

内外部扰动加大，“稳流动性”成为题中之意

——流动性周报第3期

行业周报

◆核心观点：

1. 近期内外部扰动加大，“稳流动性”有助于“稳金融”、“稳预期”

五一节假日后，国内外市场形势再起波澜，中美贸易摩擦再度面临升级压力，外部市场不确定性增强，国内金融市场波动剧烈。4月PMI、外贸、通胀等经济指标偏弱，金融数据出现不同程度回落，市场对未来货币政策再度转松预期增强。

2. 月初央行再度重启公开市场操作，呵护市场“母爱”渐浓

本周央行通过公开市场操作实现资金投放500亿元，主要与近期市场扰动事件有关，并非因为市场流动性状况恶化。OMO连续小幅投放是稳定市场流动性预期的短期举措，具有一定临时性、权宜性、针对性。

3. 央行宣布对符合条件的县域农商行执行定向降准

5月6日央行宣布对符合条件的县域农商行执行8%的法准率，释放增量资金2800亿元，此举将惠及7成农商行机构，规模上惠及超过6成存款。同时，我国法准体系有望逐步向“三档两优”靠拢，差异化的法准率制度将更加明显，中小银行法定存款准备金率仍有一定下调空间，后期可动态优化调节符合条件的定向降准优惠标准。

4. 央行指出货币政策完全有能力应对不确定性

央行相关部门负责人在5月10日金融数据吹风会上表示，面对内外部经济环境变化，我国货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，完全有能力应对各种内外部不确定性，这有助于从预期层面缓解市场不确定性，减弱悲观情绪传染，平滑金融市场波动。

5. 存单价格普遍回落，发行期限集中于3M和1Y

本周商业银行对3个月和1年期存单需求依然较大，分别净发行1699亿和743亿元。在NSFR达标压力下，商业银行同业资负比回升，对中长期存单发行需求主要集中在1年期，后续价格恐难有大幅回落。

6. 4月信贷投放明显回落，融资结构性冷热不均加深

4月份信贷增长平平，受“季末月初”季节性因素和调控政策影响，融资结构冷热不均现象较突出。一是大型机构在基建“补短板”方面发挥了积极作用，而中小型金融机构低风险偏好推动持续向零售端转型；二是房地产、基建与传统制造业信贷行业投向分化明显；三是区域信贷不均衡问题较突出。

7. 沪指大幅下挫，北向资金净流出174亿，创历史第二高

本周北向资金合计净流出174亿元，受近期内外市场形势变化及预期改变影响，市场情绪并不稳定，造成资金运动可测性下降。预计资金市场价格维持偏低水平将带来一定溢出效应。

买入（维持）

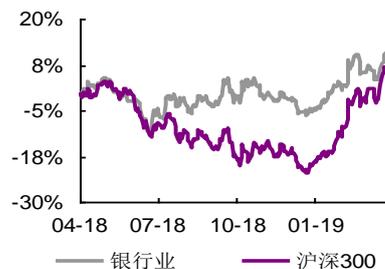
分析师

王一峰(执业证书编号：S0930519050002)
010-58452066
wangyf@ebcn.com

联系人

周鸿运
021-52523659
zhouhongyun@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

TMLF投放低于预测值，彰显央行流动性管控意图——流动性周报第2期
..... 2019-04-28

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
..... 2019-04-22

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 五一假期后央行再度重启公开市场操作	3
1.2、 央行宣布对符合条件的县域农商行执行定向降准.....	3
1.3、 货币政策完全有能力应对不确定性.....	4
2、 资金市场利率运行.....	4
2.1、 周中隔夜利率罕见跌至 1.1%	4
2.2、 存单价格普遍回落，发行期限集中于 3M 和 1Y.....	6
3、 银行业存贷款情况.....	7
3.1、 4 月信贷投放明显回落，融资结构性冷热不均加深	7
4、 股票市场流动性	8
4.1、 沪指大幅下挫，北向资金净流出 174 亿，创历史第二高.....	8
5、 风险提示.....	9

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、五一假期后央行再度重启公开市场操作

一般而言，跨月后机构资金需求下降，市场利率趋于回落，此时央行往往暂停逆回购操作以保持市场利率围绕政策利率中枢平稳运行。然而五一假期后，在公开市场操作无资金到期、月末财政支出顺延投放以及节假日后居民现金回笼等因素利好市场流动性情况下，央行仍通过公开市场操作实现资金投放 500 亿元。

