

# 央行延续呵护市场操作，“稳预期”重要性提升

## ——流动性周报第4期

行业周报

### ◆核心观点：

#### 1. 央行超量续作 2000 亿 MLF，“锁短放长”小幅滴灌稳定市场预期

5月14日，央行开展MLF操作2000亿元，当日到期1560亿元。由于近期国内外扰动因素颇多，市场情绪波动较大，央行“锁短放长”超额投放MLF，旨在通过释放中长期稳定资金，从预期层面缓解不确定性提升造成的风险情绪波动。

#### 2. 一季度货币政策执行报告——“稳预期”的阶段性目标与“总量稳健、结构宽松”基调并行不悖

央行发布2019年一季度货币政策执行报告，报告显示：“稳预期”成为央行货币政策阶段性重要目标；在稳健基础上，仍需维持适度定向调控力度。

#### 3. 央行在香港市场成功发行离岸央票，信号意义大于实质性作用

5月15日，央行发行了3个月和1年期离岸央票各100亿元，中标利率分别为3.0%和3.1%。对于稳定人民币汇率的信号意义更强，避免形成贬值预期和过多套利盘。CNH-Hibor并未因为离岸央票发行而大幅波动，在岸与离岸汇率短期内破7概率并不大。

#### 4. 资金利率结束1%运行态势，回归稳态水平

本周资金利率结束了前期较低运行态势，是市场资金面宽松经过前期超调后逐步回归理性，在央行小幅滴灌呵护下，资金利率难有大幅上行空间，有望保持当前稳态水平。

#### 5. 1Y存单发行“量价齐涨”，后续发行需求较为旺盛

本周商业银行1年期存单需求进一步增强，单周净发行量近2000亿元，存单价格进一步小幅提升。考虑到2018年下半年低位时点发行的中长期存单将陆续到期，银行续发压力较大。同时，在二季度发行1年期存单能够起到改善今年季末和年末时点NSFR效果，预计后续1年期存单发行需求较为旺盛，价格难有明显回落空间。

#### 6. 《23号文》巩固治理乱象，信贷虚增或在5月有压缩

5月17日，银保监会发布了《“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号）。受政策规范影响，部分虚增信贷可能有所回落。预估5月上中旬信贷，对公贷款增长一般，零售贷款增势稳定，信用卡、消费贷继续增加，按揭呈现“量稳价弱”特征；存贷比存在改善空间，非存款类机构存贷款料月中增长偏暖，资金有一定淤积。同时，在低利率环境下机构加杠杆行为有所升温，通过质押票据资产融入隔夜资金，并开展转贴现业务进行套利现象值得关注。

### ◆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）

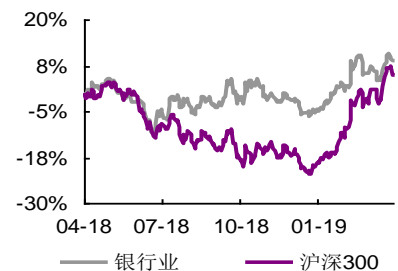
### 分析师

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

### 联系人

周鸿运  
021-52523659  
[zhouhongyun@ebcn.com](mailto:zhouhongyun@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

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  
..... 2019-05-12

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、 央行超量续作 2000 亿 MLF，“锁短放长”小幅滴灌稳定市场预期 .....	3
1.2、 一季度货币政策执行报告——“稳预期”的阶段性目标与“总量稳健、结构宽松”基调并行不悖 .....	3
1.3、 央行在香港市场成功发行离岸央票，信号意义大于实质性作用 .....	4
2、 资金市场利率运行 .....	5
2.1、 资金利率结束 1% 低位运行，回归稳态水平 .....	5
2.2、 1Y 存单发行“量价齐涨”，后续发行需求较为旺盛 .....	6
3、 银行业存贷款情况 .....	7
3.1、 《23 号文》巩固治理乱象，信贷虚增或在 5 月有压缩 .....	7
4、 风险提示 .....	8

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、央行超量续作 2000 亿 MLF，“锁短放长”小幅滴灌稳定市场预期

本周央行并未开展公开市场操作，逆回购到期 500 亿元。5 月 14 日，央行发布公告称，为对冲税期等因素影响，开展 MLF 操作 2000 亿元，当日到期 1560 亿元。

