2020 年 07 月 26 日

货币、信用环境的常见误读

——宏观经济专题

宏观研究团队

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

近期，市场对货币和信用环境是否转向，存在诸多分歧。我们从货币流动性环境是否具备转向条件、货币政策传导机制变化和信用修复是否结束等方面进行详细分析。

● **一问：货币流动性环境是否具备转向条件？**

近期，货币市场利率表现明显分化，主要缘于银行超储率过低。7 月以来，7 天货币市场利率在利率走廊下限附近波动，而 14 天以上货币市场利率明显抬升，3 个月 SHIBOR 上涨至 2.56%、接近春节刚结束的水平。不同期限利率表现不同，与银行超储率过低有关，6 月超储率只有 1.6%、为 2018 年以来同期新低；而央行公开市场主要投放 7 天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口。**当前货币流动性环境尚不具备转向的宏微观基础，降准补充银行流动性的必要性上升。**经济生产经营行为正逐步修复，但需求整体偏弱、就业等压力较大；经验显示，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，流动性偏紧可能导致融资成本上升、不利于报表进一步修复。结合 2018 年以来降准规律来看，降准必要性上升、时间窗口或已临近。

● **二问：宽货币一定带来宽信用么？**

货币到信用的传导机制不同以往，沿用传统框架容易产生偏误。传统框架下，央行直接调控贷款利率，对实体需求刺激迅速。2016 年以来，央行逐步转向间接调控为主，手段上从数量转向价格调控，通过政策利率向市场利率传导，进而影响融资成本，时滞相对较长。“房住不炒”定位下，房地产带来的信用派生弱于传统周期。此外，存贷款利率非对称式变化，加大银行净息差压力，增大传导阻力。**没有宽货币配合，信用修复较难；但宽货币不一定带来宽信用，过于宽松的流动性环境也可能导致资金空转等。**经验显示，经济承压下，央行加码宽松刺激需求，有助于信用修复；但货币政策所面临的宏观形势复杂多变，仅靠货币加码较难刺激需求修复、还可能出现资金空转、违规套利等，信用修复还需财政政策等配合。

● **三问：信用环境的拐点已现？**

社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复即将结束。上半年社融变化，显著受政府债券发行节奏等影响；考虑到后续影响趋弱等，社融增速或在三季度前后见顶回落，年底水平仍明显高于 2019 年底、中性情景或超 13%。从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。**下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。**下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%。中性情景下，预计全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，下半年增速将较上半年的 0.6%大幅抬升。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；M2 增速或继续抬升，中性情景下，年底 M2 增速或达到 13%，甚至更高。

● **风险提示：**金融风险累积导致政策出现重大调整；财政盘活存量或项目落地不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列（一）政策环境转向了吗？》-2020.7.24

《宏观经济专题-“大国财政”系列（一）：财政分析新框架》-2020.7.23

《宏观经济点评-美国疫情的 3 个“真相”》-2020.7.20

目 录

1、 一问：货币流动性环境是否具备转向条件？ 3
2、 二问：宽货币一定带来宽信用吗？ 4
3、 三问：信用环境的拐点已现？ 6
4、 研究结论 7
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 货币市场利率表现明显分化 3
图 2： 超储率与货币市场利率走势呈负相关 3
图 3： 经验显示，经济未完全企稳前，货币不会全面转向 3
图 4： 利率较高，可能对企业债券融资形成压制 3
图 5： 2014 年以来，央行通过降准补充基础货币缺口 4
图 6： 传统框架下，经济承压时央行下调存贷款基准利率 4
图 7： 银行负债成本较为刚性，资产收益下降压缩净息差 4
图 8： 宽货币不一定带来宽信用 5
图 9： 传统周期下，货币、财政和房地产政策配合稳增长 5
图 10： 2020 年 3 月至 5 月，资金套利空间明显增大 5
图 11： 2020 年 3 月至 5 月，结构性存款显著增加 5
图 12： 2020 年上半年政府债券净融资显著高于往年同期 6
图 13： 中性情景，社融增速或在 2020 年三季度前后回落 6
图 14： 2020 年上半年广义财政支出增速大幅低于预算 6
图 15： 2020 年上半年，政府性基金支出持续抬升 6
图 16： 稳增长加码下，企业中长期融资持续修复 7
图 17： 实体需求修复带动贷款需求增长 7
图 18： 2020 年下半年广义财政“赤字”仍有较大空间 7
图 19： 2020 年下半年 M2 增速或继续抬升 7

