2020 年 07 月 20 日

流动性转向了吗？

——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

近期货币市场利率的持续抬升等，体现政策在“抗疫”与“维稳”之间的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低，利率中枢可能在当前水平维持一段时间。

● **一问：货币流动性环境转向了吗？**

4 月下旬以来，货币市场利率的持续抬升，反映流动性环境回归常态、并非转向。2 月至 4 月中旬，央行降准、降息、提供专项再贷款等，加码宽松对冲疫情影响，SHIBOR3M、R007 等多个货币市场利率与 7 天逆回购利率倒挂、历史罕见。随着国内疫情平复、经济活动修复，货币市场利率回升至利率走廊实际下限附近。**流动性回归常态等，体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低。**4 月下旬以来的货币市场利率抬升，及央行强调“总量政策适度”、“要把握好信贷投放节奏”等，更多体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡，并非转向。历史经验显示，在应对内部外冲击时，央行往往率先启动；冲击影响减弱后，在没有完全确认经济企稳前，央行一般不会转向全面收紧。

● **二问：“抗疫”与“维稳”的再平衡下，政策重心在哪？**

当前政策操作思路明晰，进一步加大对中小微企业等融资支持；同时，加强防范化解风险，打击资金空转等。本轮货币宽松加码，央行多采用结构性工具，定向加大对防控疫情、中小微企业等信贷支持；4 月中下旬以来，政策更加强调“精准滴灌”，创新直达实体货币政策工具等，进一步加大对中小微企业等融资支持。5 月以来，政策对防范化解风险的重视度提升，打击资金空转和违规套利等行为。**资金滞留在金融体系现象突出，使得如何引导资金流向实体成为当前政策重心。**2 月以来，企业融资成本明显回落、规模快速增加，但投资意愿偏弱导致资金沉淀，3 月至 5 月企业新增存款高于 2019 年同期；同时，银行对非银机构债权结束收缩趋势、3 月以来同比正增长，或一定程度反映资金在金融体系流转增多。

● **三问：未来市场流动性环境如何演绎？**

引导融资成本下降大势所趋，实现方式可能更加多元化、并非单纯降息。年内来看，实现银行对企业让利 1.5 万亿元，仍需要靠引导贷款等利率下行实现；中长期来看，缓解高杠杆对企业微观行为的压制，也需要引导再融资和付息成本的下降。但并不是利率越低越好，利率过低可能产生套利等问题。除降息外，央行也可以引导压降高成本负债等降低银行负债端成本，避免释放过于宽松的信号。**货币市场利率或持续在利率走廊实际下限附近波动，中枢可能在当前水平维持一段时间。**DR007 等利率已回到利率走廊实际下限附近波动，当资金面偏紧时，央行适时加大公开市场操作。展望未来，货币市场利率或继续在利率走廊实际下限附近适度波动，中枢可能在当前水平维持一段时间、中期或仍有一定下降空间。

● **风险提示：**金融风险累积导致政策出现重大调整。

相关研究报告

《宏观经济点评-消失的“地产周期”》-2020.7.19

《宏观经济点评-经济的“斜率”？》-2020.7.16

《宏观经济点评-进口数据与内需逻辑的印证》-2020.7.14

目 录

1、 一问：货币流动性环境转向了吗？ 3
2、 二问：“抗疫”与“维稳”的再平衡下，政策重心在哪？ 4
3、 三问：未来市场流动性环境如何演绎？ 6
4、 风险提示 7

图表目录

图 1： 4 月下旬以来，货币市场利率逐渐回升 3
图 2： 央行公开市场操作自 3 月以来一度明显缩量 3
图 3： 3 月初至 7 月中旬，SHIBOR3M 低于逆回购利率 4
图 4： 3 月以来，经济活动逐步修复 4
图 5： 经验显示，尚未确认经济完全修复前央行不会转向 4
图 6： 股票和债券融资明显高于以往同期 5
图 7： 近期，资金套利空间有所收敛 5
图 8： 3 月至 5 月，企业新增存款远高于 2019 年同期 6
图 9： 年初以来，银行对非银债权有所增多 6
图 10： 新 LPR 机制下，LPR 换锚 MLF 利率 6
图 11： 银行负债成本相对刚性 6
图 12： 货币市场利率回归利率走廊实际下限附近波动 7
图 13： 近期资金面偏紧，央行加大公开市场操作 7
图 14： 上半年广义财政支出增速大幅低于预算 7
图 15： 下半年 M2 增速或继续抬升 7

