

货币政策释放微调信号，资金面宽松空间收窄

——流动性周报第1期

行业周报

◆核心观点:

1. 央行减量续作MLF，政策面货币政策微调，资金面宽松空间收窄

4月17日央行采取“长短结合”方式，减量续作2000亿MLF，并开展1600亿逆回购操作，我们认为减量续作主要因为：一是巩固央行流动性调控“贷方”地位；二是避免资金面过度淤积；三是银行体系申请MLF需求减弱；四是预计后续TMLF将增量投放。

一季度货币政策例会和政治局经济形势分析会均传递出经济预期逐步改善，货币政策释放微调信号。我们认为，目前货币政策已进入观察期，逆周期调节力度和节奏将逐渐回归均衡，资金面宽松空间边际收窄，但资金利率也并不具备继续大幅上行空间。

2. 缴税高峰令流动性边际趋紧，后续资金市场利率有望企稳

本周受缴税高峰期影响，资金利率有所上行。随着央行适度加大资金缺口对冲、缴税高峰的逐步消退以及月末财政支出的投放，下周流动性边际趋紧态势可能得到一定程度缓解，预计隔夜利率保持在2.0-2.4%，7天利率保持在2.2-2.6%。

3. 存单市场呈现“量缩价升”，期限集中于1个月期和1年期

本周商业银行存单市场净回笼541亿元，发行期限主要集中在1个月和1年期产品，各期限发行价格较上周上行10-35bp。下周存单到期压力不大，1个月、3个月和1年期仍是银行主要需求品种。预计1-3个月期存单价格有望保持在2.4-2.8%水平，6个月和9个月期保持在2.8-3.0%水平，1年期价格保持在3.1-3.3%水平。

4. 央行指导和季节性因素使得信贷投放节奏趋缓

一季度信贷投放大幅增长之后，央行指导信贷平稳投放，要求适度控制信贷投放节奏。预计4月份以来信贷增量回落明显，但一般性存款增长总体稳定，存贷板块呈现出一定程度的资金冗余，存贷比有进一步回落迹象，非银端存款出现较好增长。初步预计4月份人民币贷款增量将较三月份出现明显回落。

5. 股市高位缩量震荡，北向资金持续净卖出

本周大盘呈现高位缩量震荡，单周成交金额为1.71万亿元，较上周下降约2200亿元。本周北向资金合计净卖出7.19亿元，连续两周实现净卖出，但规模边际收敛；南向资金净买入35.75亿元，较上周下降8.25亿元。从全月情况看，北向资金4月以来的流向已由净流入转变为净流出（共计净流出92.11亿元）。

◆风险提示:

经济复苏态势未确认，银行资产质量风险再度承压。

买入（维持）

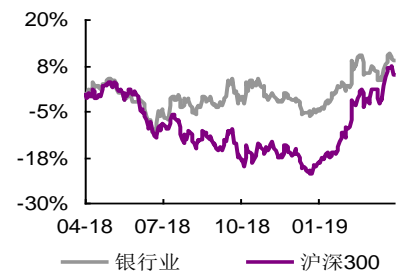
分析师

张旭 (执业证书编号: S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

联系人

周鸿运
021-52523659
zhouhongyun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

目 录

1、 央行流动性运行及财政操作	3
1.1、 央行减量续作 MLF，政策面传递货币政策预调微调信号，资金面宽松空间边际收窄	3
2、 银行间市场流动性运行	4
2.1、 缴税高峰令流动性边际趋紧，后续资金利率有望企稳	4
2.2、 存单市场呈现“量缩价升”，期限集中于 1 个月期和 1 年期	5
3、 银行业存贷款增长	6
3.1、 近期政策指导和季节性因素造成信贷投放节奏趋缓	6
4、 股票市场流动性	6
4.1、 股市高位缩量震荡，北向资金持续净卖出	6

1、央行流动性运行及财政操作

1.1、央行减量续作 MLF，政策面传递货币政策预调微调信号，资金面宽松空间边际收窄

本周迎来缴税高峰，流动性总量边际下降，资金缺口有所承压。此次，央行采取“长短结合”方式，减量续作 2000 亿 MLF，并开展 1600 亿逆回购操作，对此我们认为：