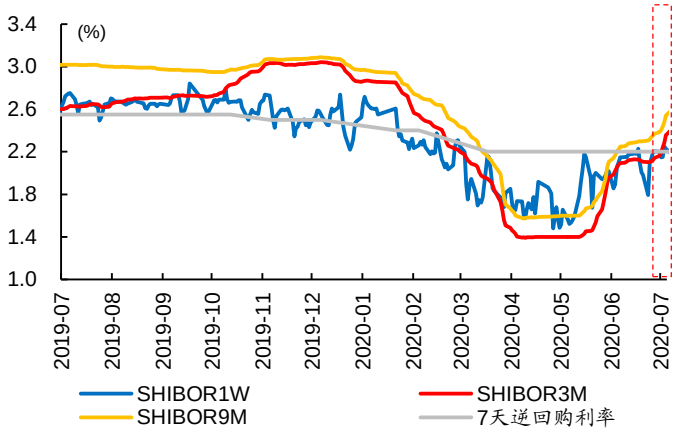
表 1： 2018 年以来降准操作逐步常态化 4

近期，市场对货币和信用环境是否转向，存在诸多分歧。我们从货币流动性环境是否具备转向条件、货币政策传导机制变化和信用修复是否结束等方面进行分析。

1、 一问：货币流动性环境是否具备转向条件？

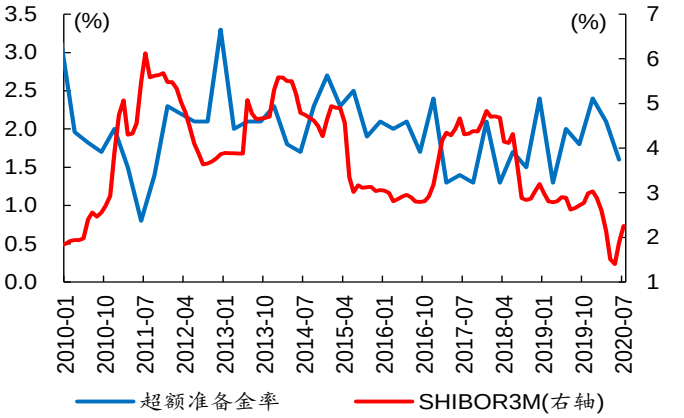
近期，货币市场利率表现明显分化，主要缘于银行超储率过低。7 月以来，7 天货币市场利率在利率走廊下限附近波动，而 14 天以上货币市场利率明显抬升，3 个月 SHIBOR 上涨至 2.56%、接近 2 月中旬水平。不同期限利率表现不同，与银行超储率过低有关，6 月超储率只有 1.6%、为 2018 年以来同期新低；而央行公开市场主要投放 7 天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口。

