民生证券 MINSHENG SECURITIES

宏观研究

从易行长讲话看下半年货币金融环境

宏观专题报告 2020 年 06 月 19 日

报告摘要：

易纲行长在陆家嘴论坛上的讲话，很有信息量。

- **2020年全年信贷增速约为13%**

根据易纲行长在陆家嘴论坛发言：今年全年人民币贷款增量将近20万亿，社融全年增量高于30万亿。据此测算，今年人民币贷款增速约为13%，社融增速为11.9%左右。另一方面，今年1-5月人民币贷款增量为10.3万亿元，已完成全年目标51.5%，下半年信贷增量只需略高于去年同期。

- **7月底之前有一波利率债供给高峰，预计央行会降准对冲**

由于特别国债需在7月底前发完，因此短期内会对银行流动性造成一定冲击。结合国常会重提降准，预计近期央行会降准以对冲。但相比贷款，利率债高供给对长期流动性冲击有限，因为银行购买利率债不需要缴纳存款准备金，也不计提风险权重，购债吸收的流动性会通过财政开支回流到银行体系，因此预计下半年流动性不会太紧。

- **为什么5月以来资金面偏紧**

5 月以来资金面偏紧的一个重要原因是财政存款激增，银行购债缴款的流动性并未及时通过财政开支流入实体，而是以财政存款的形式沉淀在央行。另一方面，当前银行体系内资金空转问题并不严重，主要是银行-非银加杠杆购债问题，但 5 月以来资金利率上升已使这种加杠杆行为得到控制。当前我国更多面临企业借贷购买结构性存款的资金空转问题。

- **欲使贷款成本下降，无风险利率有必要下降**

从银行资产端角度来看，扣减税收和资本金占用后，当前贷款实际收益率已低于国债利率，银行放贷意愿可能受到影响，有必要引导无风险利率下行以提升银行风险偏好。预计下半年十年期国债利率中枢值在 2.6%左右。

- **风险提示：**

财政存款增长超预期、银行配债比例低于预期、超储率高于预期等。

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

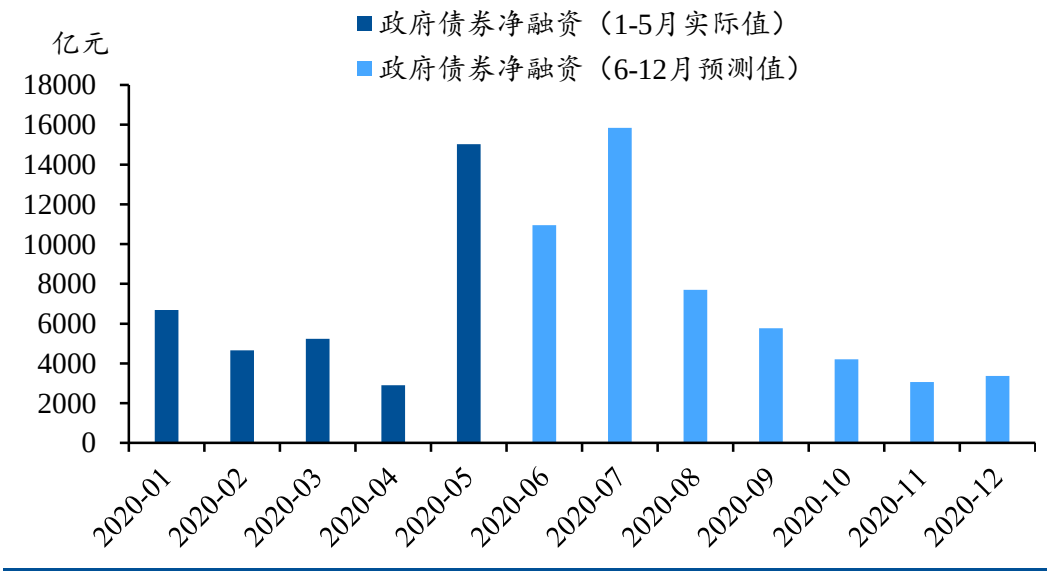
1. 2020 年全年信贷增速约为 13%.....3
1.1 下半年信贷增速趋稳，政府债券推动社融高增长.....3
1.2 7 月底之前有一波利率债供给高峰，预计央行会降准对冲.....4
1.3 长期来看，与信贷相比利率债发行对流动性冲击有限.....4
2. 资金面偏紧的状态预计很难长期维持.....5
2.1 当前银行体系内并不存在很严重资金空转问题.....5
2.2 银行-非银之间可能存在金融套利行为.....6
2.3 5 月以来资金面偏紧的一个重要原因是财政存款激增.....7
3. 欲使贷款成本下降，无风险利率有必要跟随下降.....8
3.1 从资产端角度看，贷款利率下行的前提是无风险利率下行.....8
3.2 从负债端角度看，银行成本持续下行有望降低利率中枢.....9
3.3 降低利率中枢有利于缓解财政压力.....10