一是巩固央行流动性调控“贷方”地位。3 月末、4 月初以来，OMO 既无投放也无到期，央行的调控能力趋于弱化。此次央行减量续作 MLF，并辅之以 OMO 对冲，有助于巩固央行流动性调控“贷方”地位，增强对市场利率的调控，未来常态化 OMO 操作或将回归。

二是避免资金面过度淤积。4 月上旬市场流动性仍维持相对宽松态势，隔夜资金利率一度降至 1.4% 附近。此次央行调整流动性投放期限结构，一定程度上有助于避免资金面过度宽松，引导短端货币市场利率处于合理水平。进入 4 月下旬后，随着缴税高峰的消退和月末财政支出的投放，市场流动性边际趋紧态势有望得到缓解。

三是银行体系申请 MLF 需求减弱。申请 MLF 需要质押优质债券，并且无益于 LCR 等流动性监管指标的改善。目前，一年期 MLF 利率为 3.3%，略高于同期限存单利率 10-15bp，部分银行对 MLF 资金需求并不大，并未提出申请需求，也是本次 MLF 续作规模低于市场预期的一个原因。

四是 TMLF 增量投放概率较大。3 月末受“两增两控”考核影响，经过一季度信贷资源配置的调整，商业银行对小微企业信贷增量预计明显增加。受益于对小微企业政策扶持力度加大，一季度人民银行普惠金融口径下信用投放增幅明显，TMLF 预计较上季度有所上升。MLF 减量续作与 TMLF 增量资金投放并不矛盾，既能避免资金面过度宽松，又能确保对小微民企金融支持政策的延续性。

表 1：央行流动性投放与财政操作（亿）

	2019/4/8-2019/4/12 (上周)	2019/4/15-2019/4/19 (本周)	2019/4/22-2019/4/26 (下周)
逆回购投放	0	3000	-
逆回购到期	0	0	3000
MLF 投放	0	2000	-
MLF 到期	0	3675	-
国债到期	360	200	670
国债发行	2954	1352	0
地方债到期	394	601	149
地方债发行	551	581	908

资料来源：Wind，光大证券研究所

总体而言，近两年来在错综复杂的外部环境和国内经济下行压力明显加大的情况下，货币政策承担了较多稳增长职能。伴随着近期经济金融数据表现超出市场预期，货币政策逆周期调控效果逐步显现。为此，央行在一季度货币政策例会上作出了“国内经济呈现健康发展”的判断，并重提“把好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”、将“加大逆周期调节”改为“坚持逆周期

调节”，政治局经济形势分析会议也明确提出“适时适度实施宏观政策逆周期调节”。反映出当局对经济预期的改善，货币政策将适度予以预调微调。

不过，尽管3月经济金融数据取得了可喜的成绩，但这并不意味着货币政策已具备收紧条件，特别是年初以来信贷投放呈现明显“月末冲量”特点，实体经济有效需求的可持续改善仍需更多数据支撑，地方债加速发行、缓解小微企业融资难融资贵等问题，同样需要保持市场流动性的合理充裕。近日，国务院会议提及“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”也彰显了货币政策在保持稳健基础上仍需维持适当定向调控力度。

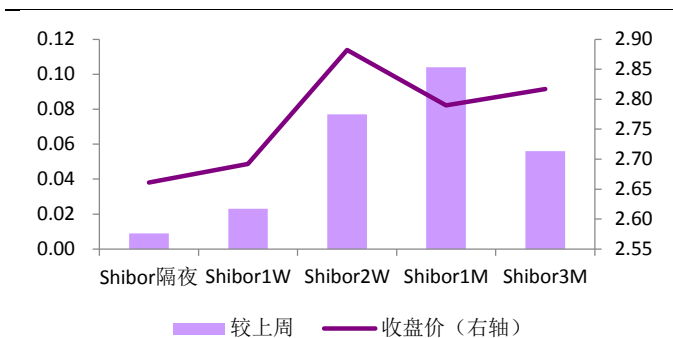
综合判断，经过前期多次降准，考虑到银行体系流动性较好，经济指标出现改善迹象，2季度CPI可能高位徘徊，我们认为目前货币政策已进入观察期，逆周期调节力度和节奏将逐渐回归均衡，资金面宽松空间边际收窄，但资金利率也并不具备继续大幅上行空间。