图1：货币市场利率表现明显分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

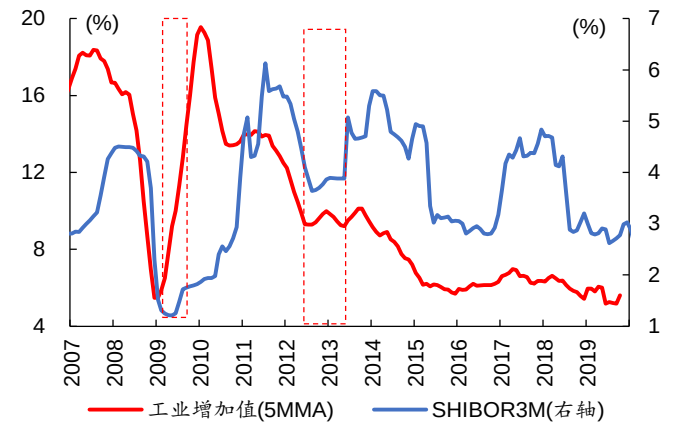
图2：超储率与货币市场利率走势呈负相关



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

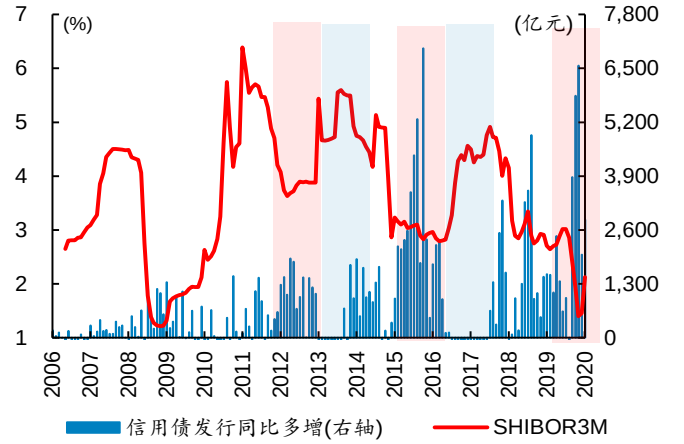
当前货币流动性环境尚不具备转向的宏微观基础。随着国内疫情平复，经济生产经营行为逐步恢复，但需求整体偏弱、就业等压力较大。经验显示，在应对内部外冲击时，央行往往率先启动；随着冲击减弱、经济逐步修复，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，银行流动性偏紧可能导致融资成本上升，加大企业融资压力、不利于报表进一步修复。

图3：经验显示，经济未完全企稳前，货币不会全面转向



数据来源：Wind、开源证券研究所

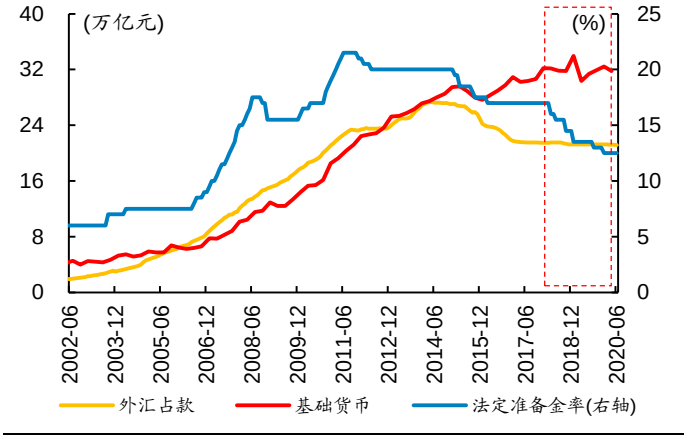
图4：利率较高，可能对企业债券融资形成压制



数据来源：Wind、开源证券研究所

降准补充银行流动性的必要性上升，结合历史规律来看，操作时间窗口或已临近。考虑到 3 季度地方债和特别国债等发行，超额准备金或继续被消耗，进一步加大银行流动性压力，需要央行流动性的支持。回溯历史，降准是近年来补充银行流动性的重要操作；2018 年以来操作逐步常规化，基本上每个季度央行会进行一次全面或定向降准操作，而 2020 年 4 月之后央行再未宣布降准。

图5：2014 年以来，央行通过降准补充基础货币缺口



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2018 年以来降准操作逐步常态化

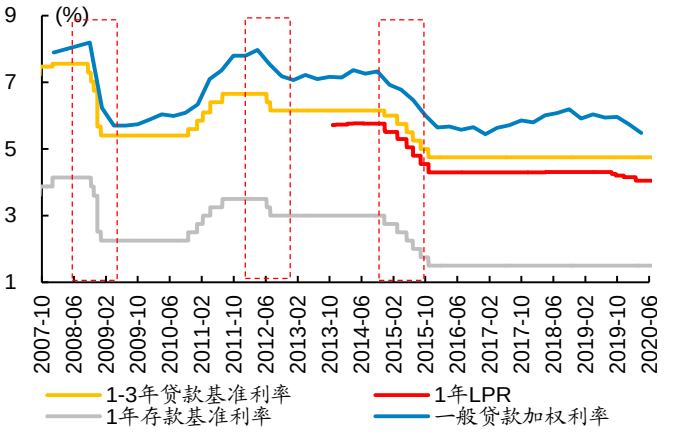
央行宣布降准日期	降准操作
2018年4月17日	4月25日起，下调存款准备金率1个百分点以置换中期借贷便利并支持小微企业融资。
2018年6月24日	7月5日起，下调存款准备金率0.5个百分点,支持市场化法治化“债转股”项目和缓解小微企业融资难融资贵问题。
2018年10月7日	10月15日起，下调存款准备金率1个百分点,置换MLF并支持小微企业、民营企业及创新型企业融资。
2019年1月4日	降准1个百分点，1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。
2019年5月6日	5月15日起，下调服务县域的农村商业银行准备金率1个百分点。2019年6月17日起，再次下调服务县域的农村商业银行准备金率1个百分点。2019年7月15日起，下调服务县域的农村商业银行准备金率至8%。
2019年9月6日	9月16日普降0.5个百分点；同时，再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调1个百分点。
2020年1月1日	1月6日普降0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），释放长期资金约8000多亿元。
2020年3月13日	3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点。
2020年4月3日	定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