1. 2020 年全年信贷增速约为 13%

1.1 下半年信贷增速趋稳，政府债券推动社融高增长

根据政府工作报告，今年新增政府债券融资额度 8.51 万亿元（财政赤字+地方专项债+特别国债，其中特别国债要求在 7 月底前发完），6-12 月剩余融资规模大约 5 万亿元。由于政府债券发行规模加大，下半年仅此即可使社融增速和广义货币供应量增速明显高于去年同期。易纲行长在陆家嘴论坛发言：今年全年人民币贷款增量将近 20 万亿，社融全年增量高于 30 万亿。据此测算，今年人民币贷款增速约为 13%，社融增速为 11.9%左右。另一方面，今年 1-5 月人民币贷款增量为 10.3 万亿元，已完成全年目标 51.5%，下半年信贷增量只需略高于去年同期。社融方面，在扣减贷款增量的 20 万亿后，社融其余部分仅需多增 10 万亿元，其中政府债券净增量预计为 8.51 万亿元，因此社融增长目标不难实现。

图 1：根据政府工作报告计划，今年夏季政府债券净融资有望放量



资料来源：wind，民生证券研究院

表 1：今年信贷增速仅需 11%即可满足社融增速明显高于去年（去年社融增速为 10.7%）

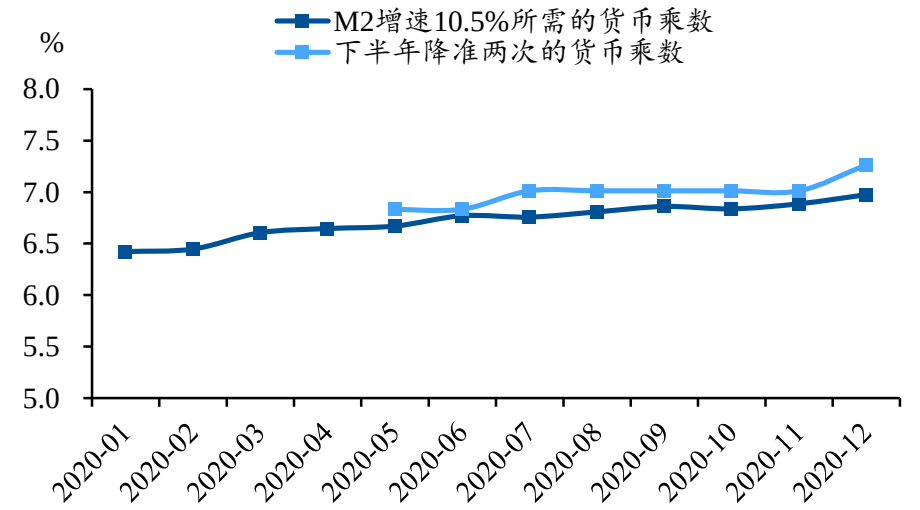
人民币贷款余额增速	社融增速
11%	11.8%
11.5%	12.1%
12%	12.5%
12.5%	12.8%
13%	13.1%