2、银行间市场流动性运行

2.1、缴税高峰令流动性边际趋紧，后续资金利率有望企稳

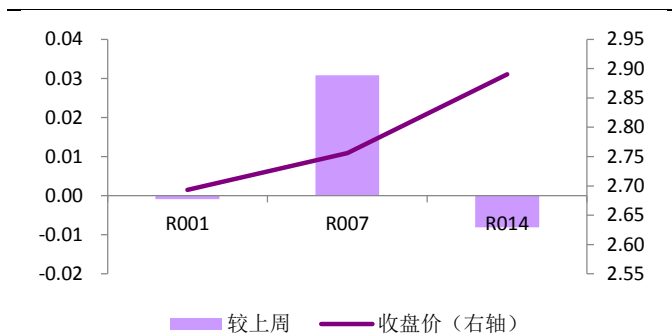
本周受缴税高峰期影响，资金利率有所上行。隔夜、7天、14天、1个月期和3个月期Shibor较上周分别上行1bp、2bp、8bp、10bp和6bp至2.66%、2.69%、2.88%、2.79%和2.82%。隔夜、7天和14天Repo较上周分别上行0bp、3bp和-1bp至2.69%、2.76%、2.89%。随着央行投放2000亿MLF，并重启逆回购操作，市场利率趋于回落。

图 1: Shibor 价格运行 (%)



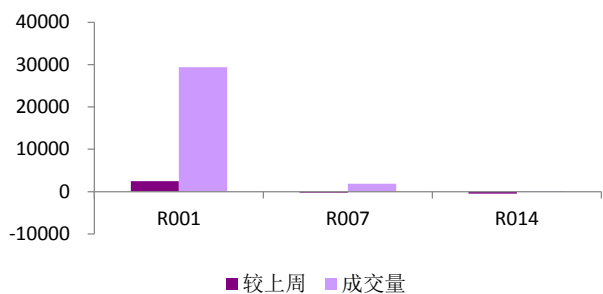
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：4月19日

图 2: Repo 价格运行 (%)



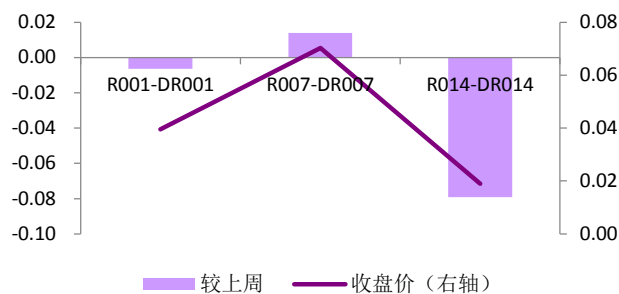
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：4月19日

图 3: Repo 成交量 (亿)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 4 月 19 日

图 4: Repo 与 D-Repo 利差 (%)



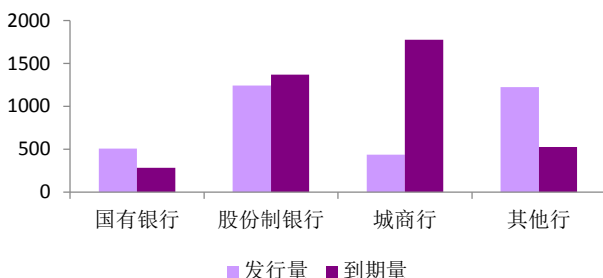
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 4 月 19 日

值得注意的是,隔夜利率一度上行至 3%,与 7 天利率形成约 20bp 倒挂,随着缴税高峰的逐步消退以及月末财政支出的投放,下周流动性边际趋紧态势有望的到缓解,预计隔夜利率保持在 2.0-2.4%, 7 天利率保持在 2.2-2.6%。

