回升，其中DR007中枢值回升至政策利率（7天逆回购）2.2%的水平，资金利率有所收紧。这也是利率债调整的重要原因。

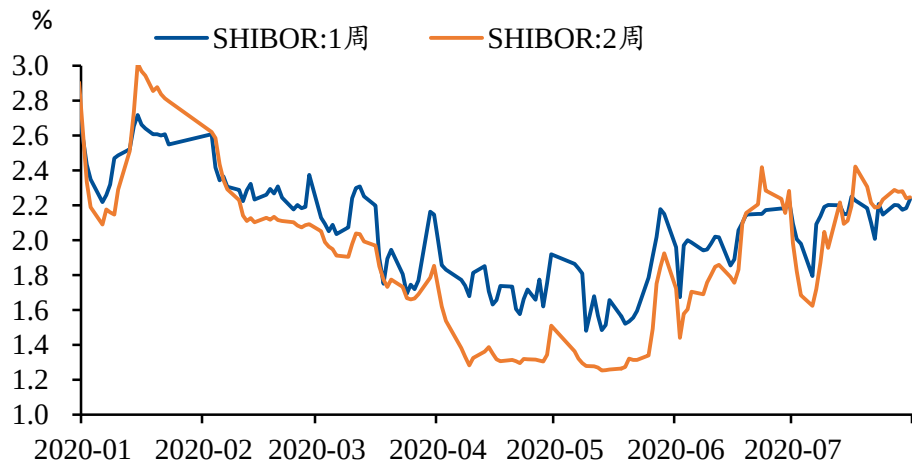
图1：6月以来DR007和DR014中枢值回升至政策利率水平



资料来源：wind，民生证券研究院

6月以来SHIBOR中枢有所上移。6月以来，上海同业拆借利率中枢有所上移，其中7天SHIBOR利率中枢从1.7%左右上移至2.1%左右，反映出银行间拆借成本上升。由于6月以来央行持续打击资金空转，银行间流动性有所收紧，对债市产生利空。