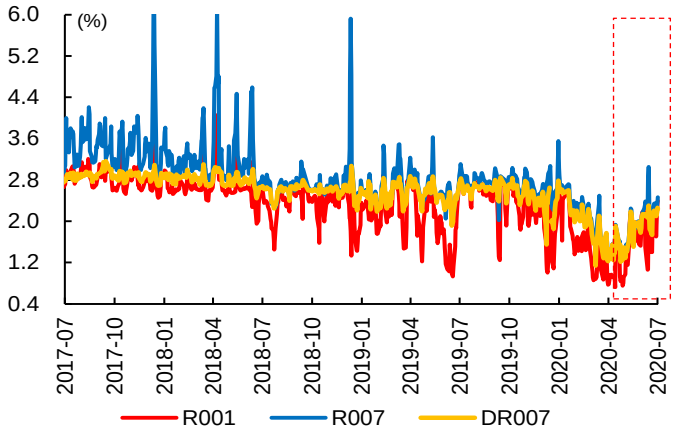
表 1： 4 月中旬以来，政策更加侧重“维稳” 4
表 2： 2 月以来，央行注重结构性工具运用 5
表 3： 5 月以来，政策对防范化解风险重视度提升 5

近期货币市场利率的持续抬升等，体现政策在“抗疫”与“维稳”之间的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低，利率中枢可能在当前水平维持一段时间。

1、 一问：货币流动性环境转向了吗？

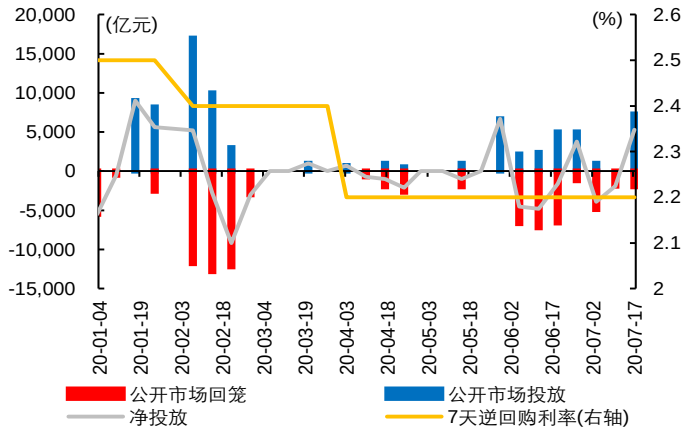
4 月下旬以来，货币市场利率持续抬升，及货币宽松预期的屡屡落空，引发市场对货币流动性环境转向的担忧。截至 7 月 17 日，14 天以内货币市场利率均告别“1”时代、回升至 2%以上，其中 R001 和 R007 分别较 4 月 17 日回升 162BP 和 106BP 至 2.40%和 2.47%。同时，逆回购连续暂停 35 天，逆回购和 MLF 连续 2 个月合计资金净回笼，MLF 和 7 天逆回购利率近 4 个月保持不变。加之部分人士预期的降息、降准等也屡屡落空，导致货币转向预期升温。