2.2、存单市场呈现“量缩价升”，期限集中于 1 个月期和 1 年期

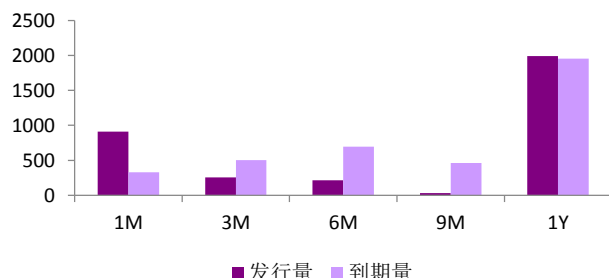
本周商业银行累计发行存单 3406 亿元，到期 3947 亿元，净回笼 541 亿元。其中，国有银行净发行 225 亿元，股份制银行发行与到期基本平衡，城商行等中小行净回笼 638 亿元。

图 5: 本周存单发行量与到期量 (按机构类型, 亿)



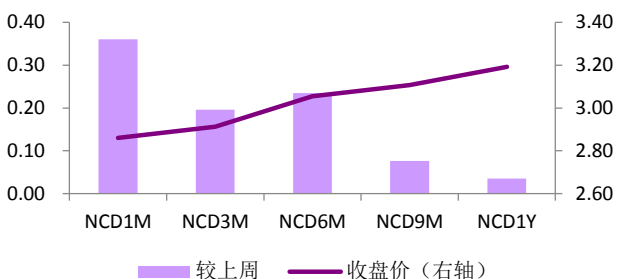
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 4 月 19 日

图 6: 本周存单发行量与到期量 (按期限结构, 亿)



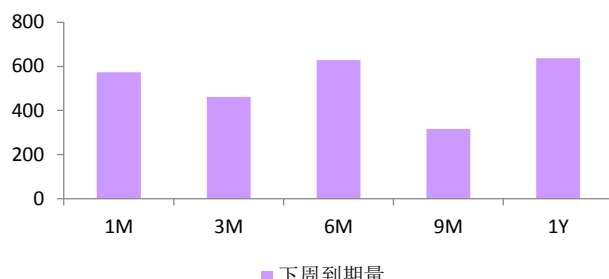
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 4 月 19 日

图 7: 本周存单发行价格 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 4 月 19 日

图 8: 下周存单到期量 (亿)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 4 月 19 日

期限结构方面，本周存单发行主要集中在1个月和1年期产品。1个月期存单发行911亿元，到期330亿元，净发行581亿元，发行价格较上周上行36bp至2.86%。1年期存单发行1991亿，到期1956亿元，净发行35亿元，发行价格较上周小幅上行4bp至3.19%。3个月、6个月和9个月期限存单发行量较小，整体实现净回笼，发行价格较上周分别上行20、24和8bp。

对于未来存单利率走势：从到期情况看，下周存单到期2618亿元，各期限到期量相对均匀，基本维持在300-600亿水平，总体压力不大；从流动性管理来看，为避免存单集中于年末时点到期以及改善NSFR指标，1个月、3个月和1年期仍是银行主要需求品种，6个月和9个月期发行需求相对有限。预计1-3个月期存单价格有望保持在2.4-2.8%水平，6个月和9个月期保持在2.8-3.0%水平，1年期价格保持在3.1-3.3%水平。

3、银行业存贷款增长

3.1、近期政策指导和季节性因素造成信贷投放节奏趋缓

从4月份以来信贷增长的情况看，整体信贷投放节奏可能较前期趋缓，具体而言：

一是受央行指导影响信贷增量环比回落。一季度商业银行新增人民币贷款5.8万亿元，创历史新高，宏观经济数据表现好于预期，逆周期调节效果逐步显现。近期政策层面指导银行适度控制信贷投放节奏。从实际情况看，4月份以来，前期季度末“冲量”信贷出现回落，消金、信用卡和按揭等零售贷款仍保持在一定强度。