近期对市场的诸多扰动事件（中美贸易摩擦升级、部分宏观数据恶化，A 股市场大幅下挫等）是促使央行保持连续 OMO 投放的主要原因，并非因为市场流动性状况恶化。OMO 连续小幅投放是稳定市场流动性预期的短期举措，具有一定临时性、权宜性、针对性。“稳流动性”是“稳金融”、“稳预期”的重要抓手。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/4/29-2019/5/4 (上周)	2019/5/5-2019/5/10 (本周)	2019/5/13-2019/5/17 (下周)
逆回购投放	-	500	-
逆回购到期	-	-	3000
MLF (TMLF) 投放	-	-	-
MLF (TMLF) 到期	-	-	1560

资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、央行宣布对符合条件的县域农商行执行定向降准

5 月 6 日央行宣布，从 2019 年 5 月 15 日起，对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域内设有分支机构但资产规模小于 100 亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为 8%。约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约 2800 亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。此次央行宣布对中小银行实施较低的存款准备金率政策，影响如下：

一是数量上惠及 7 成农商行机构，规模上惠及超过 6 成存款。数据显示，截至一季末，我国农村商业银行数量 1400 余家，共有一般存款余额约 20 万亿，若全部金融机构降准 2% 将释放增量资金约 4400 亿元，即本次定向降准政策调整红利在数量上惠及超过 70% 的农商行机构，在规模上涉及超过 60% 的存款，多数农商行因此受益。这将进一步降低农商行总体成本，增强对县域民企、小微领域的信贷支持。

二是逐步向“三档两优”靠拢，未来差异化存款准备金政策仍有释放空间。易纲行长在今年两会期间就提出过建立对中小银行较低法定存款准备金率的相关思路，认为现在的存款准备金率将逐步向三档比较清晰的框架实施，即大型银行为一档，中型银行为二档，小型银行特别是县域的农村信用社、农商行为最低的第三档。同时，在基准档次基础上，央行对金融机构实施了普惠金融定向降准（达到 I 档和 II 档分别降准 0.5 和 1.5 个百分点），并对县域农村金融机构按照新增存款一定比例用于当地贷款的考核政策降准 1 个百分点。

结合目前我国法定存款准备金率体系看，中小银行较低的法定存款准备金率政策框架仍可进一步完善，差异化的法准率制度将更加明显，包括部分股份制银行、城商行、非县域农商行和县域农商行在内的中小银行法定存款准备金率仍有一定下调空间。尤其是对于符合条件的定向降准优惠标准可以动态调节优化，进而突出对小微、民企金融资源配置的正向激励。

1.3、货币政策完全有能力应对不确定性

央行相关部门负责人在5月10日金融数据吹风会上表示，面对内外部经济环境变化，我国货币政策应对空间充足，货币政策工具箱丰富，完全有能力应对各种内外部不确定性。

从4月以来实际情况看，央行连续两次针对降准传闻辟谣，就县域农商行定向降准发表声明，再到此次对4月金融数据召开吹风会，与近期内外部扰动加大的市场环境下，市场对货币政策预期出现变化密切相关。

五一节假日后，国内外市场形势再起波澜，最重要的是，中美贸易摩擦面临升级压力，5月10日起，美国将对价值2000亿美元的中国商品关税税率进行调整，从原来的10%增加至25%，受此影响，A股市场、外汇市场波动剧烈，“稳金融”中股市、汇市出现压力。另一方面，国内近期公布的经济指标出现偏弱迹象，PMI、进出口和通胀指标均低于市场预期，“六稳”被上周五国务院会议重提。

面对错综复杂的内外形势，央行借4月金融数据吹风会之机，阐明货币政策取向并未发生变化，且完全有能力应对各种内外部不确定性，此举从性质上看亦属货币政策操作工具之一，有助于从预期层面缓解市场不确定性，降低风险情绪传染，减少金融市场波动。