资料来源：民生证券研究院估算

1.2 7 月底之前有一波利率债供给高峰，预计央行会降准对冲

在银行作为利率债购买主体的背景下，利率债供给长期来看不会对流动性造成较大影响。但短期来看，由于缴款吸收流动性到财政支出投放流动性有一定时滞，因此短期内利率债高发行会对流动性造成一定扰动。根据我们对下半年政府债券发行月度分布的预测，7 月底之前有一波利率债供给高峰，因此短期内会对银行流动性造成一定冲击。结合国常会重提降准，预计近期央行会降准以对冲。

图 2：下半年需降准两次才能满足 M2 增长需求

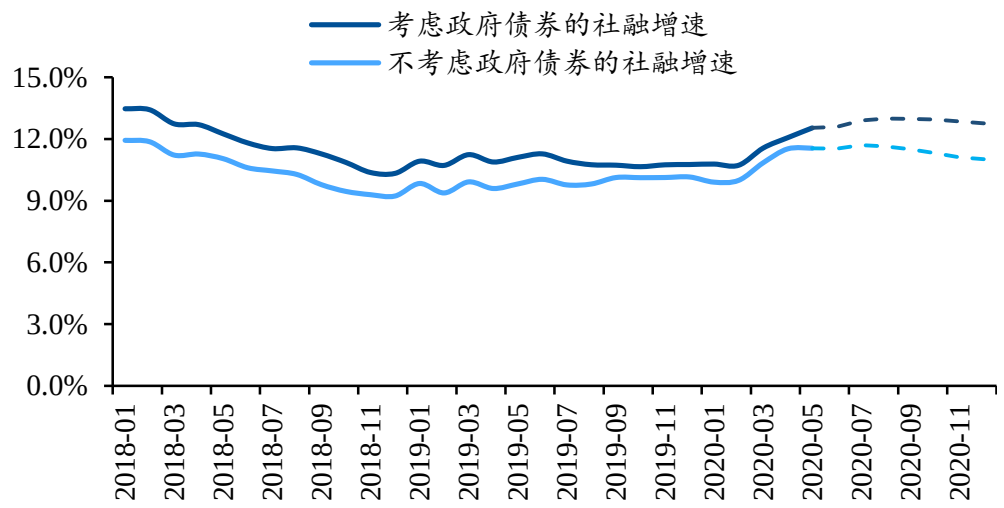


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 长期来看，与信贷相比利率债发行对流动性冲击有限

2018 年地方专项债被计入社融，2019 年国债和地方一般债被计入社融，社融口径的调整导致社融增速拉高。但也要看到，政府债券对银行流动性的冲击远不如信贷那么大。因为信贷投放主要依靠存款派生机制，有存款准备金率作为限制，银行每投放一笔信贷都会占用一部分准备金，因此信用扩张是有限度的，也会影响银行乃至整个金融系统流动性（通过超储率可以体现）。但银行购买政府债券并不需要缴纳存款准备金，当交易发生时，银行借记政府债券，贷记超额准备金，这会在短期内冲击银行流动性。但长期来看，这部分被吸走的流动性又通过财政支出回到银行体系，此时借记准备金/超额准备金，贷记存款。由于政府债券一般不占用准备金，也不计风险权重（不影响银行资本金占用），流动性较好受监管约束小，因此理论上银行可以无限增加政府债券购买，且此操作中长期来看不会影响银行体系流动性（由于银行是购买利率债主体，非银购买量占比较小，所以非银部分造成的银行间流动性漏损可以忽略）。所以，政府债券高供给带来的高社融未必会对债市造成很大利空，只有传统意义上的由于信贷扩张带来的高社融才会对债市造成利空，因为信贷会通过存款准备金吸走银行流动性。今年下半年来看，尽管社融增速可能维持高增长，但这主要是政府债券发力所致，所以从流动性角度来说高社融未必会带来债熊。