近期国内外扰动因素较多，中美贸易摩擦不确定性增强，4 月宏观经济数据趋于回落，股、债、汇均受到不同程度影响。从央行流动性投放特点看，央行在维护市场流动性合理充裕的基础上，通过小幅滴灌呵护市场的意图较为明确，但也具有临时性和针对性。一方面，五一节后，在市场流动性并未收紧的情况下，央行罕见连续小额投放 500 亿短期资金。另一方面，本周 OMO+MLF 合计到期 2060 亿元，央行“锁短放长”超额投放 2000 亿元 MLF，在确保流动性总量基本平衡的情况下，通过释放中长期稳定资金，从预期层面缓解不确定性提升造成的情绪波动。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/5/5-2019/5/10 (本周)	2019/5/13-2019/5/17 (下周)	2019/5/20-2019/5/24 (下周)
逆回购投放	500	-	-
逆回购到期	0	500	-
MLF (TMLF) 投放	0	2000	-
MLF (TMLF) 到期	0	1560	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.2、一季度货币政策执行报告——“稳预期”的阶段性目标与“总量稳健、结构宽松”基调并行不悖

5 月 17 日，央行发布 2019 年一季度货币政策执行报告，特别是在中美贸易摩擦再度升级的背景下，执行报告中的相关内容备受关注。

一是“稳预期”成为央行货币政策阶段性重要目标。一季度货币政策执行报告中针对近期风险事件频发，多次提及“加强预期引导、稳定市场预期”。随着前期逆周期调控效果逐步显现，我国经济基本面在一季度“好于预期”，一季度央行货币政策例会作出了“国内经济呈现健康发展”的判断，指出要“管好货币供给总闸门，不搞大水漫灌”，政治局会议和中央财经委会议则强调“货币政策要保持松紧适度”，反映出高层对经济预期的改善和保持政策平稳的定力。但五一节后中美贸易摩擦的再度升级大大超出市场预期，叠加 4 月国内宏观经济数据回落，市场风险情绪所有上行。因此，因风险事件造成的阶段性市场情绪波动，需要央行从预期层面加强引导，提振金融机构、企业和居民的信心，平抑金融市场波动。

二是货币政策在稳健基础上，仍需维持适度定向调控力度。与去年四季度相比，一季度货币政策执行报告重提“管好货币供给总闸门、不搞大水漫灌”。这一提法在前期高层会议上已多次强调，此次再度予以确认。我们在前期报告中已多次提出，尽管一季度宏观经济数据表现较好，但全社会宏观杠杆率的攀升和信贷投放结构性冷热不均问题仍需警惕，实体经济有效需求的实质性改善仍需更多数据支撑。经过前期多次降准，逆周期调控政策效果

逐步显现，二季度货币政策处于观察期，“总量稳健、结构宽松”是货币政策主基调，短期内再度出现以普遍“降准”形式宽松的可能性不大。央行在维持货币供给与名义经济增速基本匹配的情况下，更多通过定向调控工具（如创设 TMLF、普惠金融定向降准、针对中小银行实施较低法准率等）的实施和改善信贷投放微观约束条件（如扩容 MLF 担保品范围、创设央票互换工具支持永续债发行等），逐步疏通货币政策传导渠道。

三是货币政策透明度增强，提振市场信心。一季度货币政策执行报告含 6 个专栏，从政策取向到相关制度建设，向市场传递了货币政策操作的相关信息。具体而言：

专栏 1《以适度的货币增长支持高质量发展》和专栏 6《结构性去杠杆与稳健的货币政策》阐述了央行货币政策的取向和目标，**关键在于理解稳健货币政策的核心要义—松紧适度**。松紧适度意味着货币政策在保持总体稳健的基础上，根据宏观经济、物价水平和金融市场运行情况进行相机抉择动态调整。目前我国名义 GDP 增速（实际 GDP+CPI）基本保持在 8.5-9.0% 区间，而 M2 同比增速位于 8.5% 上下，货币供应量能够保证宏观杠杆率基本稳定，但低于过去经验形成的中国版“泰勒规则”，央行对此予以了解释。另一方面，稳健的货币政策要为结构性去杠杆提供适宜的货币金融环境，即在去杠杆已取得阶段性成效的情况下，坚持总体稳杠杆和结构性去杠杆的有序推荐，避免采取“一刀切”的方式引发宏观杠杆率的大幅波动而产生金融次生风险。