2、资金市场利率运行

2.1、周中隔夜利率罕见跌至1.1%

本周跨月资金利率大幅下行，其中，隔夜、7天、14天期Shibor较上周分别下行26bp、12bp、45bp至1.83%、2.57%、2.41%。隔夜、7天和14天D-Repo较上周分别下行27bp、17bp、39bp至1.82%、2.48%、2.35%。交易所资金同样呈现宽松态势，资金价格出现普降，隔夜、2天、3天、4天和7天利率较上周分别下行61bp、63bp、66bp、51bp和58bp，下行幅度明显高于银行间市场利率。值得关注的是，本周周中DR001一度最低报1.04%，创下2015年6月30日（1.03%）以来新低，DR007同样显著下行，盘中一度跌至1.15%。从银行视角看，近期资金利率的罕见下跌与内外部环境、银行资产负债状况和市场预期密切相关。具体而言：

一是近日内外部扰动加大，货币政策着力“稳预期”。如前所述，五一节假日后，国内外市场形势再起波澜，中美贸易摩擦升级、PMI和出口等经济指标再度偏弱。受此影响，市场对货币政策转松预期增强，加之央行于节后宣布对符合条件的县域农商行执行8%的法定存款准备金率，并连续小幅开展OMO操作，进一步推动了宽松预期的强化。

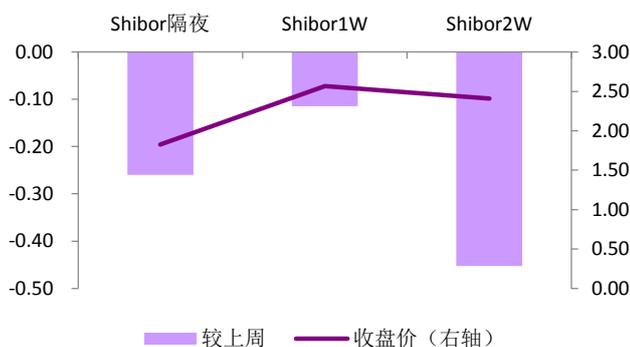
二是跨月后信贷投放不佳叠加财政支出投放顺延和节后现金回流，使得银行业备付金水平持续高位运行。五一节假日后，银行贷款投放不佳（部分

是节日因素影响)。与之不同的是，前期央行政策红利持续发酵，多次降准带来的货币乘数下行使得存款派生率进一步提升，商业银行在信贷投放趋于回落的同时，一般存款增长总体较好，存贷比持续下滑，4月份又出现反季节性的增长向好。另外，4月财政支出由于五一节假日因素而延后至月初，叠加节后现金回流以及TMLF增量资金释放，一定程度上弥补了因4月缴税高峰而造成的基础货币缺口。受此影响，近日商业银行备付金水平持续高位运行，高于正常状态。

三是资金利率与政策利率形成倒挂，非银机构杠杆率显著提升，金融市场部资金出款较为困难。截止5月8日，DR001和DR007加权平均利率为1.15%和2.19%，资金利率已与7天OMO利率(2.25%)形成倒挂，金融市场部出款意愿不强。五一节假日后，由于市场预期转松，加之跨月后隔夜利率趋于回落，中小银行和非银金融机构“滚隔夜”操作明显加大，造成短期错配大幅提升和流动性风险敞口的扩大。数据显示，5月7日和8日银行间质押式回购业务成交量均超过4万亿元，其中隔夜资金成交量高达3.6万亿元，创历史新高。在隔夜资金利率已降至极低点位的情况，未来难有进一步下行空间，导致隔夜融资需求下降，进而加剧了隔夜资金利率的下行幅度。

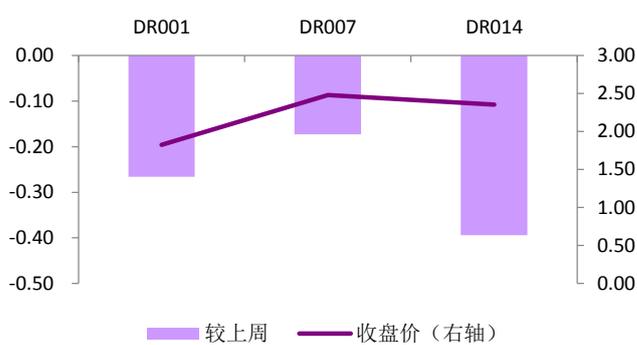
客观来看，DR001逼近1%是内外部环境变化、市场预期调整以及商业银行资产负债状况综合作用的结果，具有一定的阶段性和特殊性，正如货政司孙国峰司长在金融数据吹风会上所指，“单个时点货币市场的利率波动，并不能反映银行体系总体的流动性状况。”目前货币政策已进入观察期，将更多的基于宏观经济形势变化进行相机抉择调整。近期发布的PMI、外贸数据显示经济企稳并不牢固，而贸易谈判再度面临极大不确定性。“总量稳健、结构宽松”成为货币政策主基调，政策选择上有必要维持资金利率维持在稳态。