二是存款增长预计尚可，非银存款贡献较大。根据过往经验，4月份，商业银行一般性存款增长预计基本稳定，对公存款预计保持良好增长势头，受月初理财产品起息等因素影响，零售存款资金迁徙预计较为明显，月末将得到部分恢复。另外，受存款季节性波动影响，银行体系可能仍缺乏有效的资金运用渠道，短期内非银存贷款增幅较快，银行体系备付率水平并不紧张。但随着月末时点的临近，银行为确保月末备付水平合理充裕，部分同业存放资金将面临赎回，非银存款预计将再度回落。

总体而言，4月份以来在央行指导和季节性因素影响下，前期“冲量”的信贷增长出现回落，预计4月全月仍可能呈现信贷“月末冲量”的特点。银行体系一般性存款增长总体稳定，存贷板块呈现出一定的资金冗余，存贷比进一步回落的同时非银存款出现大幅增长。经过一季度信贷大幅投放，预计4月新增人民币贷款将较3月份出现较大的环比下降。

4、股票市场流动性

4.1、股市高位缩量震荡，北向资金持续净卖出

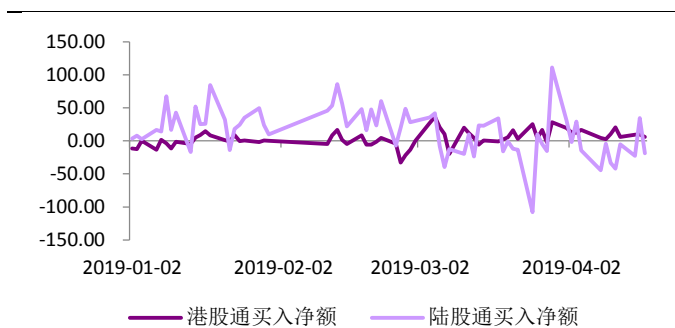
本周大盘呈现高位缩量震荡，上证指数收于3270点，周涨幅2.58%；深成指收于10418点，周涨幅2.82%；创业板收于1716点，周涨幅1.18%。本

周市场成交量有所萎缩，单周成交金额为 1.71 万亿元，较上周下降约 2200 亿元，周日均成交金额 3417 亿元，较上周减少 445 亿元。

资金流向方面，本周北向资金合计净卖出 7.19 亿元，连续两周实现净卖出，但规模边际收敛；南向资金净买入 35.75 亿元，较上周下降 8.25 亿元。从全月情况看，北向资金 4 月以来的流向已由净流入再度转变为净流出（共计净流出 92.11 亿元）。

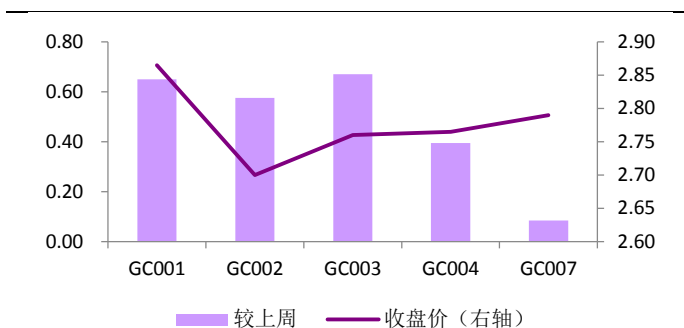
本周交易所市场资金面明显趋紧，GC001、GC002、GC003、GC004 和 GC007 等短端利率较上周分别上行 65bp、58bp、67bp、40bp 和 9bp。其中，隔夜利率上行幅度较为明显，GC001 盘中一度突破 3.5%，与 GC007 出现倒挂。整体看，本周交易所市场资金利率上行幅度明显高于银行间市场，反映出在缴税高峰期，银行向非银供给资金的成本上升，同时交易所市场受经济数据提振，融资需求也出现一定程度增加。

图 9：北向与南向资金流动情况（亿）



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：4 月 19 日

图 1：GC 价格运行（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：4 月 19 日

◆风险提示：

经济复苏态势未确认，银行资产质量风险再度承压。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