专栏 2《三档两优存款准备金率新框架》和专栏 3《稳妥推进利率两轨并一轨》主要从量价两个方面阐述了央行完善货币政策操作框架的制度建设。对于“三档两优”法准率框架，我们在《县域农商行降准：“总量稳健+结构宽松”将成为货币政策主基调》中指出，未来差异化的法准率制度将更加明显，包括部分股份行、城商行、非县域农商行等金融机构法准率仍有一定下调空间，尤其是对符合条件的定向降准优惠标准，可以进行优化调节，突出对小微民企金融资源配置的正向激励。对于利率并轨问题，我们认为，推进利率并轨不仅需要选择适应的市场环境，更需要在相关配套制度上加以完善，包括激活政策利率作为“利率锚”的价格引领功能以及建立存贷款参考利率体系，增强与政策利率相关性等。结合专栏 3 的相关内容看，未来 LPR 有可能更富弹性，逐步成为金融机构贷款定价的重要参考。但考虑到目前以 LPR 定价的金融产品较少、LPR 定价形成机制不完善、LPR 与市场利率相关性不高，未来仍需进一步优化 LPR 定价机制建设。

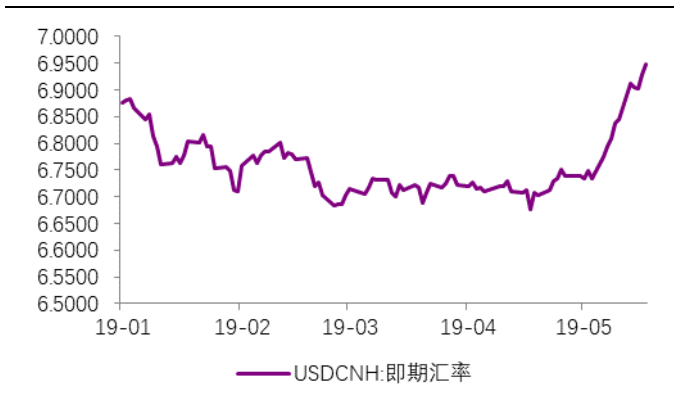
### 1.3、央行在香港市场成功发行离岸央票，信号意义大于实质性作用

5 月 15 日，央行通过香港金融管理局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台招标发行了 3 个月和 1 年期央票各 100 亿元，中标利率分别为 3.0% 和 3.1%。年初以来，央行已累计发行离岸央票共计 400 亿元。

央行发行离岸央票对于稳定人民币汇率的信号意义更强，避免形成贬值预期和过多套利盘。一方面，离岸金融市场更容易受到外部因素冲击，从五一节后人民币汇率运行情况看，离岸汇率率先跌破 6.9 关口，与在岸汇差的扩大形成了一定套利空间。另一方面，目前香港境内金融机构人民币存款规模超过 6000 亿元，200 亿元央票发行对离岸资金池的抽紧作用有限，主要是

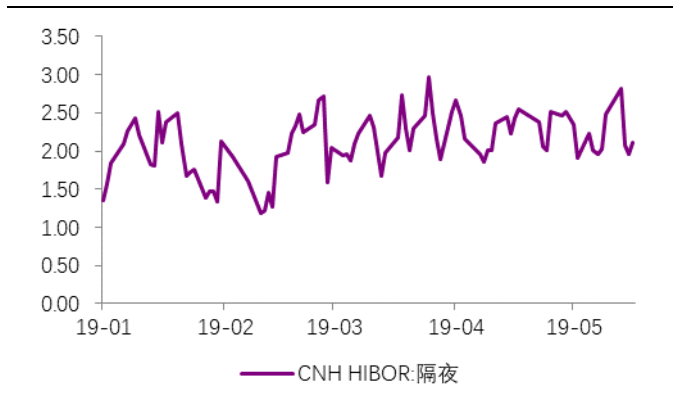
向市场传递央行维护 CNH 的决心，信号意义大于实质性作用。从执行效果看，离岸人民币短期拆借利率 CNH-Hibor 并未因为离岸央票发行而大幅波动，在岸与离岸汇率结束了快速下跌态势，短期内破 7 概率不大。