图1：4 月下旬以来，货币市场利率逐渐回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

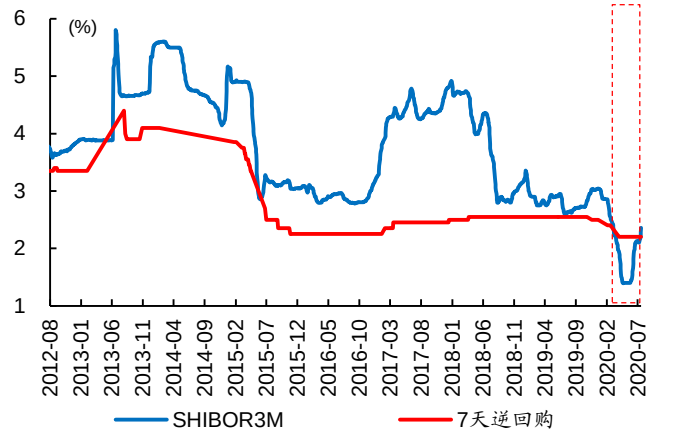
图2：央行公开市场操作自 3 月以来一度明显缩量



数据来源：Wind、开源证券研究所

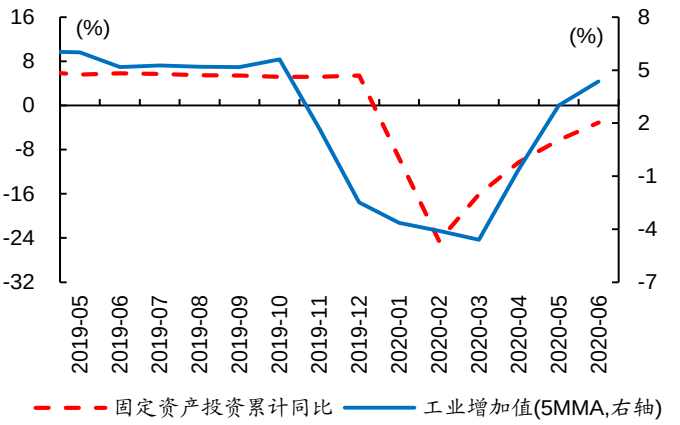
货币市场利率的抬升，反映流动性环境回归常态、并非转向。疫情背景下，央行通过降准、降息、提供专项再贷款和再贴现再贷款等方式，加大货币支持、引导利率快速下降，3 个月 SHIBOR 等多个货币市场利率与央行 7 天逆回购利率倒挂、历史罕见。随着国内疫情逐渐平复、经济行为修复，此前针对疫情的出台的一些特殊的、阶段性的货币政策工具逐步退出，流动性环境也“顺势”回归常态。

图3：3 月初至 7 月中旬，SHIBOR3M 低于逆回购利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：3 月以来，经济活动逐步修复



数据来源：Wind、开源证券研究所

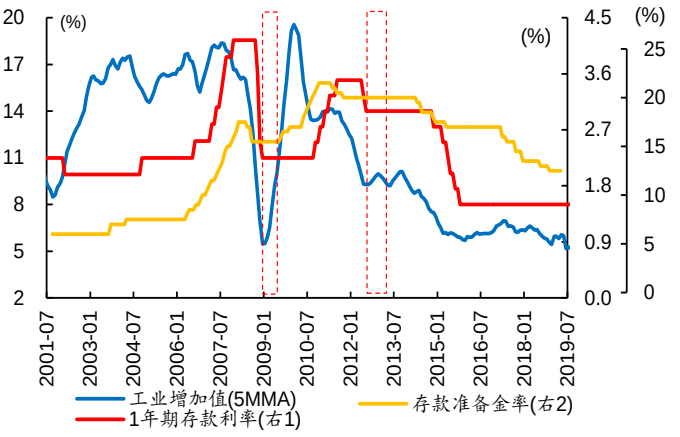
流动性回归常态等，体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低。4 月下旬以来的货币市场利率抬升，及央行强调“总量政策适度”、“要把握好信贷投放节奏”等，更多体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡，并非转向。历史经验显示，政策维稳基调确定后，相关措施具有一定连续性、不会迅速转向。就货币政策而言，在应对内部外冲击时，央行往往是率先启动；随着冲击影响减弱、经济逐步修复，在没有完全确认经济企稳前，央行一般不会转向全面收紧。

表1：4 月中旬以来，政策更加侧重“维稳”

时间	事件	主要内容
4月17日	政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
5月10日	一季度货币政策执行报告	扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，确保完成决战决胜脱贫攻坚目标任务，全面建成小康社会。稳健的货币政策要更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化。运用总量和结构性政策，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。疏通货币政策传导机制，引导贷款市场利率下行。
5月15日	政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，就业优先政策要全面强化。要加大宏观政策实施力度，着力稳企业保就业。要实施扩大内需战略，推动经济发展方式加快转变。
6月17日	国常会	推动金融系统今年向各类企业合理让利1.5万亿元。综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力。遵循市场规律，完善资金直达企业的政策工具和相关机制。
6月24日	2020年二季度货币政策委员会例会	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。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用。
7月1日	下调再贷款再贴现利率	2020年7月1日起，下调再贷款、再贴现利率。支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点，再贴现利率下调0.25个百分点至2%，下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	下半年货币政策将更加灵活适度，“适度”一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。如果投放节奏快于经济复苏就会产生资金淤积，产生信贷资金没法有效使用的问题。第二个是价格上要适度，引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