图2：6月以来SHIBOR中枢值也有所上移

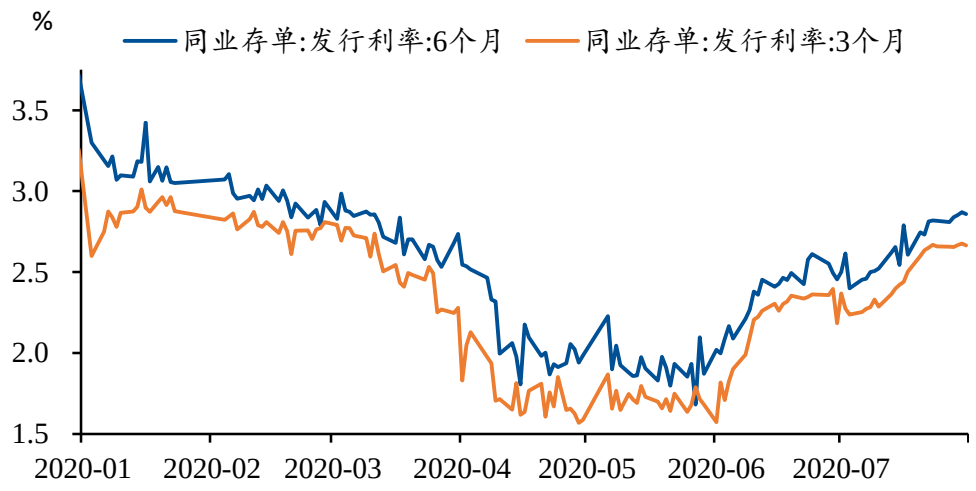


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 六月以来同业存单发行利率明显回升

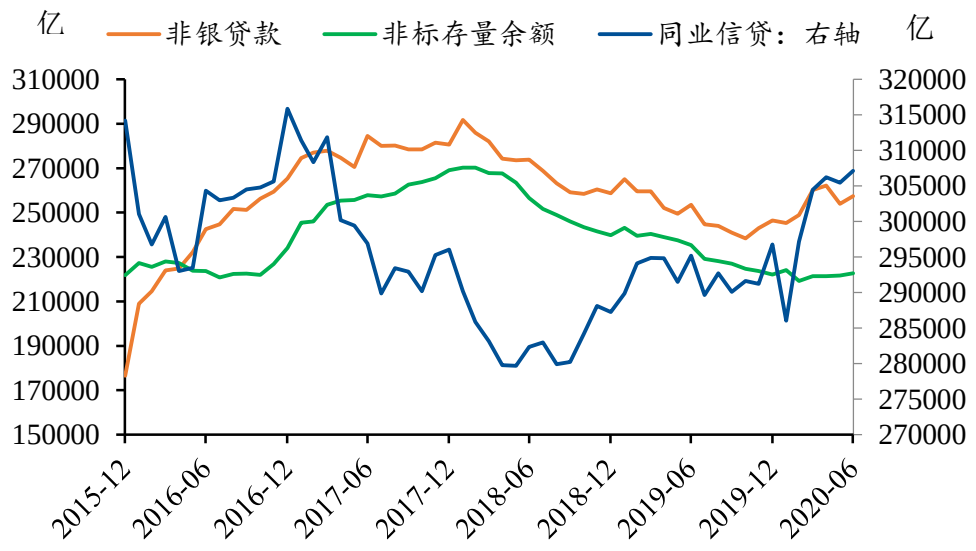
打击资金空转导致同业存单发行利率回升。6 月以来，央行持续打击资金空转问题，特别针对部分银行发行同业存单买理财的现象。“退空转”取得一定成果，同业存单发行利率明显上升，但这也抬高了中小银行融资成本。另一方面，5 月以来央行针对非银机构加杠杆的现象进行治理，非银信贷存量有所回落。

图 3：3 个月期和 6 个月期同业存单发行利率有所回升



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：5 月以来非银贷款和非标存量余额裂口收窄



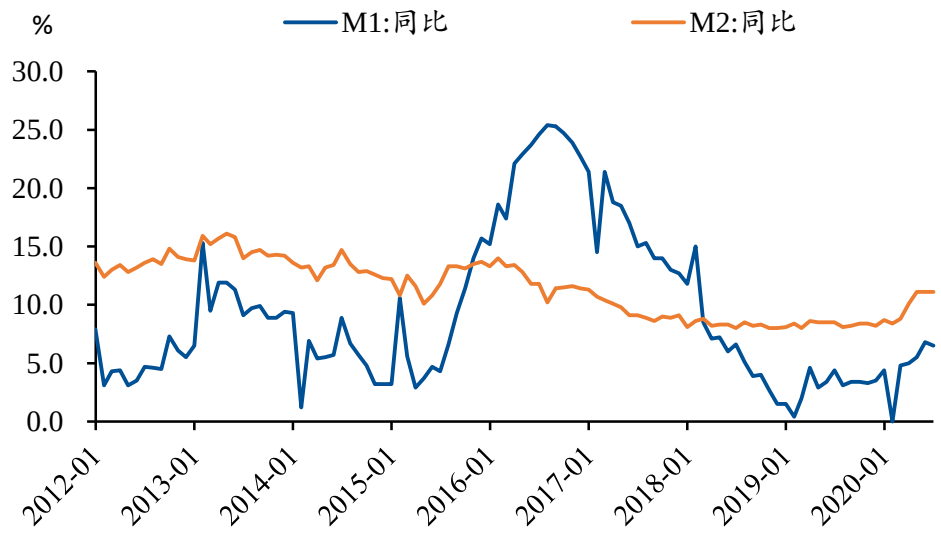
资料来源：wind，民生证券研究院

二.实体流动性较为宽裕

2.1 疫情以来 M1 和 M2 增速明显回升

疫情以来 M1 和 M2 增速明显回升，结构改善。今年疫情以来 M2 和 M2 增速明显回升，体系货币政策对经济支持力度。从结构上来看，5 月以来 M1 与 M2 剪刀差有所收窄，M1 增速回升幅度较快，体现出实体企业融资需求向好的态势。整体来看，今年疫情以来宽松的货币政策保障了复产复工政策的有效推进。未来来看根据易纲行长在陆家嘴论坛讲话，今年全球人民币代表新增 20 万亿元左右，社融新增 30 万亿元以上，预计下半年 M2 和社融增速仍将维持高增长。