2、 二问：宽货币一定带来宽信用吗？

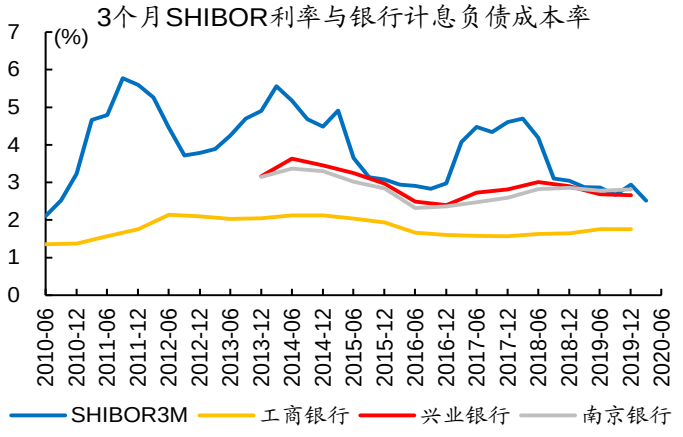
转型“攻坚”阶段，货币向信用的传导机制不同以往，沿用传统货币到信用思维可能导致偏误。传统框架下，央行直接调控贷款利率，对实体需求刺激迅速。2016 年以来，央行逐步转向间接调控，通过政策利率向市场利率传导，进而影响融资成本，时滞相对较长。“房住不炒”定位下，房地产带来的信用派生弱于传统周期。此外，当前存贷款利率非对称式变化，加大银行净息差压力，一定程度增大传导阻力。

图6：传统框架下，经济承压时央行下调存贷款基准利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

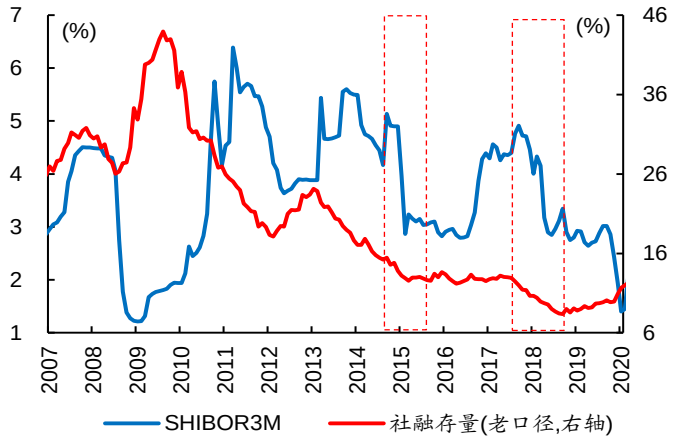
图7：银行负债成本较为刚性，资产收益下降压缩净息差



数据来源：Wind、开源证券研究所

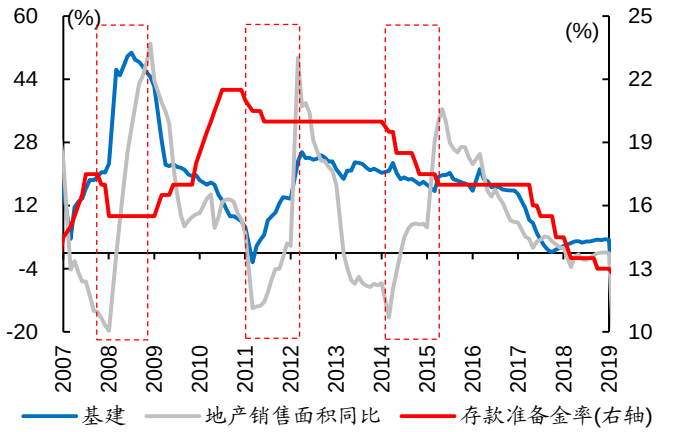
没有宽货币配合，信用修复较难；但宽货币不一定带来宽信用，往往需要财政政策等配合。历史经验显示，经济承压时，央行加码宽松刺激需求、推动信用修复；但货币政策所面临的宏观形势复杂多变，仅靠货币加码较难刺激需求的修复。传统周期下，货币政策与财政政策、房地产政策等配合，共同推动需求和信用环境修复；转型“攻坚”阶段，房地产定位“房住不炒”，政策维稳托底主要靠基建而非房地产。