图 3：不考虑政府债券，社融实际增速并不会太高



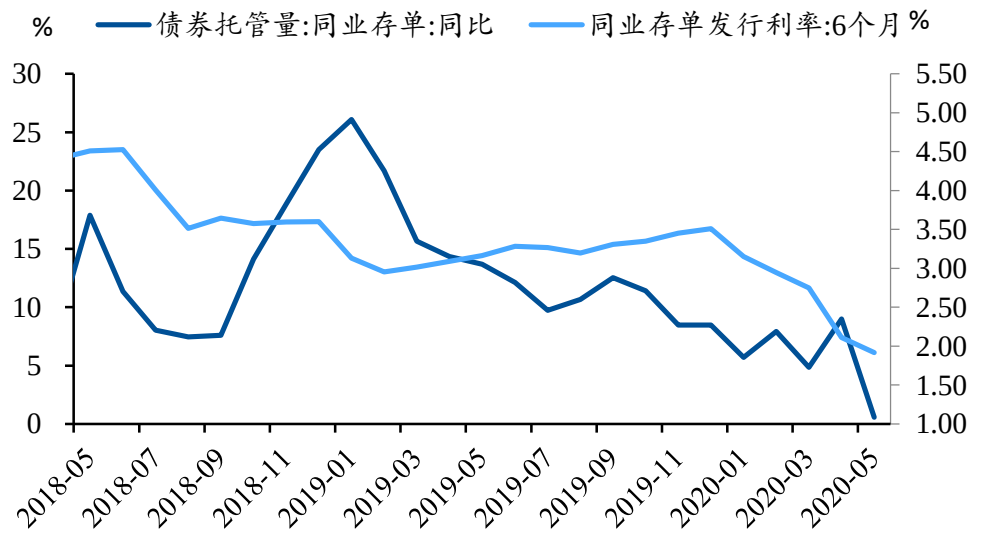
资料来源：wind，民生证券研究院

2. 资金面偏紧的状态预计很难长期维持

2.1 当前银行体系内并不存在很严重资金空转问题

有观点认为之前资金成本上升主要原因是央行打击银行体系内资金空转问题，认为我国出现 2016 年那样的金融加杠杆问题。但今年以来同业存单并没有大幅增长，5 月同比基本不变，没有证据显示银行体系资金空转，且资管新规背景下也很难再通过“发行同业存单-购买委外产品-回购同业存单”的模式来加杠杆，因此银行体系内可能并不存在很严重的资金空转问题。