图5：经验显示，尚未确认经济完全修复前央行不会转向



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 二问：“抗疫”与“维稳”的再平衡下，政策重心在哪？

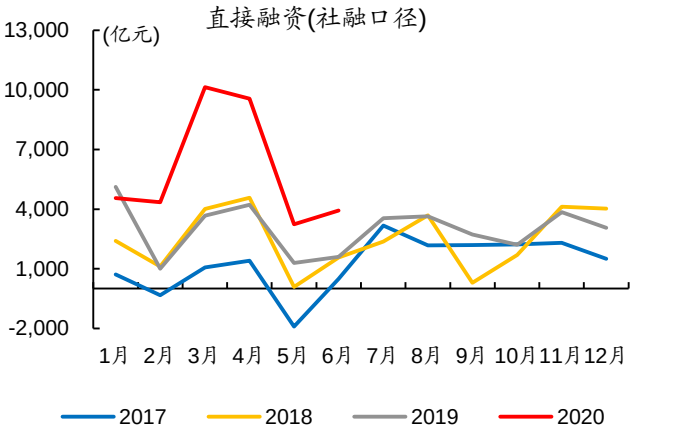
当前政策操作思路明晰，进一步加大对中小微企业等融资支持，并积极推进直接融资等，以市场化方式导流。本轮央行加码货币宽松，多采用结构性工具，定向加大对防控疫情、中小微企业等支持；4 月中下旬以来，政策更加强调“精准滴灌”，进一步加大对中小微企业等融资支持。同时，央行为股票、债券等直接融资创造相对适宜的流动性和政策环境，以市场化方式引导资金流向实体。

表2：2月以来，央行注重结构性工具运用

时间	事件	主要内容
2月25日	国常会	增加再贷款、再贴现额度5000亿元，重点用于中小银行加大对中小微企业信贷支持，并下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。
3月3日	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	稳健的货币政策更加注重灵活适度，保持流动性合理充裕，释放LPR改革潜力；用好3000亿元专项再贷款政策，向疫情防控保供企业提供快速精准支持；用好5000亿元再贷款再贴现专用额度和3500亿元政策性银行专项信贷额度，加大对中小微企业等领域的普惠性资金支持。
3月16日	定向降准	于2020年3月16日实施普惠金融定向降准，此外，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，支持发放普惠金融领域贷款。
3月26日	货币政策委员第一季度例会	稳健的货币政策要更加注重灵活适度，运用多种货币政策工具，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，用好3000亿元专项再贷款、5000亿元再贷款再贴现专用额度和3500亿元政策性银行专项信贷额度；下大力气疏通货币政策传导，继续释放改革促进降低贷款实际利率的潜力，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度。
4月1日	国常会	增加再贷款再贴现额度1万亿元。
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	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	提高金融支持政策的精准性和直达性，创新两项新的货币信贷政策工具。一项是中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策，另外一个是普惠小微企业信用贷款的支持计划。
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。
7月1日	下调再贷款再贴现利率	2020年7月1日起，下调再贷款、再贴现利率。支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点，再贴现利率下调0.25个百分点至2%。下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