图 1: Shibor 价格运行 (%)



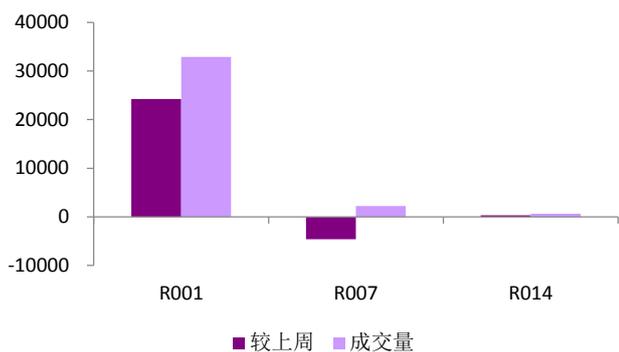
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 2: D-Repo 价格运行 (%)



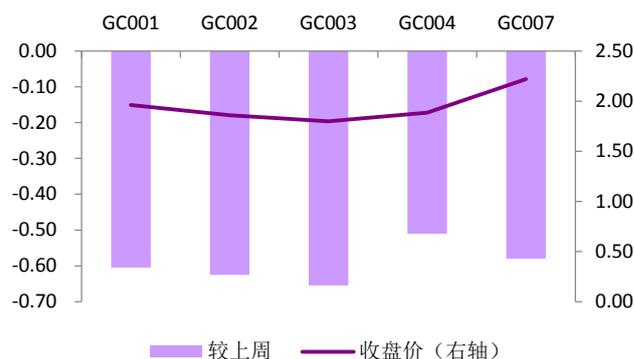
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: Repo 成交量 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

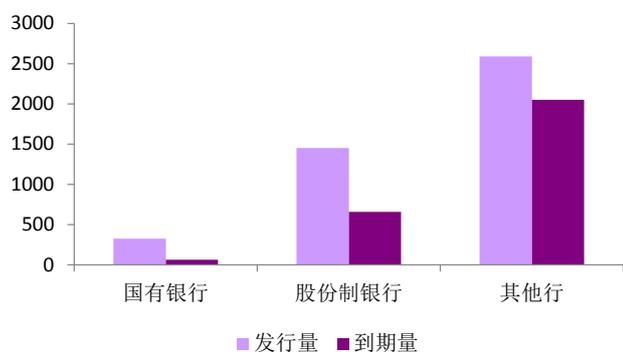
2.2、存单价格普遍回落，发行期限集中于 3M 和 1Y

本周商业银行累计发行存单 4369 亿元，到期 2770 亿元，净投放 1599 亿元，较上周增加 1624 亿元。其中，国有银行净发行 264 亿元，股份制银行净发行 796 亿元，其他中小行净发行 539 亿元。

期限结构方面，1 个月期发行 627 亿元，到期 464 亿元，发行价格较上周下行 20bp 至 2.60%；3 个月期发行 1899 亿元，到期 0 亿元，发行价格较上周小幅下行 19bp 至 2.83%。6 个月和 9 个月期限存单发行量较小，且持续净回笼，发行价格较上周下降 10bp 和 21bp；1 年期存单发行 1577 亿，到期 834 亿元，发行价格较上周小幅上行 1bp 至 3.22%。