图 4：今年以来同业存单并未大幅增长，无证据显示银行体系资金空转

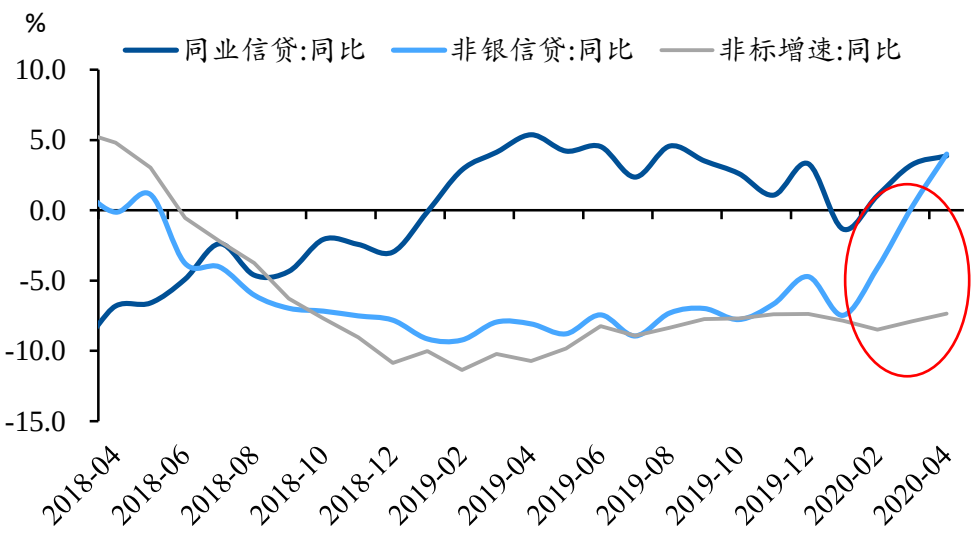


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 银行-非银之间可能存在金融套利行为

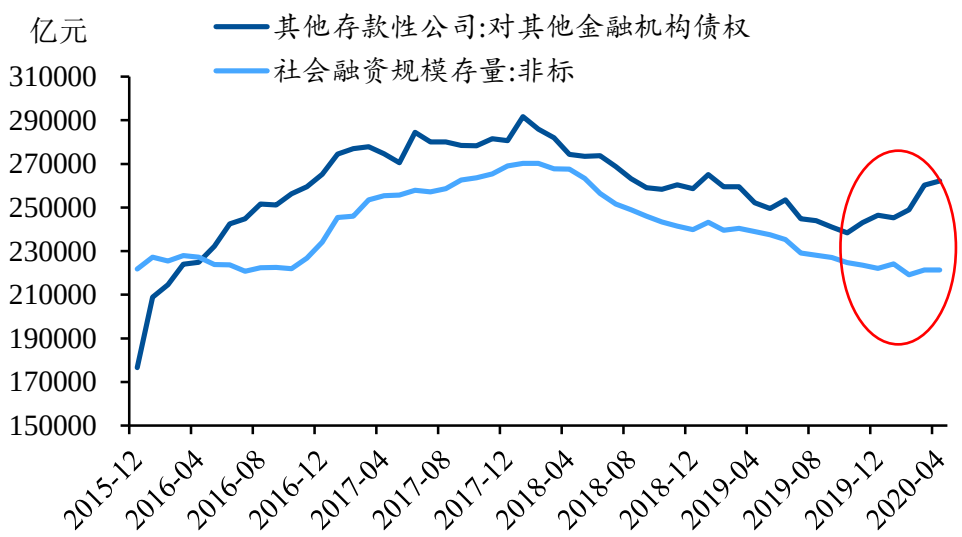
这种套利行为是央行可以容忍的。今年疫情以来，M2 增速同比明显上升，其中重要原因在于银行同业贷款和非银贷款增速均有所回升。值得关注的是，自 2017 年去杠杆以来，非银贷款和非标增速均处于下降通道，且二者走势较为吻合。由于非银更多充当银行和企业非标贷款的通道，故可以理解为作为非银金融机构资产端的非标贷款和作为负债端的非银贷款，二者由于表外去杠杆的原因在前几年同升同降。但今年疫情以来，二者走势出现分化，可能的原因在于银行和非银金融金融机构之间出现金融套利行为，由于资金较为宽松，非银金融机构通过短期回购向银行借入大量资金，然后加杠杆买债，特别是出于骑墙策略，非银更喜欢购买久期较短的 5 年期国债。但在资金面收紧后，非银被迫去杠杆，导致债市出现很大一波调整。有观点认为这是央行有意抬高利率中枢来打击这种金融套利行为。其实不然，这种套利行为首先是不可持续的，因为持续套利会导致资金利率和国债利率的利差逐渐缩小，减少套利空间；其次这种套利最终也会使资金流向实体经济（购买利率债的行为），并不存在空转的现象，因此央行没必要过度打击这种行为。资金利率过高会提高银行同业负债发行成本，造成流动性分层，冲击我国金融稳定。