图8：宽货币不一定带来宽信用



数据来源：Wind、开源证券研究所

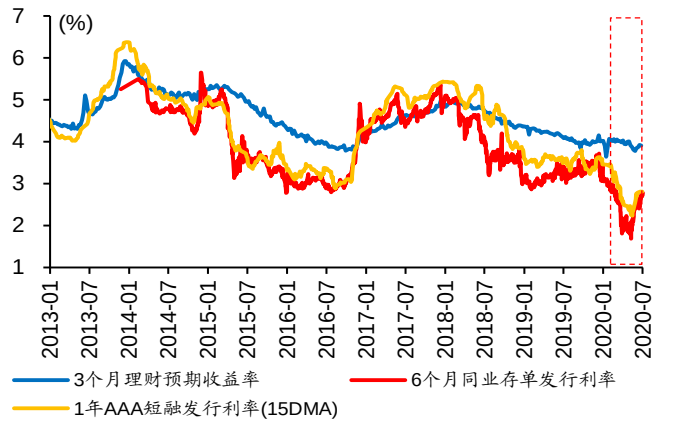
图9：传统周期下，货币、财政和房地产政策配合稳增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

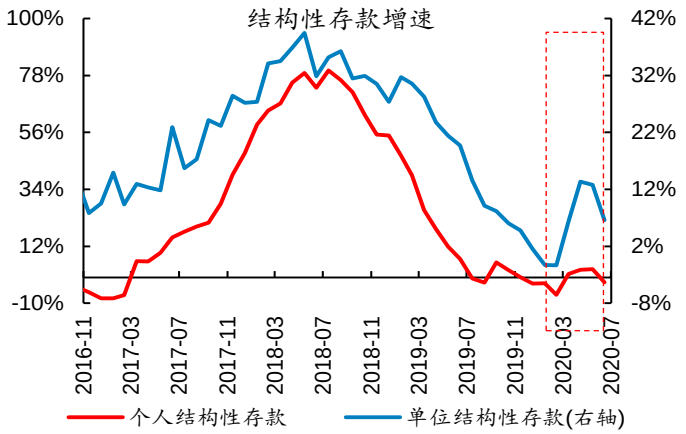
需求低迷下，过于宽松的环境也可能导致资金空转等。疫情背景下，央行加码宽松对冲，货币市场利率和企业债券融资成本均快速回落，大幅低于银行理财收益率和结构性存款利率。在内外部不确定性较大下，企业投资意愿偏弱，部分募资或用于购买结构性存款等，可能导致资金空转等。5 月以来，央行、银保监会等出台压降结构性存款、防止资金违规流向房地产等措施，加强防范金融风险、打击资金空转。