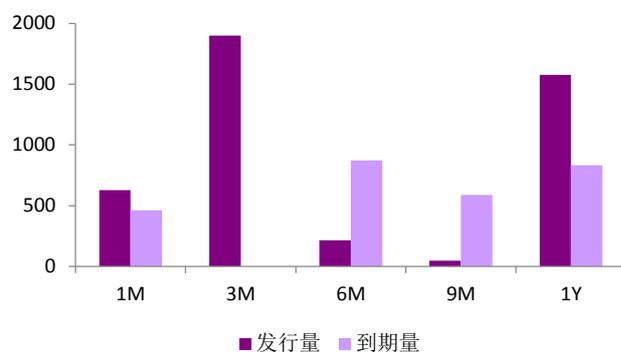
从本周发行情况看，**银行对 3 个月和 1 年期存单需求依然较大**。一方面，跨月后 3 个月存单发行有助于改善季末 LCR 指标，本周净发行量近 1900 亿元。另一方面，在各期限品种中，仅 1 年期存单价格未出现下跌，且持续呈现净发行状态，表明在 NSFR 达标压力下，商业银行同业资负比不断回升，机构对中长期存单发行需求主要集中在 1 年期，后续价格难有明显回落空间。

图 5: 本周存单发行量与到期量 (按机构类型, 亿元)



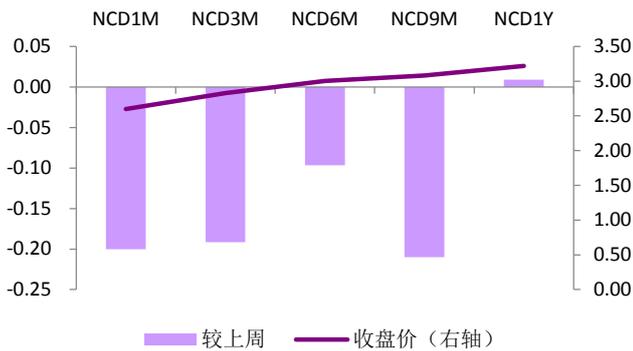
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 本周存单发行量与到期量 (按期限结构, 亿元)



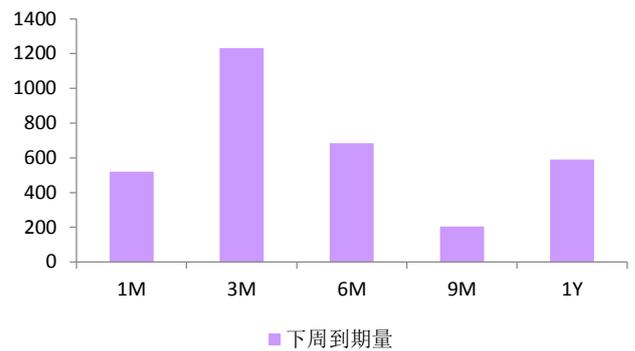
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7：本周存单发行价格（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：下周存单到期量（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、银行业存贷款情况

3.1、4 月信贷投放明显回落，融资结构性冷热不均加深

5 月 9 日，央行公布 2019 年 4 月金融数据，数据显 M2 同比增长 8.5%（前值 8.6%），4 月信贷增长 1.02 万亿（前值 1.69 万亿），社融新增 1.36 万亿（前值 2.86 万亿）。我们认为：

一是“季末月初”效应与调控影响共同导致 4 月信贷增长回落。4 月信贷投放回落既有季节性因素影响，也与政策调控有关。一般而言，经过一季度信贷投放“开门红”后，4 月信贷往往出现回落。特别是今年，股份制银行和中小行信贷投放月末冲量特点尤为明显，不排除部分金融机构依靠虚增信贷质押冲存款等方式加强季末时点核心存款留存率，进而导致 4 月初信贷加速回落。另一方面，4 月份货币政策定力增强，加大了预调微调，要求金融机构均衡信贷投放，平滑波动，也造成了贷款增长回落。