图 5：疫情以来非银贷款增速和非标增速出现裂口



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：疫情以来非银贷款存量和非标资产存量出现分化

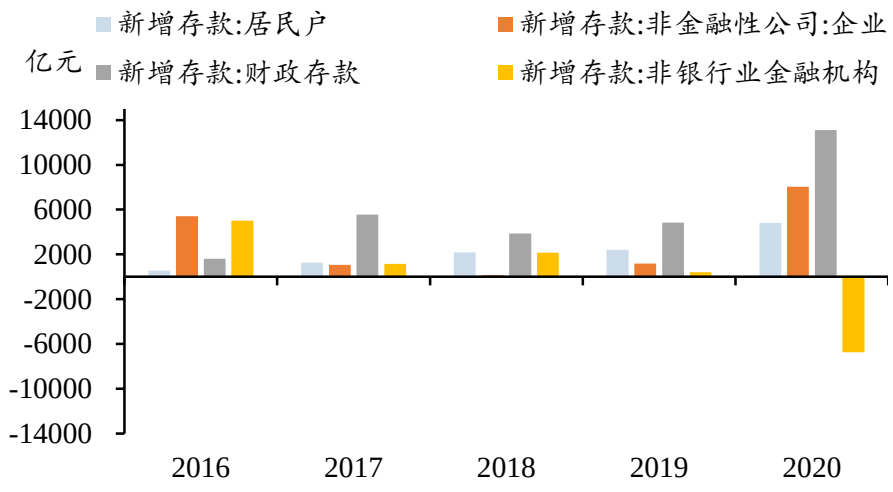


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 5 月以来资金面偏紧的一个重要原因是财政存款激增

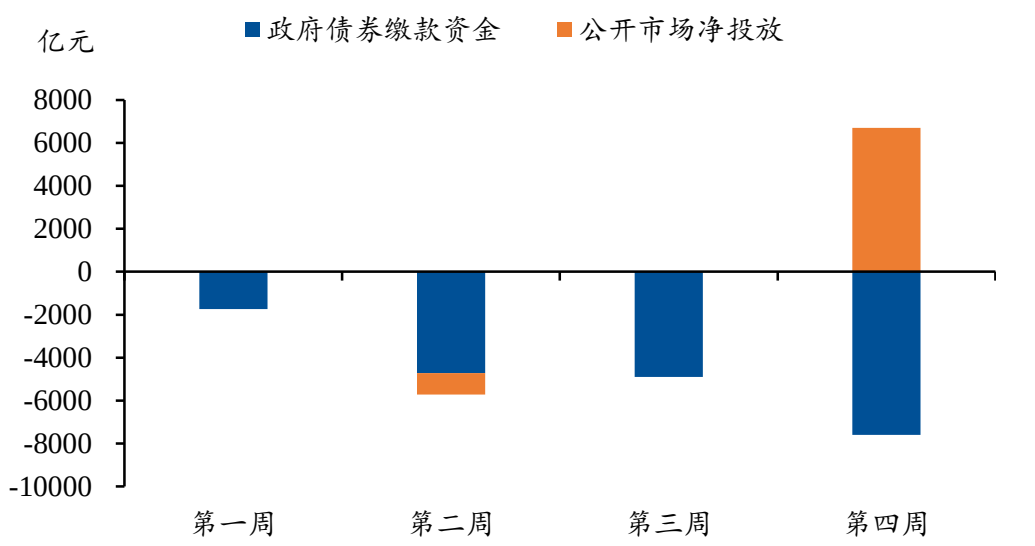
5 月财政存款激增至上万亿元，远高于往年同期水平。主要原因在于政府债券大量发行吸收的流动性后并未及时通过财政支出投放出去，这就导致大量流动性沉淀在政府部门（主要存放在央行）。这部分资金不计入 M2，也不进入银行体系，既不会产生派生存款也不会释放流动性。叠加公开市场净投放规模没能完全覆盖财政缴款吸收的流动性，导致 5 月资金面偏紧。6 月来看，5 月发行的政府债券会逐渐转换为财政开支，进而在银行体系重新注入流动性，预计 6 月资金面相较 5 月会有所改善。

图 7：5 月财政存款激增，由于财政存款会吸收流动性，导致资金面偏紧



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：5 月央行公开市场净投放未完全对冲政府债券缴款吸收的流动性