图 5：疫情以来 M1 和 M2 增速明显回升，货币政策对经济支持力度加大



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 社融高增速为股市上涨提供支持

社融高增长对股市有一定利好。从 2018 年年初至今股市走势可分为三阶段，第一阶段是 2018 年，此阶段受去杠杆和中美贸易摩擦影响，社融增速大幅回落，导致股市也出现大幅下跌的行情。第二阶段是 2019 年上半年，由于去杠杆变为稳杠杆，中美关系也出现边际修复，股市迎来反弹，之后震荡。第三阶段是 2020 年 3 月以来，由于货币政策明显宽松，社融增速明显回升，为股市走强提供流动性支撑。

图 6：去年四季度以来信贷和社融增速较为平稳

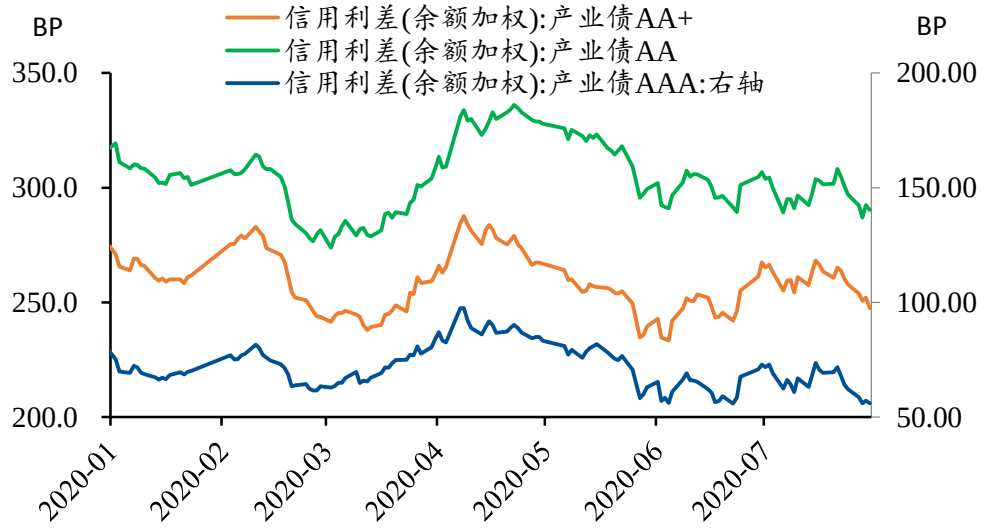


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 从信用利差来看，市场风险偏好处于正常水平

6 月以来信用利差维持在正常水平。今年 2 月期间，由于货币政策极为宽松，加之对民企提供大量支持，市场流动性充足，信用利差明显下降。3 月至 4 月由于信用债发行量较大，供给增加导致信用利差回升，之后又逐渐回落至正常水平。6 月以来，信用利差较为稳定，市场风险偏好处于正常位置。

