

# 从“稳流动性”到“稳预期”，央行呵护市场意图明显

## ——流动性周报第7期

行业周报

### ◆核心观点：

#### 1. 央行超量续作MLF，同业市场好转，管理层多措并举以“稳流动性”来“稳预期”

上周在包商事件和资金集中到期影响下，中小银行流动性管理压力持续加大。为此，央行超量续作5000亿元MLF呵护市场，同时金融委办公室召开会议，传递了同业市场已明显好转信号。总体而言，面对年中基础货币缺口承压和风险事件引发的一系列连锁反应，央行尚无意于通过“大水漫灌”来解决，货币政策更多从“稳流动性”入手，通过基础货币投放的“连续小幅滴灌、锁短放长”以及增强与市场沟通等方式，逐步恢复市场信心。

#### 2. 跨月后银行间与交易所市场利率呈现分化，中小机构资金可得性较低

上周银行间市场资金利率普遍下行，银行间利率与交易所利率出现一定分化，反映出中小银行和非银机构资金可得性依然较低。受包商银行事件影响，市场风险偏好普遍回落，中小机构在银行间市场有报价而无成交，银行间回购利率未能真实反映流动性结构失衡情况，中小机构进而转向交易所融资。

#### 3. 存单发行大幅缩量，存单价格易上难下

上周存单发行量大幅缩量，发行期限仍集中在1年期。总体来看，包商银行被接管事件至今，银行存单发行规模骤减，特别是中小银行实际发行规模占计划发行规模比重下降较多，二级市场存单流转有所冻结。考虑到本周存单到期量已进入高峰期，预计存单价格总体易上难下。

#### 4. 预计5月新增人民币信贷1~1.2万亿，“不温不火”

受益于4月份以来的环比低基数，5月份季节性效应较弱，对公信贷领域料保持平稳增长，但对公中长期信贷需求仍难言乐观。零售信贷预计仍保持稳健增长势头，新的增长点仍在个人按揭、信用卡、和综合消费金融领域。未来房地产领域融资趋严，预计1季度为房地产融资环境最宽松的时期，后续房地产领域融资将陆续回落。由此可能对按揭及开发贷产生影响。票据融资预计较为平稳，可能录得小幅正增长，监管检查使得月末冲量效应将消退。需重点关注包商银行事件后，5月下旬可能因为需要满足流动性备付而造成中小银行信贷投放暂时性放缓。

#### 5. 5月货币增速较为平稳，但银行业流动性指标开始承压

预计5月份广义货币增速能够维持在8.5~8.6%左右，金融体系超额备付率水平因风险事件高于常态。未来，信贷增速与货币增速差又会带来流动性管理压力，特别是在“假”结构性存款受挤压、智慧存款被叫停的背景下，金融体系流动性不平衡可能再度出现，中小银行一般性存款增存稳存困难。6月份银行体系LCR等流动性管理指标将逐步承压。

### ◆风险分析：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）

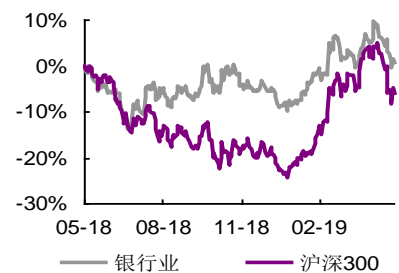
### 分析师

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

包商银行事件持续发酵，中小银行流动性管理压力加大——流动性周报第6期  
2019-06-02  
问题金融机构处置或影响流动性结构——流动性周报第5期  
2019-05-27  
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  
2019-05-19  
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 MLF，同业市场好转，管理层多措并举以“稳流动性”来“稳预期” .....	3
2、 资金市场利率运行.....	3
2.1、 跨月后银行间市场利率与交易所市场利率呈现分化态势，中小机构资金可得性较低.....	3
2.2、 存单发行“量缩价升”，后续到期续作面临较大压力.....	4
3、 银行业存贷款情况.....	5
3.1、 预计 5 月新增人民币信贷 1~1.2 万亿，“不愠不火” .....	5
3.2、 货币增长亦较为平稳，但银行流动性指标开始逐步承压.....	6
4、 风险提示.....	6

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、央行超量续作 MLF，同业市场好转，管理层多措并举以“稳流动性”来“稳预期”

上周包商银行事件引发的一系列连锁反应仍在持续，中小银行存单发行量下滑，叠加年中资金大考影响，金融机构流动性管理压力明显加大，为此央行多措并举维稳市场。一方面，上周市场资金到期量较大，OMO+MLF 合计到期近万亿元。为对冲资金到期、政府债券发行缴款等因素的影响，央行开展了 2100 亿元逆回购，并于 6 月 6 日在对当日到期的 4630 亿元 MLF 等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，总投放量 5000 亿元。