资料来源：wind，民生证券研究院

3. 欲使贷款成本下降，无风险利率有必要跟随下降

3.1 从资产端角度看，贷款利率下行的前提是无风险利率下行

对于商业银行而言，盈利时期核心指标之一。由于商业银行发放的贷款需要缴纳 31%的税收，且会占用一定资本金，故其给商业银行带来的实际收益率大幅低于其名义收益率。当前来看 10 年前国债实际收益率为 2.88%，该收益率已高于一季度一般贷款实际收益率的 2.85%。在此背景下银行更倾向于购买债券，因为其收益率更高。为了保证宽信用政策能有效实施，需引导无风险利率下行以抬升银行风险偏好，使其重新愿意发放贷款。之前我们估算今年四季度相比三季度一般贷款加权利率仍有 32BP 的下行空间，根据推测，十年期国债需在当前基础上下行 32BP ×0.69=22BP，也就是说今年下半年十年期国债利率中枢值预计在 2.6%左右。

表 2：考虑税收和资本金占用后，贷款对银行的吸引力在降低，需下调无风险利率以提高银行风险偏好

	10 年期国债	10 年期国开债	10 年期铁道债	10 年期 AAA 地方债	5 年期 AAA 中票	一般贷款加权平均利率
基础收益率	2.88%	3.17%	3.81%	3.21%	3.58%	5.48%
风险资产权重	0	0	20%	20%	100%	100%
所得税率	0	25%	19%	0	31%	31%
税收影响	0	0.79%	0.72%	0	1.11%	1.72%
资本金占用	0	0	0.21	0.26%	0.91%	0.91%
实际收益率	2.88%	2.38%	2.88%	2.95%	1.56%	2.85%

资料来源：民生证券研究院估算

图 9：长期来看十年期国债收益率和贷款平均利率走势成正比

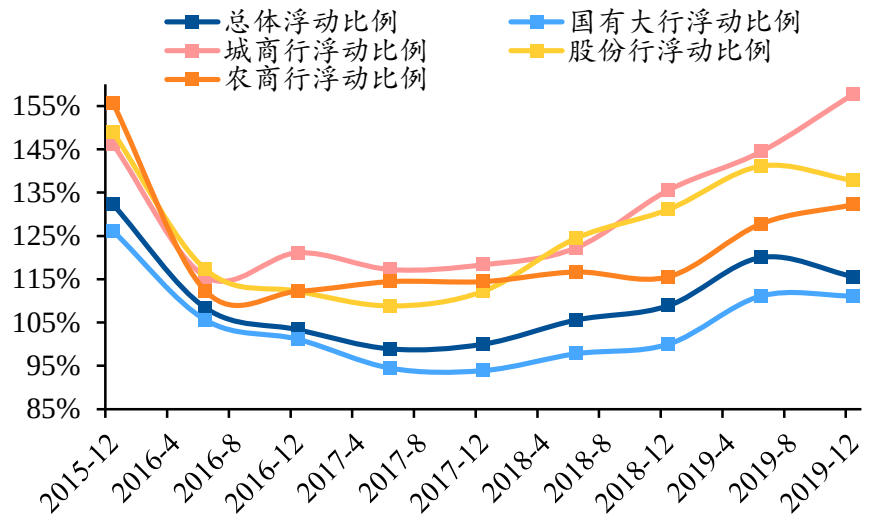


资料来源：wind，民生证券研究院

3.2 从负债端角度看，银行成本持续下行有望降低利率中枢

降低银行负债端成本不一定得靠下调存款基准利率。央行一直希望通过市场化方式引导银行下调存款利率。6 月 15 日四大行主动下调了 3 年期、5 年期大额存单发行利率，由原来的存款基准利率 1.5 倍调整至 1.45 倍。6 月 15 日至 17 日，四大行一共发行了接近 8 亿元的 3 年期和 5 年期大额存单，利率均不超过存款基准利率的 1.45 倍。近期其他商业银行各期限存款利率也均有所下行，其中 3 年期、5 年期等中长期限存款利率的下行幅度相对较大，5 月份环比降幅均超过了 5 个基点。一些中小银行 2020 年以来已经多次主动下调存款利率。之前市场一直有观点认为只有下调存款基准利率才能有效降低银行负债端成本，但实际上银行也可以通过主动压缩存款利率上浮比例来降低成本，根据测算，当存款利率上浮比率上限压缩到 100%时，可降低银行成本 14.6BP，相当于下调存款基准利率 36.3BP。