图 1：离岸人民币兑美元即期汇率收盘价(%)



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：CNH-Hibor 运行(%)



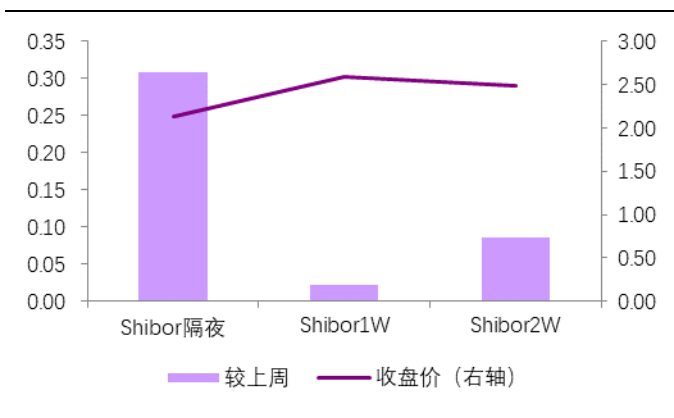
资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、资金市场利率运行

### 2.1、资金利率结束 1%低位运行，回归稳态水平

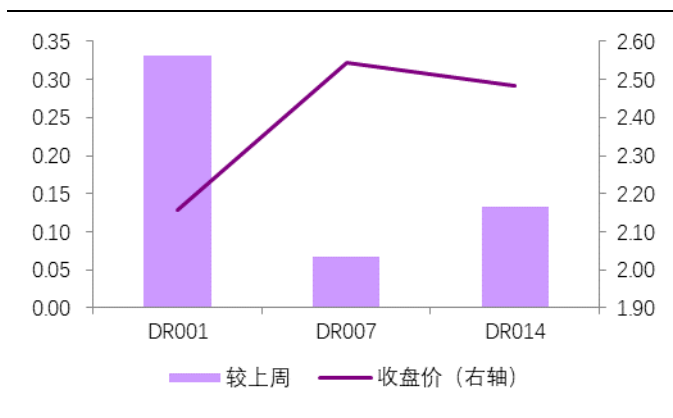
本周在定向降准增量释放 1000 亿资金以及 MLF 超额续作呵护下，流动性依然保持合理充裕，但资金利率结束了低位运行态势，逐步回归稳态水平。其中，隔夜、7 天、14 天期 Shibor 较上周分别上行 30bp、2bp、9bp 至 2.13%、2.59%、2.49%。隔夜、7 天和 14 天 Depo 较上周分别上行 33bp、7bp、13bp 至 2.16%、2.55%、2.48%。GC 利率同样呈现上行态势，隔夜和 7 天利率较上周分别上行 57bp 和 36bp。总体而言，尽管本周各期限资金利率均出现不同程度上行，但这并不意味着流动性的趋紧，而是市场预期经过前期宽松超调后回归常态，在央行流动性小幅滴灌呵护下，预计资金利率难有大幅上行空间，有望保持当前稳态水平。

图 3：Shibor 价格运行 (%)



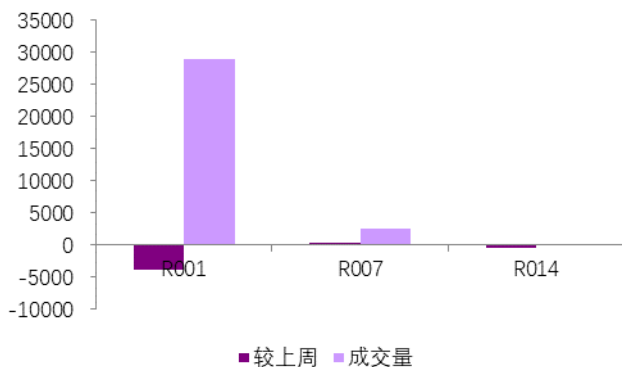
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：D-Repo 价格运行 (%)