另一方面，近日金融委办公室召开会议，研究维护同业业务稳定工作。参会银行表示，“虽然前几天同业市场出现一些波动，但目前已经明显好转，下一步对其他中小银行开展的同业业务规模将保持稳定，自觉维护市场秩序。”人民银行将运用多种货币政策工具，保持金融市场流动性合理充裕，并对中小银行提供定向流动性支持。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/5/27-2019/5/31 (上周)	2019/6/3-2019/6/6 (本周)	2019/6/10-2019/6/14 (下周)
逆回购投放	5300	2100	-
逆回购到期	1000	5300	2100
MLF (TMLF) 投放		5000	-
MLF (TMLF) 到期		4630	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

年中时点是传统流动性趋紧月份，资金利率一般趋于上行。今年 6-8 月 MLF 到期量超过 1.8 万亿元，地发债仍有近万亿的发行任务。另一方面，包商银行被接管事件引发的一系列连锁反应仍在持续，中小银行一级市场存单发行难度加大，二级市场上部分中小行存单和银行承兑汇票流转“冻结”，导致中小银行面临流动性管理压力较大，此外还得应对货币基金赎回和同业存款提支需求。

目前，面对基础货币承压和风险事件引发的一系列连锁反应时，央行尚无意图通过“大水漫灌”来解决，货币政策更多从“稳流动性”到“稳预期”入手，通过基础货币投放的“连续小幅滴灌”、“锁短放长”和增强与市场沟通等方式，促进市场信心恢复。

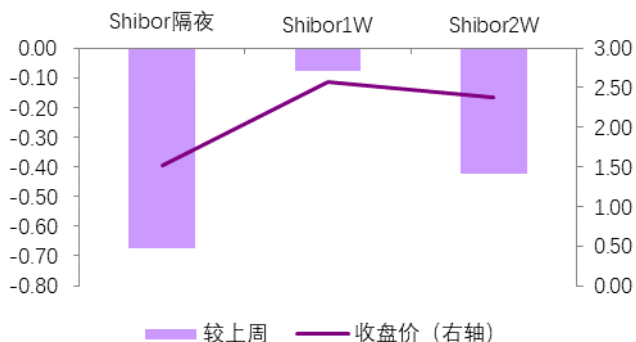
## 2、资金市场利率运行

### 2.1、跨月后银行间市场利率与交易所市场利率呈现分化态势，中小机构资金可得性较低

上周央行超量续作 5000 亿元 MLF，并对中小银行开展增量资金操作，呵护市场意图较为明显，资金利率普遍下行。其中，隔夜、7 天、14 天期 Shibo 较前周分别下行 67bp、8bp、42bp 至 1.52%、2.57%、2.38%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 64bp、13bp、38bp 至 1.52%、2.50%、2.29%。

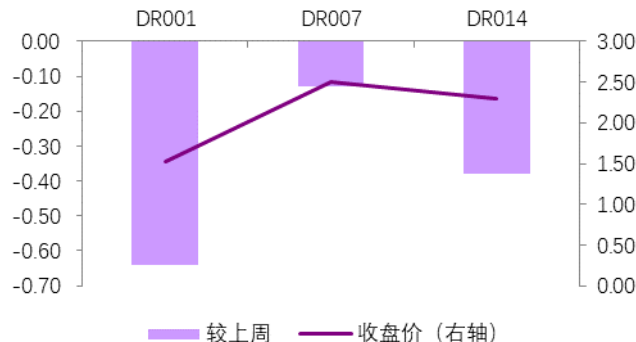
与之相对应的是，上周交易所资金利率并未出现明显回落，其中隔夜、2天、3天利率较前周上行3bp、13bp和2bp，4天和7天利率较前周分别下行7bp、和2bp。银行间市场资金利率与交易所市场资金利率的分化，反映出中小银行和非银机构资金可得性依然较低。受包商银行事件影响，市场风险偏好普遍回落，中小机构在银行间市场报价多而成交少，导致银行间回购利率未能真实反映流动性结构失衡情况，驱动中小机构进而转向交易所融资。

图 1: Shibor 价格运行 (%)