二是融资领域多方面呈现结构性矛盾。4 月份，从融资的角度看，结构性矛盾问题仍比较突出。主要表现在以下几个方面：**第一，大型金融机构和中小机构的投向矛盾。**今年以来，大型金融机构投放稳定，对公中长期贷款投放积极，大型银行因客户结构因素，在基建“补短板”方面发挥了积极作用，而中型金融机构对公信贷面临不同程度的“资产荒”，造成信贷“月初回落、月末冲高”，低风险偏好推动持续向零售端转型。小型机构受小微领域政策扶持力度加大影响，投放增长较好。**第二，房地产、基建与传统制造业的行业投向矛盾。**根据人民银行公布的一季度信贷投向报告显示，以按揭为代表的房地产业贷款维持在较高速增长，同比增长 18.7%，基建领域金融资源可得性增加，但由于工业领域“产能过剩”问题较突出，工业中长期贷款增速仅为 7.4%。**第三，区域信贷的不均衡问题可能比较突出。**从金融风险分布地图看，东北、华北、西南地区信用风险事件偏多，传统行业偏多，信用风险区域问题和行业问题双集中，而长三角、珠三角地区经济活力相对较好。但以目前银行总分支三级管理体系，信贷资源区块间分配难以快速协调，容易造成“高风险地区不敢放，但信贷额度不让渡；高增长地区想放但有缺额度”的情况。

总体来说，4 月份信贷增长平平，主要受季节性因素和调控政策影响。在不考虑季节性因素的情况下，**商业银行二季度信贷投放效率较一季度有所下降**，究其原因：一是对公贷款收益率持续下滑。尽管商业银行一季度营业收入取得了靓丽的成绩，一定程度上受到宽松市场环境以及“以量补价”因素推动，存量指标明显改善。不过，一般存款结构的恶化，以及对公信贷在产品端收益率的持续回落，则对一季度机构新发生 NII 和 NIM 形成约束，部分机构甚至有所收窄，进而导致信贷投放节奏的趋缓。二是分支机构项目储备冷热不均，信贷额度调剂与全行利益最大化难以形成有机结合，造成信贷投放效率的下降。

我们关注到信贷融资结构的冷热不均状况加深，这一方面是金融机构在自身风险偏好下的理性选择，另一方面是经济转型压力加大形势下商业银行的无奈之举。5 月初，银行间体系流动性再度淤积，隔夜质押利率连续走低至 1.1%，可能又反映出 5 月份以来部分银行贷款增长乏力，流动性存在冗余。

4、股票市场流动性

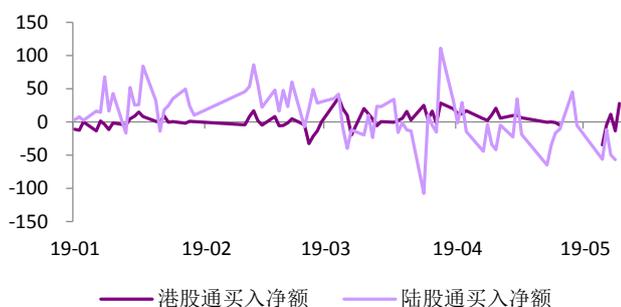
4.1、沪指大幅下挫，北向资金净流出 174 亿，创历史第二高

本周大盘大幅下挫，上证指数收于 2939 点，周跌幅 4.52%；深成指收于 9235 点，周跌幅 4.54%；创业板收于 1534 点，周跌幅 5.54%。本周市场成交量进一步萎缩，单周成交金额为 1.54 万亿元，较上周下降约 2600 亿元，周日均成交金额 3417 亿元，较上周减少 320 亿元。

资金流向方面，本周北向资金合计净流出 174 亿元，创历史第二高，较上周增加约 60 亿，且连续五周实现净流出。其中，其中沪股通净流出 152 亿元，深股通净流出 22 亿元，沪股通净流出额超过深股通净流出额约 130 亿元，这在历史上尚属首次。南向资金净流出 13 亿元，较上周增加 7 亿元。

值得注意的是，尽管五一节假日后 A 股从 3288 点一度跌破 2900 点，但 5 月 10 日 A 股大幅反弹，创业板指涨幅超 4%。受近期内外市场形势变化及预期改变影响，市场情绪并不稳定，造成资金运动可测性下降，预计资金市场价格维持偏低水平将带来一定溢出效应。

图 9：北向与南向资金流动情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：上证综合指数成交金额（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

5、风险提示

宏观经济复苏态势未确认：

如若宏观经济复苏弱于预期，银行规模增长将受到拖累，重点领域资产质量将在政策“逆周期”调节下承压，信用成本企稳下降的进程或放缓。

银行资产质量再度承压：

消费金融、小微领域坏账周期性波动和内外部市场不确定性因素均可能致使银行资产质量面临较严峻的考验，银行或为此收紧信用偏好，额外增加计提，影响到净利润。

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见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