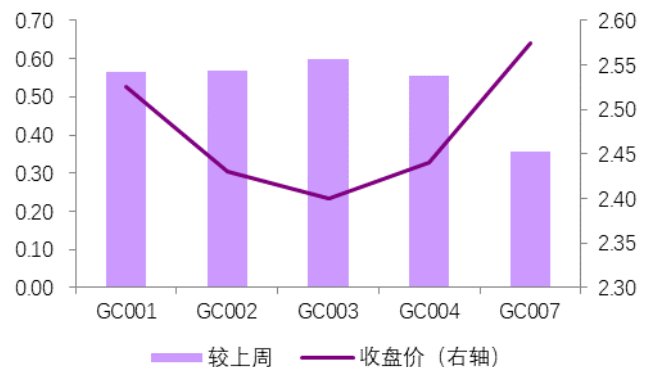
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5: Repo 成交量 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 2.2、1Y 存单发行“量价齐涨”，后续发行需求较为旺盛

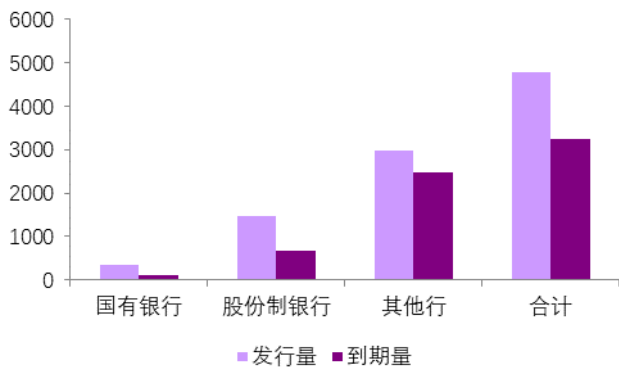
本周商业银行累计发行存单 4780 亿元，到期 3238 亿元，净投放 1542 亿元，较上周增基本持平。其中，国有银行净发行 244 亿元，股份制银行净发行 811 亿元，其他中小行净发行 487 亿元。

期限结构方面，1 个月期发行 468 亿元，到期 523 亿元，发行价格较上周下行 12bp 至 2.48%；3 个月期发行 1077 亿元，到期 1232 亿元，发行价格较上周小幅上行 10bp 至 2.93%。6 个月和 9 个月期限存单发行量较小，且持续净回笼，发行价格较上周上行 12bp 和 3bp；1 年期存单发行 2549 亿，到期 590 亿元，发行价格较上周小幅上行 3bp 至 3.25%。

从本周发行情况看，**银行 1 年期存单需求进一步增强，单周净发行量近 2000 亿元，存单价格进一步小幅提升。**年初以来，银保监会针对 NSFR 计算规则进行了调整，将银行理财产品折算系数由 2.5% 提升至 5%，进而增加了所需稳定资金规模，造成商业银行特别是安全边界普遍较低的股份制银行存在达标压力，机构对于补充中长期市场化资金意愿提升。在具体期限品种选择上，6 个月期存单改善效果有限，9 个月期存单到期日落入春节前后，并非最佳时点，**商业银行更倾向于发行 1 年期存单化解 NSFR 达标压力。**

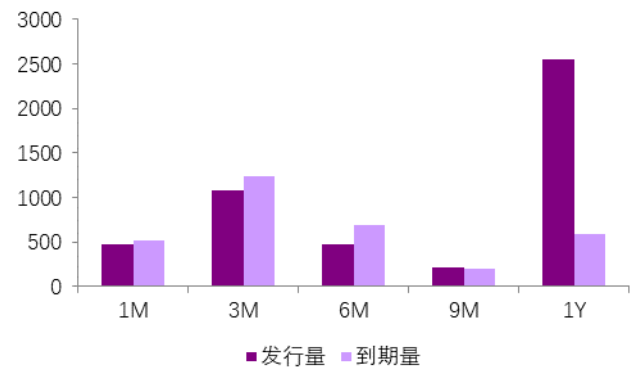
从目前情况看，商业银行近期明显加大了 1 年期存单发行力度，考虑到 2018 年下半年低位时点发行的中长期存单将陆续到期，银行续发压力较大。同时，在二季度发行 1 年期存单能够起到改善今年季末和年末时点 NSFR 效果，预计后续 1 年期存单发行需求较为旺盛，价格难有明显回落空间。