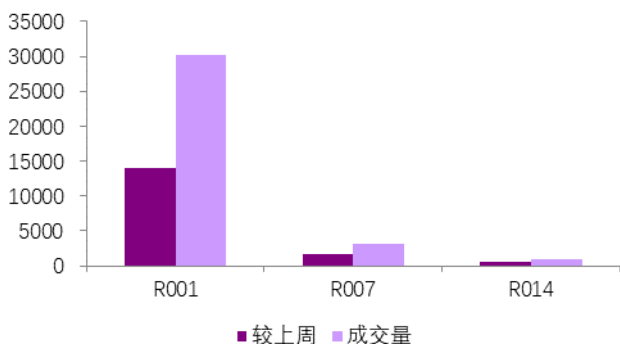
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 6 日

图 2: D-Repo 价格运行 (%)



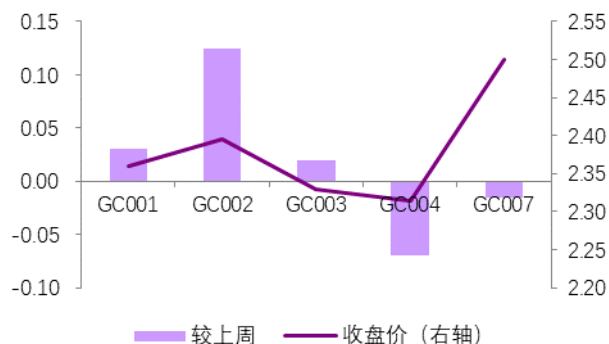
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 6 日

图 3: Repo 成交量 (亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 6 日

图 4: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 6 日

## 2.2、存单发行“量缩价升”，后续到期续作面临较大压力

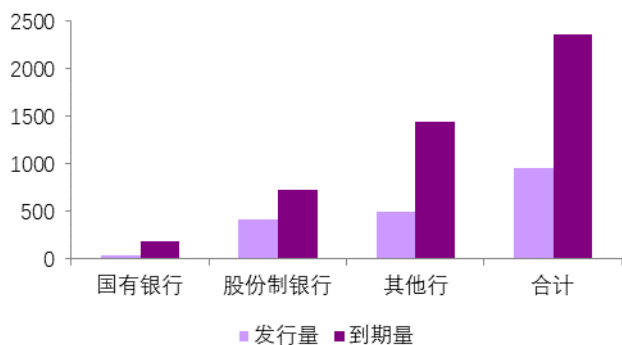
受包商银行事件影响，上周存单发行量大幅缩量，商业银行累计发行存单 963 亿元，到期 2369 亿元，净回笼 1406 亿元。其中，国有银行净回笼 155 亿元，股份制银行净回笼 307 亿元，其他行净回笼 943 亿元。

期限结构方面，上周存单发行主要集中在 1 年期。1 个月期发行 177 亿元，到期 280 亿元，净回笼 103 亿元，发行价格较前周上行 4bp 至 2.90%，3 个月期发行 162 亿元，到期 558 亿元，净回笼 396 亿元，发行价格较前周小

幅上行 10bp 至 2.95%。1 年期存单发行 490 亿，到期 276 亿元，净发行 214 亿元，发行价格较前周持平于 3.25%。6 个月和 9 个月期限存单发行量较小，整体实现净回笼，发行价格较前周基本持平。

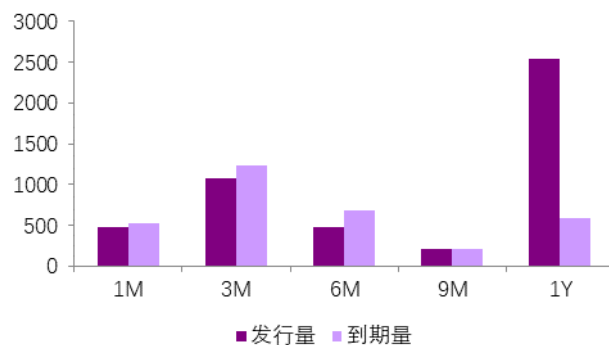
总体来看，包商银行被接管事件至今，银行存单发行规模骤减，特别是中小银行实际发行规模占计划发行规模比重大幅下降，二级市场存单流转陷于“冻结”。在此形势下，考虑到本周存单到期量已进入高峰期，预计存单价格总体易上难下。