图 10：压缩存款上浮比例也可以降低银行成本

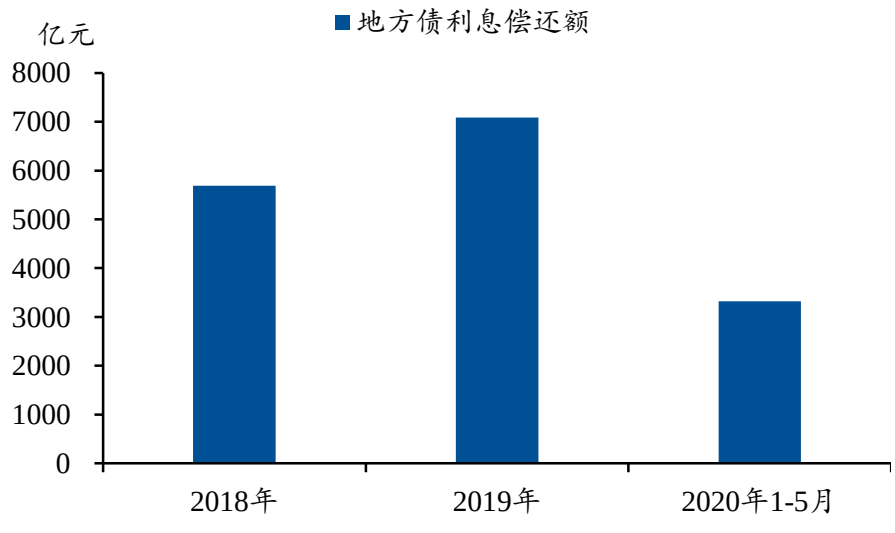


资料来源：Wind、融 360，民生证券研究院

3.3 降低利率中枢有利于缓解财政压力

今年以来由于地方税收收入减少，地方财政收支不平衡问题凸显，需要发债来弥补财政缺口。但另一方面，由于债务存量较大，地方政府每年须偿付数千亿的债务利息费用，占其财政收入将近 10%。因此未来需如欲降低政府部门特别是地方政府部门财政压力，需降低其发债成本。

图 11：地方政府利息负担较重，需有效降低发债成本



资料来源：Wind、融 360，民生证券研究院

插图目录

图 1：根据政府工作报告计划，今年夏季政府债券净融资有望放量 3
图 2：下半年需降准两次才能满足 M2 增长需求 4
图 3：不考虑政府债券，社融实际增速并不会太高 5
图 4：今年以来同业存单并未大幅增长，无证据显示银行体系资金空转 5
图 5：疫情以来非银贷款增速和非标增速出现裂口 6
图 6：疫情以来非银贷款存量和非标资产存量出现分化 7
图 7：5 月财政存款激增，由于财政存款会吸收流动性，导致资金面偏紧 7
图 8：5 月央行公开市场净投放未完全对冲政府债券缴款吸收的流动性 8
图 9：长期来看十年期国债收益率和贷款平均利率走势成正比 9
图 10：压缩存款上浮比例也可以降低银行成本 10
图 11：地方政府利息负担较重，需有效降低发债成本 10

表目录

表 1：今年信贷增速仅需 11%即可满足社融增速明显高于去年（去年社融增速为 10.7%） 3
表 2：考虑税收和资本金占用后，贷款对银行的吸引力在降低，需下调无风险利率以提高银行风险偏好 8

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。