图 7：本周存单发行量与到期量（按机构类型，亿元）



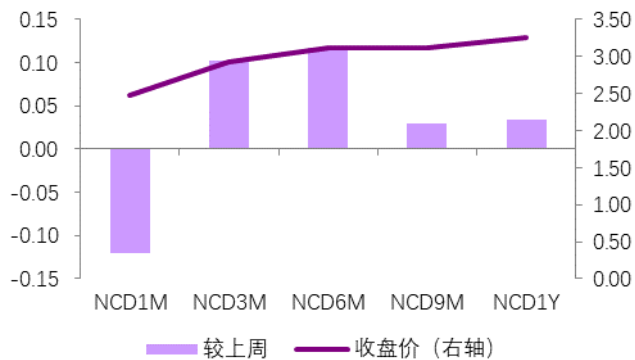
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：本周存单发行量与到期量（按期限结构，亿元）



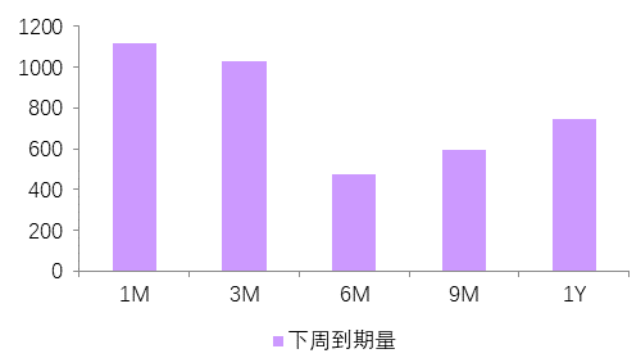
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：本周存单发行价格（%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 10：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、《23 号文》巩固治理乱象，信贷虚增或在 5 月有压缩

5 月 17 日，银保监会发布了《“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号）。其中，文件要求金融机构检查：“①个人综合消费贷款、经营性贷款、信用卡透支等资金挪用于购房；②向从事转贷或投资套利活动为主业的客户提供融资；③利用票据业务调节存贷款规模及资本占用等监管指标；④以利率倒挂等形式办理贴现业务，开展资金套利。”等方面。应当指出，23 号文合规检查问题既有老问题的“回头看”，也有“三三四十”治理乱象之后，乃至今年以来出现的新问题。我们认为，以上摘录的四点问题实际业务操作中存在，未来受规范影响，部分虚增信贷可能有所回落。针对银行业 5 月上中旬信贷情况，我们推测：

一是对公贷款增长一般，零售贷款增势稳定。前期我们多次提及，今年以来信贷投放存在结构性矛盾，融资领域“冷热不均”，银行业风险偏好仍低，合意信贷需求不足，再叠加存在的月末“冲存款”，不少机构信贷投放

呈现出“月初回落、月末冲高”的特点。5月份，无论是监管趋严还是近期规律都指向虚增信贷的减弱，这会对5月份对公贷款增长形成影响，料5月对公信贷截至目前较为一般。反而银行信贷向零售领域倾斜具有趋势性，消费类短贷和信用卡增长稳定。融360公司发布的4月份房贷市场报告显示，4月份全国首套房贷利率为5.48%，较上月回落8BP，连续5个月出现下滑。这从侧面说明，银行体系对于按揭贷款支持态度明确，预计2019年全年都将呈现“量稳价弱”的特征。按揭价格走低同样有助于稳定住房消费需求。

**二是存贷比存在改善空间，非存款类机构存贷款料月中增长偏暖。**受虚增信贷回落影响，比如月末超短期信贷质押存款等行为减弱，会同时影响存贷款增长。今年以来，银行体系增量存贷比趋于回落，4月底财政拨付顺延至5月初所造成的资金市场价格低位，从侧面印证了存款增长态势比贷款更为稳定，有可能对存贷比形成下拉影响。另一方面，若5月信贷依然维持“月初回落特点”，则受流动性充裕影响，预计非存款类机构存贷款大幅增长，资金淤积现象突出。同时，在极低的资金利率环境下机构加杠杆行为有所升温（5月7日和8日单日回购交易量突破4万亿元），特别是通过质押票据资产融入隔夜资金，并开展转贴现业务进行套利现象值得关注。

总体而言，目前资金来源已非制约银行存贷业务的主要因素，在资金利率低位运行以及缺乏有效资金运用渠道的情况下，资金淤积造成的各种套利现象再度值得重视，银行加速向零售领域转型在全年将保持一定强度。

## 4、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与, 也不, 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。

## 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