图 5：本周存单发行量与到期量（按银行类型，亿元）



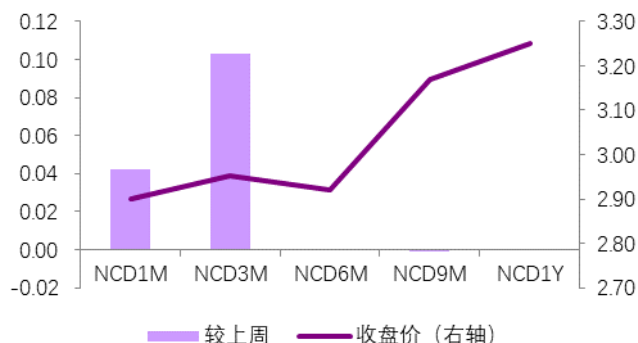
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：本周存单发行量与到期量（按发行期限，亿元）



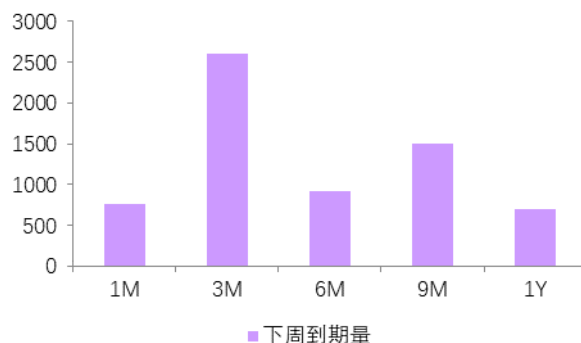
资料来源：Wind，光大证券研究所

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、预计 5 月新增人民币信贷 1~1.2 万亿，“不愠不火”

5 月份预计新增人民币信贷 1~1.2 万亿，保持“不愠不火”。信贷结构方面：受益于 4 月份以来的环比低基数，5 月份季节性效应较弱，

对公信贷领域料保持平稳增长，总体结构好于受一季度末影响较大的 4 月份。但高频数据显示，5 月份对公中长期信贷需求仍难言乐观。根据光大证券宏观组预测：5 月份基建投资投资同比增速在 3.5% 左右，5 月单月为负



增长，工业生产和利润将出现双回落。受此影响，预计5月份对公信贷中短期流贷增加较多，而中长期项目类信贷可能增长仍较为一般。

**零售信贷**预计仍保持稳健增长势头，新的增长点仍在个人按揭、信用卡、和综合消费金融领域。未来需关注的重点在于：（1）根据中指研究院数据显示，5月份百城住宅均价环比上涨0.24%，涨幅略有回落；5月楼市整体稳中有落，重点18城销售额环比小幅回落3.2%（2）另据《21世纪经济报道》提及“监管部门将收紧部分房企公开市场融资，包括债券及ABS产品。”

（3）银保监会《23号文》要求检查房地产融资状况，主要涉及“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；资金通过影子银行渠道违规流入房地产市场；并购贷款、经营性物业贷款等贷款管理不审慎，资金被挪用于房地产开发。”受以上事件影响，我们预计1季度为房地产融资环境最宽松的时期，后续房地产领域融资将陆续回落。由此可能对按揭及开发贷产生影响。

**票据融资**预计较为平稳，有可能录得小幅正增长。根据今年以来的经验显示，中小银行月内通过票据冲量特征明显，但在监管检查通过票据调节信贷规模和资本占用等监管指标后，预计票据信贷增长归为常态。5月维持小幅正增长，月末冲量效应将消退。

特别值得指出的是，包商银行事件在5月24日发生以来，中小银行遇到了较大的结构性流动性不平衡问题，5月下旬很可能因为需要满足流动性备付而造成中小银行信贷投放暂时性放缓。6月份需要重点观测中小银行服务实体经济和对于小微信贷的投放状况。

### 3.2、货币增长亦较为平稳，但银行流动性指标开始逐步承压

预计5月份广义货币增速能够维持在8.5~8.6%之间，货币增量与信贷增长大体相当。5月末，央行为对冲包商银行事件影响，保证平稳跨月，相对多投放了部分基础货币。但是我们预计5月末金融体系超额备付率水平因风险事件应高于常态。

二季度以来，央行货币政策维持大体稳定，受中美贸易摩擦升级影响而将“稳流动性”置于更加重要的位置。从金融体系的运行情况看，1~4月份存贷款增长较好，银行体系增量存贷比趋于下降，LCR等流动性管理指标压力不大。但随着时间得推逝，信贷增速与货币增速差又会带来流动性管理压力，特别是在“假”结构性存款受挤压、智慧存款被叫停的背景下，金融体系流动性不平衡可能再度出现，中小银行一般性存款增存稳存困难。再叠加包商事件的影响，中小银行除短期面临流动性接续问题，更长期的看是面临资产负债结构的深度调整。受此影响，我们认为6月份银行体系LCR等流动性管理指标将逐步承压，后续需要对冲手段予以缓解。

## 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