图6：股票和债券融资明显高于以往同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

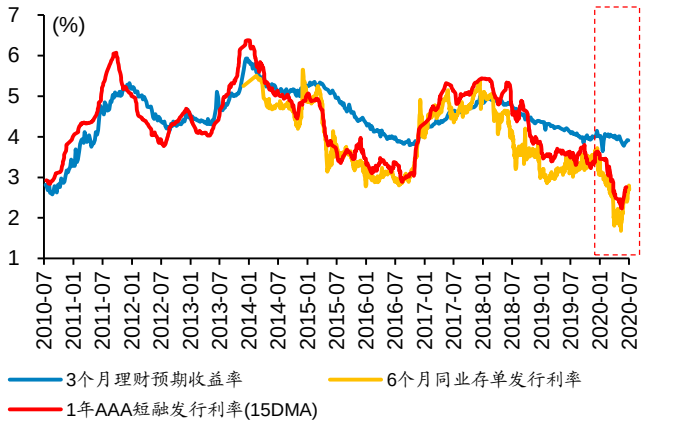
近期政策对防范化解风险重视提升，打击资金空转、违规套利等行为。5月以来，政策对防范化解风险重视度提升，国务院总理强调既要“放水养鱼”也要防止“浑水摸鱼”；央行行长发表文章强调要稳妥有序推进重点领域金融风险处置、继续加快相关制度建设，资管新规相关配套细则陆续落地；银保监会表示，督促引导资金“脱虚向实”，打击资金空转和违规套利。流动性回归常态，也帮助缓解资金套利等行为。

表3：5月以来，政策对防范化解风险重视度提升

时间	会议/文件	主要内容
5月16日	易纲文章《用好金融支持政策 推动疫情防控和经济社会发展》	防范化解重大风险是党的十九大确定的三大攻坚战之一，是决胜全面建成小康社会的重大举措。2020年，一方面，稳妥有序推进重点领域金融风险处置；另一方面，继续加快防范化解金融风险制度建设。
5月28日	总理答记者问	“不搞大水漫灌，放水养鱼。没有足够的水，鱼是活不了的。但是如果泛滥了，就会形成泡沫，就会有人从中套利，鱼也养不成，还会有人浑水摸鱼。所以我们采取的措施要有针对性，也就是说要摸准脉下准药。不论是筹钱或者说钱从哪里来，用到哪里去，都要走新路。”
7月3日	《标准化债权类资产认定规则》	为规范金融机构资产管理产品投资，强化投资者保护，促进直接融资健康发展，有效防控金融风险，《标准化债权类资产认定规则》颁布，明确标与非标的认定规则。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会	利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。
7月11日	银保监会新闻发言人答记者问	督促引导资金“脱虚向实”。深入开展市场乱象整治“回头看”，依法严厉打击资金空转和违规套利行为。当前特别要强化资金流向监管，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为，防止催生资产泡沫。
7月17日	证监会有关负责人答记者问	下一步证监会将加强市场监测，积极应对，稳妥推进接管工作，切实维护证券市场健康稳定发展，守住不发生系统性金融风险的底线，确保金融和社会稳定。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

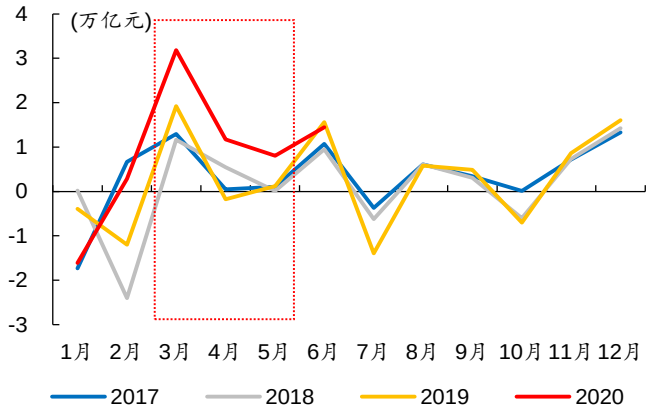
图7：近期，资金套利空间有所收敛



数据来源：Wind、开源证券研究所

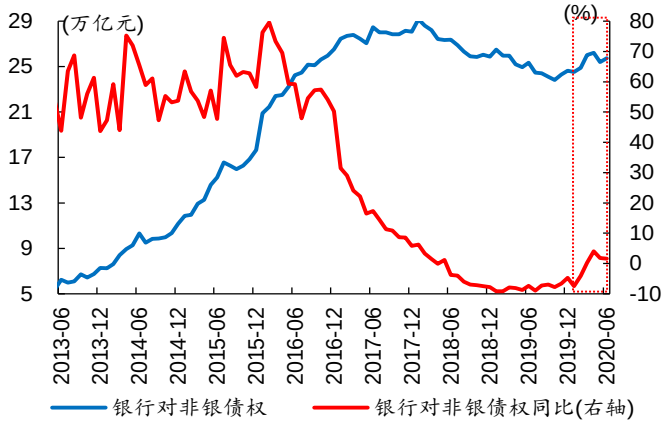
资金滞留在金融体系现象突出，使得如何引导资金流向实体成为当前政策重心。2月以来，企业债券和票据等融资成本明显回落、规模快速增加，但投资意愿偏弱导致资金沉淀，3月至5月企业新增存款规模远高于2019年同期。与此同时，银行对非银机构债权结束收缩趋势、3月以来同比连续正增长，或一定程度反映资金在金融体系流转增多，可能存在资金空转和违规套利等现象。