图10：2020 年 3 月至 5 月，资金套利空间明显增大



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年 3 月至 5 月，结构性存款显著增加

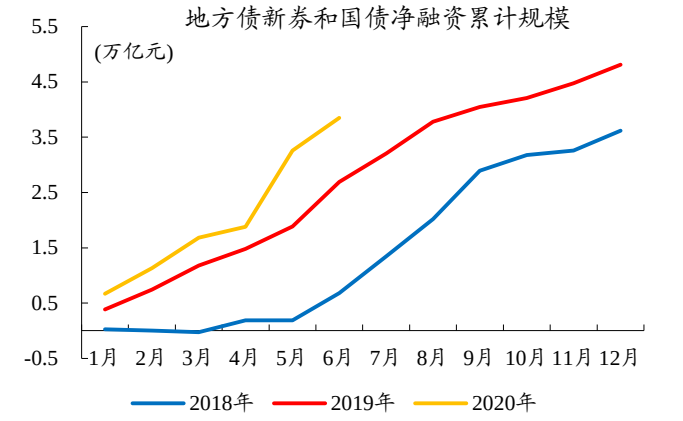


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 三问：信用环境的拐点已现？

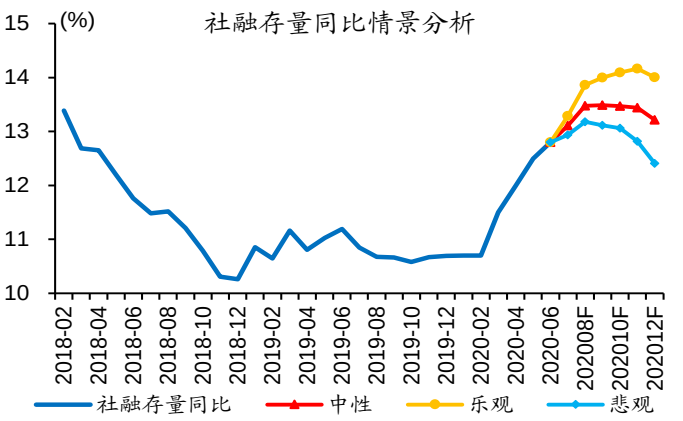
社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复即将结束。上半年社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；地方债新券和特别国债发行规模远高于 2019 年同期，加之基建投资对贷款等需求的拉动，共同推动社融增速的大幅上升。考虑到政府债券发行影响趋弱等因素，社融增速或在三季度前后见底回落，年底水平仍明显高于 2019 年底、中性情景或超 13%。从债券发行到资金运用，存在一定时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。

图12：2020 年上半年政府债券净融资显著高于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

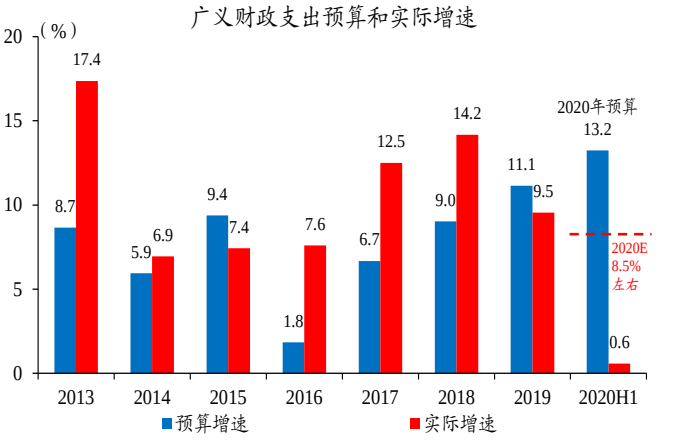
图13：中性情景，社融增速或在 2020 年三季度前后回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

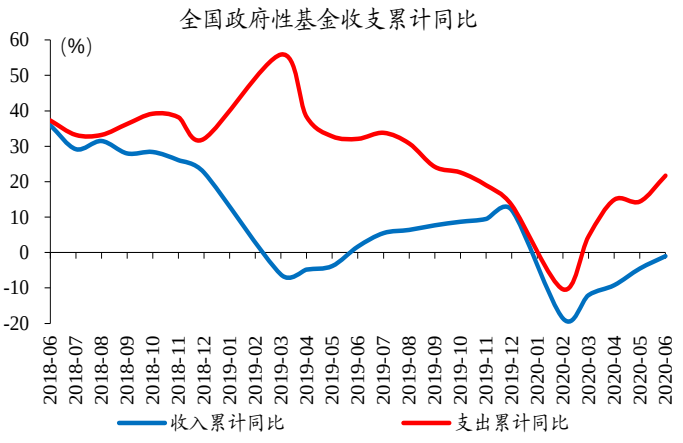
广义支出的拉动开始显现，经济行为与信用修复逐步形成正向反馈。上半年广义财政支出整体偏弱、仅增长 0.6%，低于全年预算增速，主要受一般财政拖累；而政府性基金支出持续抬升、6 月同比增长 40%以上。随着政府投资扩张带动企业中长期融资需求，代表企业中长期资金来源的有效社融持续修复；同时，经济行为与信用修复相互加强，实体需求修复也带动融资需求改善。