图 7：6 月以来信用利差较为稳定



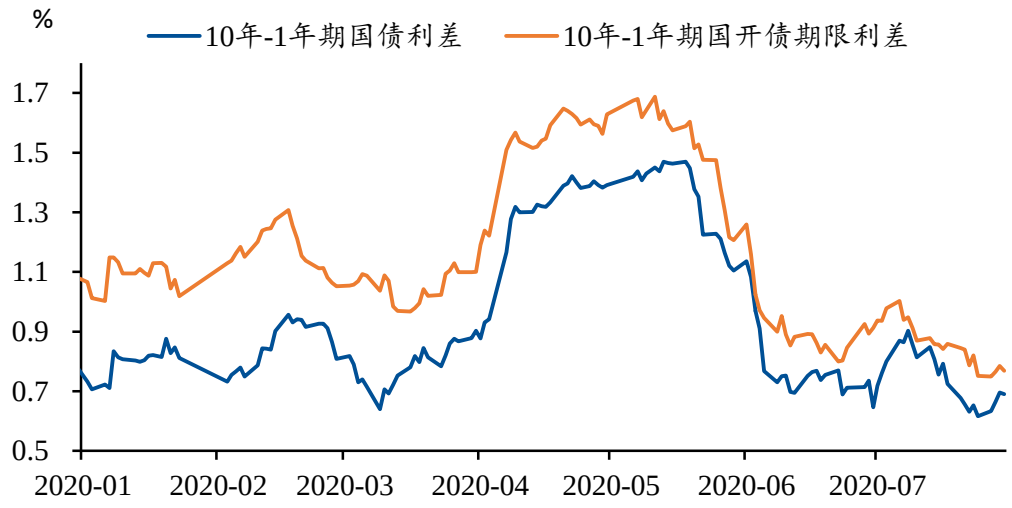
资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 从期限利差来看，5 月以来金融去杠杆导致期限利差快速收窄

金融去杠杆导致期限利差快速收窄。5 月以来，央行针对非银金融机构加杠杆买债套

利的行为进行打击。金融机构买债套利大多会买久期较短的债券，这样可以采取“骑墙策略”，如果债券利率下降则卖出债券以获利，赚交易的钱；一旦债券利率上升则持有到期，赚配置的钱。央行针对非银金融机构加杠杆的行为进行打击，使其负债端成本上升，传导至资产端的结果就是短久期利率债收益率降幅大于长久期利率债（特别是 5 年期利率债收益率降幅大于 10 年期降幅）。

图 8：今年 1 月以来期限利差快速上行



资料来源：wind，民生证券研究院

三. 股市流动性较为宽裕

3.1 融资融券余额创 2016 年来新高

融资融券余额创 2016 年来新高，股市行情较热。7 月以来，融资融券余额大幅上升，突破 14000 亿元关口，创 2016 年以来新高。这主要受 7 月以来股市行情火热所致，A 股新开户人数也有明显增长，散户入场较多。