图8：3 月至 5 月，企业新增存款远高于 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：年初以来，银行对非银债权有所增多

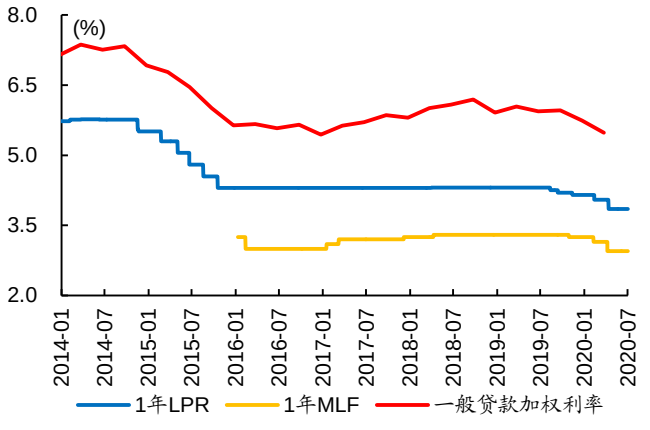


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 三问：未来市场流动性环境如何演绎？

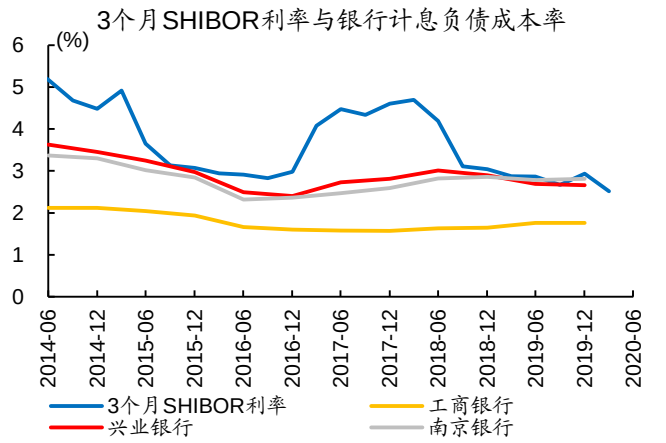
引导融资成本下降大势所趋，实现方式可能更加多元化、并非单纯降息。年内来看，实现银行对企业让利 1.5 万亿元，仍需要靠引导贷款、债券等利率下行；中长期来看，缓解高杠杆对企业微观行为的压制，也需要引导再融资和付息成本的下降。但并不是利率越低越好，利率过低可能产生套利、资源错配等问题。在新 LPR 机制下，除了降低 MLF 利率外，央行也可以通过压降高成本结构性存款、定向提供低成本资金等方式，综合降低银行负债端成本，同时避免释放过于宽松的信号。