图14：2020 年上半年广义财政支出增速大幅低于预算



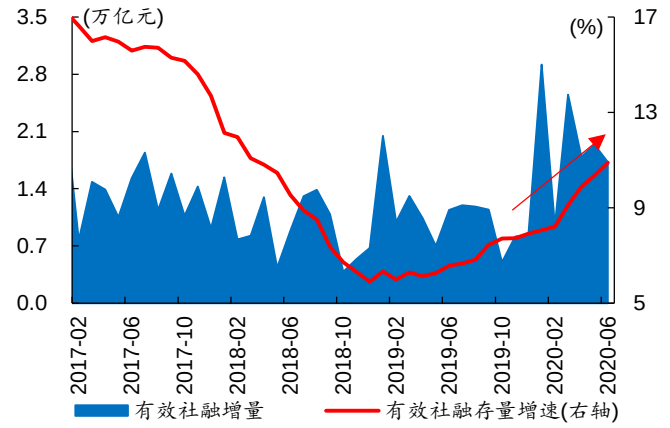
数据来源：财政部、开源证券研究所

图15：2020 年上半年，政府性基金支出持续抬升



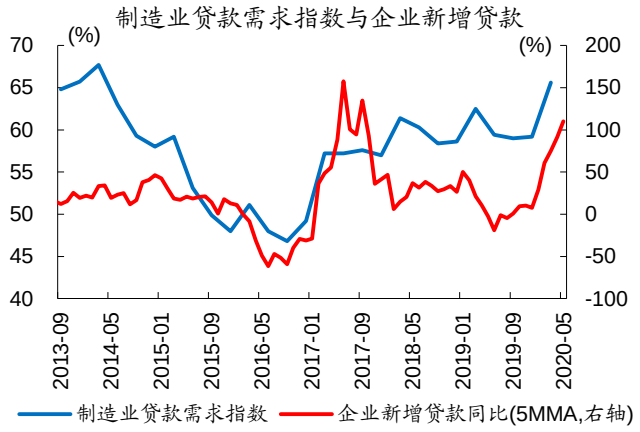
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：稳增长加码下，企业中长期融资持续修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

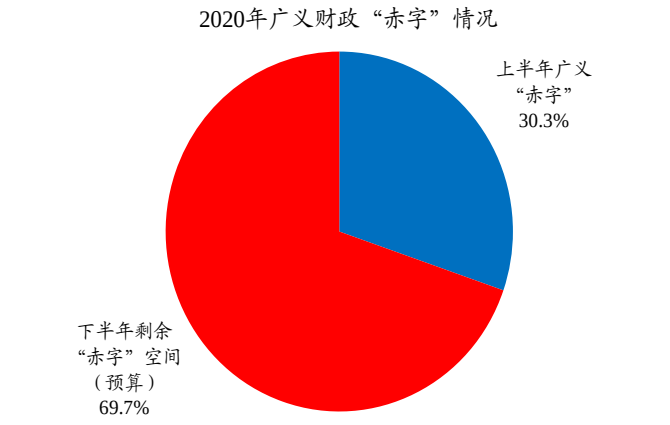
图17：实体需求修复带动贷款需求增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

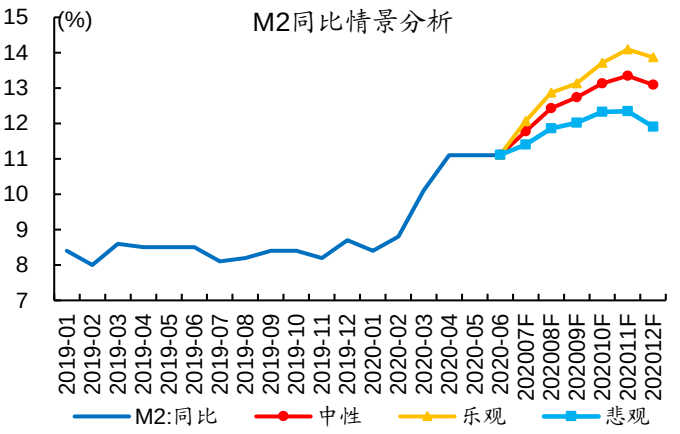
下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%。中性情景下，预计全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，下半年增速将较上半年的 0.6%大幅抬升。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；M2 增速或继续抬升，中性情景下，年底 M2 增速或达到 13%，甚至更高。

图18：2020 年下半年广义财政“赤字”仍有较大空间



数据来源：财政部、Wind、开源证券研究所

图19：2020 年下半年 M2 增速或继续抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）近期，货币市场利率表现明显分化，主要缘于银行超储率过低。当前货币流动性环境尚不具备转向的宏微观基础，降准补充银行流动性的必要性上升。

（2）货币到信用的传导机制不同以往，沿用传统框架容易产生偏误。没有宽货币配合，信用修复较难，但宽货币不一定带来宽信用，往往需要财政政策等配合。

（3）社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复即将结束。下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。

5、 风险提示

金融风险累积导致政策出现重大调整；财政盘活存量或项目落地不及预期。

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