图 9：融资融券余额创 2016 年来新高

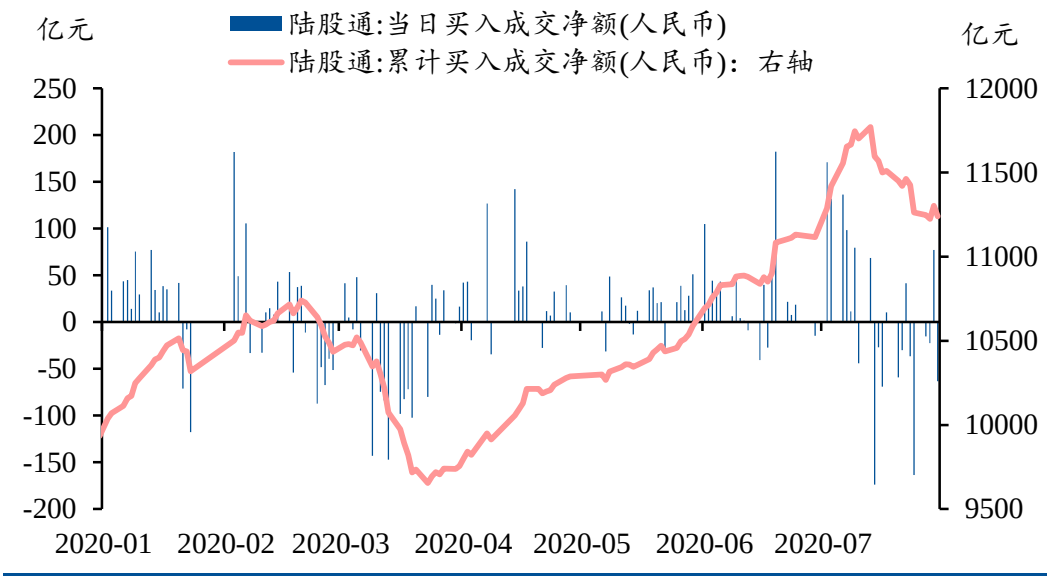


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 7 月北上资金先增后减，观望情绪加重

7 月北上资金先增后减，观望情绪加重。今年 4 月以来，北上资金持续流入，为 A 股回暖提供支撑。但 7 月中旬以来，北上资金明显流出。一方面是 A 股估值回升，导致外资获利减持，另一方面在于人民币汇率在 7 月下旬出现一波贬值，导致北上资金部分撤出。当前来看北上资金观望情绪加重，后市预计仍有波动。

图 10：北上资金持续增加



资料来源：wind，民生证券研究院

3.3 7 月股市成交额先冲高后回落

7 月 A 股成交额先冲高后回落。7 月上旬，两市日成交额大幅冲高至 15000 亿元，之后受监管因素和中美关系变化有所回落。7 月最后一周两市日成交额回落至 1 万亿元一下，股市有所降温。