图10：新 LPR 机制下，LPR 挨锚 MLF 利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

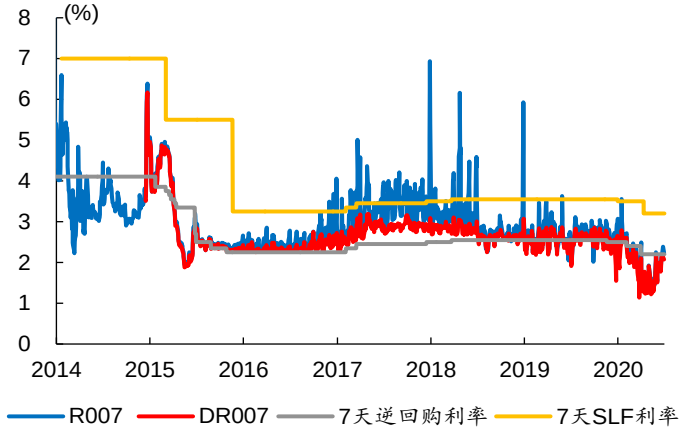
图11：银行负债成本相对刚性



数据来源：Wind、开源证券研究所

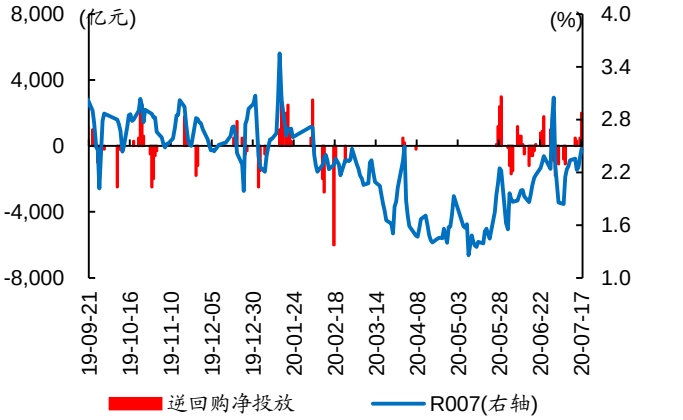
货币市场利率或持续在利率走廊实际下限附近波动，中枢可能会在当前水平维持一段时间。随着流动性回归常态，DR007 等利率已回到利率走廊实际下限附近波动，当资金面偏紧时，央行也适时加大公开市场操作、平抑资金波动。展望未来，货币市场利率或继续在利率走廊实际下限附近变化、并保持适度波动，中枢可能会在当前水平维持一段时间、中期或仍有一定下降空间。

图12：货币市场利率回归利率走廊实际下限附近波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

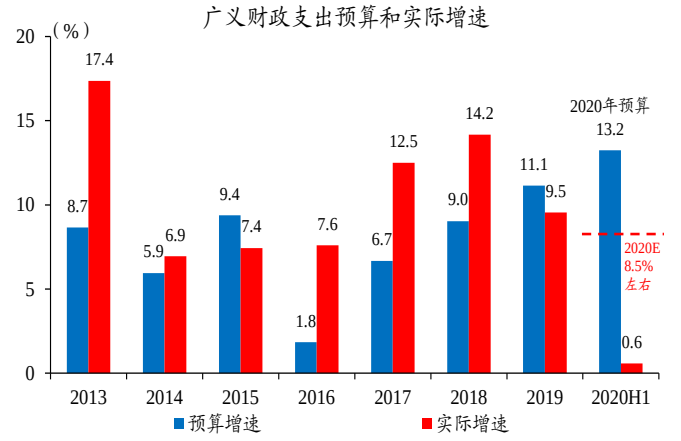
图13：近期资金面偏紧，央行加大公开市场操作



数据来源：Wind、开源证券研究所

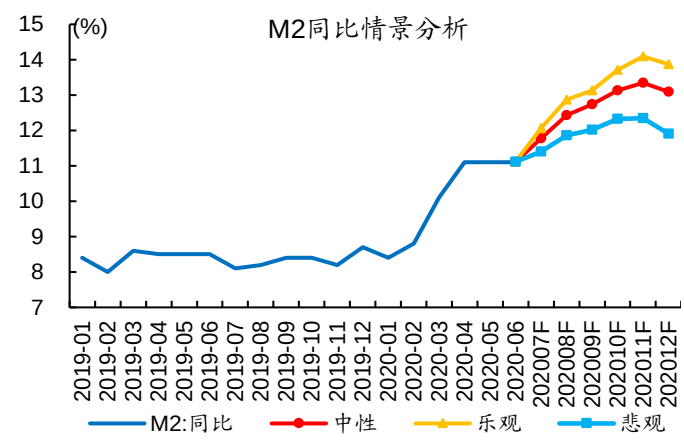
货币政策与财政政策配合，推动信用环境持续修复，M2 增速或继续抬升。货币政策加码对冲，为积极财政创造宽松的流动性环境，支持政府债券融资、降低成本。但上半年广义财政支出增速仅 0.6%，大幅低于预算增速，可能受财政预算下达较晚、疫情和洪水等干扰。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，叠加货币政策配合，下半年 M2 增速或继续抬升。

图14：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：下半年 M2 增速或继续抬升



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。

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