图 11：两市成交额有所回落



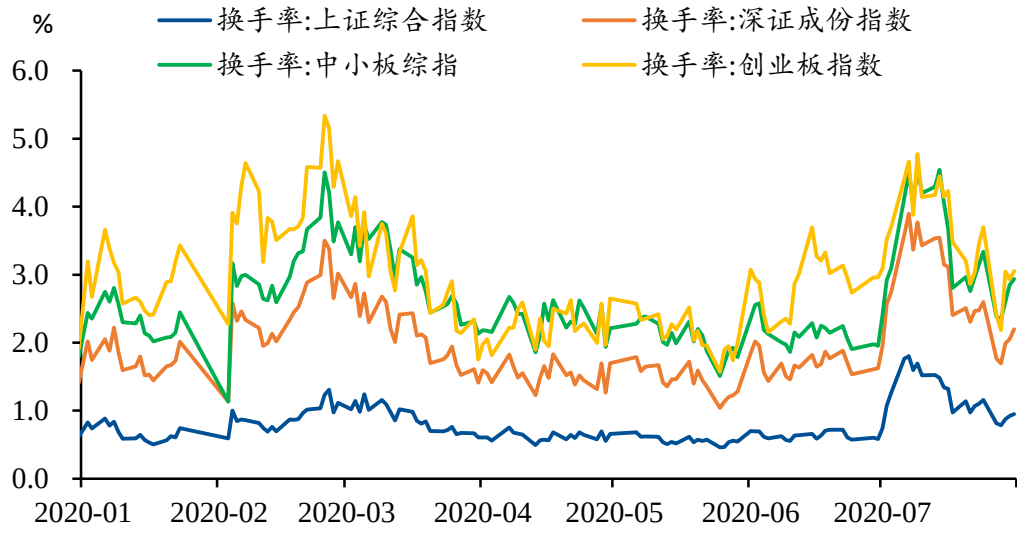
资料来源：wind，民生证券研究院

3.4 七月中以来股市换手率有所回落

七月以来换手率先高后低。换手率能在一定程度上反映股市的流通性，换手率越高，资金流动越快，股市流通性越好。7 月以来换手率先冲高，特别是中小市值板块和科技类

板块；之后换手率有所回落。7 月最后一周换手率又重新回升。

图 12：各指数换手率走势



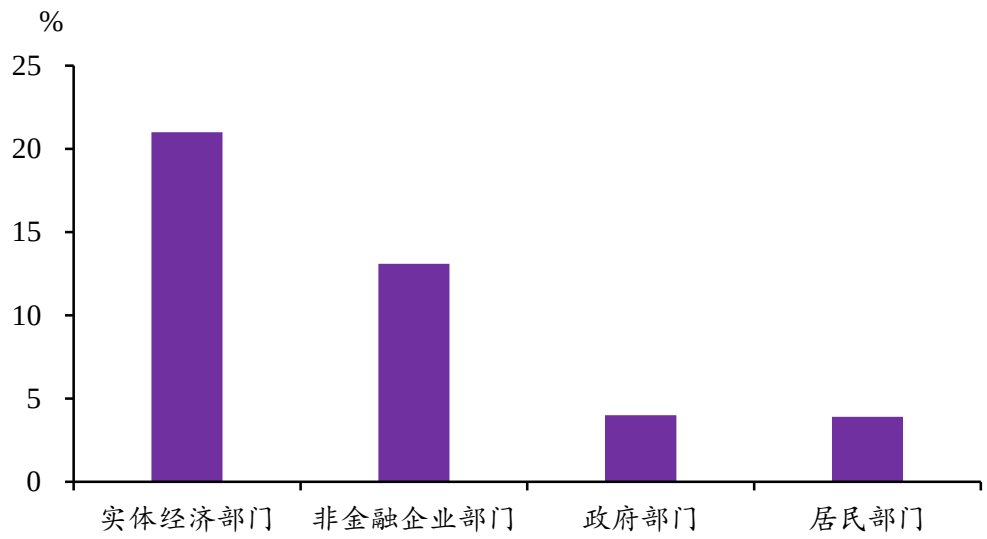
资料来源：wind，民生证券研究院

四.未来展望，流动性最宽松的日子已经过去，但不会太收紧

4.1 今年以来宏观杠杆率大幅上升，累积金融风险

宏观杠杆率大幅上升，有必要防范金融防风险。对比 2019Q4 和 2020Q2 的数据，可以看到今年以来宏观杠杆率大幅上升，实体部门宏观杠杆率从去年年底的 245.4%上升至 266.4%，上升 21%，创历史新高。其中，非金融企业部门宏观杠杆率上升最多，上升 13.1%。宏观杠杆率的上升反映出今年疫情以来随着我国货币宽松，实体部门信贷放量，累积一定金融风险。

图 13：今年以来各部门宏观杠杆率上升幅度（2019Q4-2020Q2）



资料来源：wind，民生证券研究院

4.2 流动性最宽松的日子已经过去，但不会太收紧

未来流动性有望保持合理水平。730 政治会议要求货币政策更加灵活适度、精准导向，其中“精准导向”是最新要求。区别于 4 月政治局会议曾提到“运用降准、降息、再贷款等手段”，政策基调边际收紧。这种转变一方面是因为考虑到经济复苏路径基本已经确定，另一方面也是因为疫情以来我国宏观杠杆率大幅上升，积攒了一定金融风险。因此货币政策最宽松的时点已经过去。但另一方面，在海外疫情加速扩散，外需疲软的背景下，货币政策也不宜收紧太多，以免对实体经济造成打击。因此综合来看未来货币政策既不会像之前那么松，但也不会太紧，三季度仍有降准可能。

风险提示

货币政策超预期收紧、中美关系恶化、疫情第二波爆发等。

插图目录

图 1：6 月以来 DR007 和 DR014 中枢值回升至政策利率水平 3
图 2：6 月以来 SHIBOR 中枢值也有所上移 3
图 3：3 个月期和 6 个月期同业存单发行利率有所回升 4
图 4：5 月以来非银贷款和非标存量余额裂口收窄 4
图 5：疫情以来 M1 和 M2 增速明显回升，货币政策对经济支持力度加大 5
图 6：去年四季度以来信贷和社融增速较为平稳 6
图 7：6 月以来信用利差较为稳定 6
图 8：今年 1 月以来期限利差快速上行 7
图 9：融资融券余额创 2016 年来新高 8
图 10：北上资金持续增加 9
图 11：两市成交额有所回落 9
图 12：各指数换手率走势 10
图 13：今年以来各部门宏观杠杆率上升幅度（2019Q4-2020Q2） 11

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊、媒体。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。