

全球货币宽松再起，央行多渠道化解流动性传导梗阻

——流动性周报第9期

行业周报

◆核心观点：

1. 美联储释降息信号，全球央行或启动“降息”，国内货币政策余地加大

美联储6月议息会议声明尽管维持FFR不变，但释放了一定宽松信号，美联储年内降息或许已在路上，9月和12月是可能的时点。美国无风险利率大幅下行令我国货币政策操作更具灵活性，但并不意味着央行会完全跟随美联储节奏调整。从中期看，在“稳增长、调结构”之间，我国货币政策存在进一步宽松的需要，化解金融风险、增强债务可持续性也需要控制银行体系总负债成本，年内我国无风险利率下行概率较大。

2. “流动性分层”压力有所缓解，央行延续“小幅滴灌+精准引流”模式，借道头部券商支持非银机构流动性，短期内降准概率不大

包商银行事件引发的连锁反映仍在持续，市场“流动性分层”现象尤为明显，大中小金融机构间流动性“冷热不均”，中小银行融资造血功能受阻，非银机构流动性压力持续高位，风险偏高的结构化融资问题暴露。货币政策操作延续了“小幅滴灌+精准引流”模式，助力半年末资金面稳定和改善非银机构流动性困局。目前市场流动性总量充裕，大水漫灌无益于解决结构性问题，预计短期内央行再度降准的概率不大，流动性投放仍以“小幅滴灌”为主。

3. 隔夜利率再度降至1%附近，短期流动性充裕

本周资金利率变化呈现两方面特点：一是隔夜利率再度降至1%附近，在“流动性分层”下，低利率形成的流动性宽松“幻觉”难以准确反映出流动性“冷热不均”。二是GC和Depo出现分化，反映当前中小银行和非银机构“融资难”问题较大。

4. 存单发行结束净回笼，低评级存单实际发行比例出现回暖

本周存单发行结束了连续两周净回笼状态，单周发行规模超过6000亿元，净发行超过2000亿元，创二季度以来新高。低评级存单发行成功率出现提升，反映出随着央行针对中小银行增加再贴现和SLF额度3000亿元，存单、票据等资产纳入抵押品范围，以及加强对中小银行存单发行的增信力度，一定程度上起到了纾困中小银行流动性的效果。

5. 预计6月份存贷款增长形势较稳固

虽然实体经济有效需求不足问题依然存在，但6月对公信贷可能小幅冲高；零售信贷消金、卡贷等场景化短贷延续较好增长态势，按揭贷款具有相对稳定的投放基础，但不排除部分热点城市按揭贷款定价调控升级倾向；对非银机构贷款6月前半段预计总量收缩，但亦存在少部分机构扩张获利，6月下旬预计融出增加。未来，包商事件可能导致资金供给主体向上迁徙，大中型银行将承担更多信贷任务。6月份存款增长形势预计较好，存款冲高早于预期，未来控制高成本存款增长意义更大。

◆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

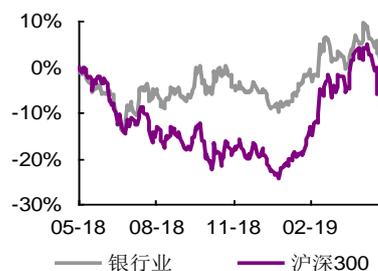
联系人

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

从“补水”到“引流”，多措并举缓解“流动性分层”压力——流动性周报第8期2019-06-06
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

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

问题金融机构处置或影响流动性结构——流动性周报第5期

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

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

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

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、 全球央行欲启动“降息”按钮，国内货币政策回旋余地加大.....	3
1.2、 “流动性分层”压力有所缓解，央行延续“小幅滴灌+精准引流”模式，借道头部券商支持非银机构流动性，短期内降准概率不大.....	4
2、 资金市场利率运行.....	5
2.1、 隔夜利率再度降至 1% 附近，短端流动性充裕.....	5
2.2、 存单发行结束净回笼，低评级存单实际发行比例出现回暖.....	6
3、 银行业存贷款情况.....	7
3.1、 料 6 月以来存贷款增长形势较稳固.....	7
4、 风险提示.....	8

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、全球央行欲启动“降息”按钮，国内货币政策回旋余地加大

6月20日美联储召开6月议息会议，决定维持联邦基金目标利率区间2.25%-2.50%不变，但释放了一定“降息”信号，表现为：

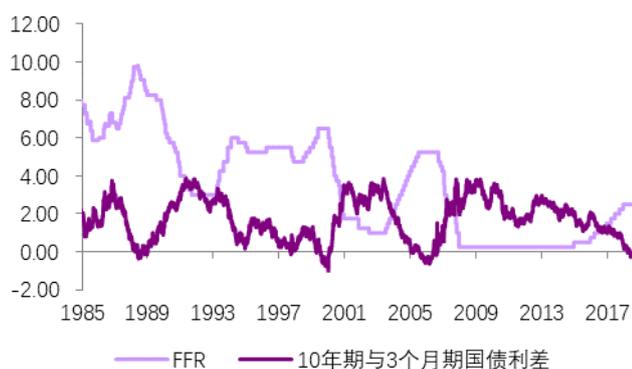
一是联储票委首现降息票，点阵图显示年内降息两次。此次议息会议共9位票委支持维持利率不变，但圣路易斯联储主席投了反对票，这也是年内首次出现支持降息的投票。除此之外，利率点阵图显示大部分官员认为年内需要降息，有7位票委认为需要在年内降息两次。

二是下调通胀预期。鉴于美国通胀水平持续低于2%的目标值，6月议息会议将2019和2020年PCE增速分别从1.8%、2.0%下调至1.5%、1.9%。

三是部分措施明显偏鸽派。与5月声明相比，将“经济活动已稳健速度增长”调整为“增长速度温和”，并指出“鉴于不确定性与缓和的通胀压力，委员会将采取适当行动，以维持经济增长、劳动力市场强劲和通胀接近2%的目标”。

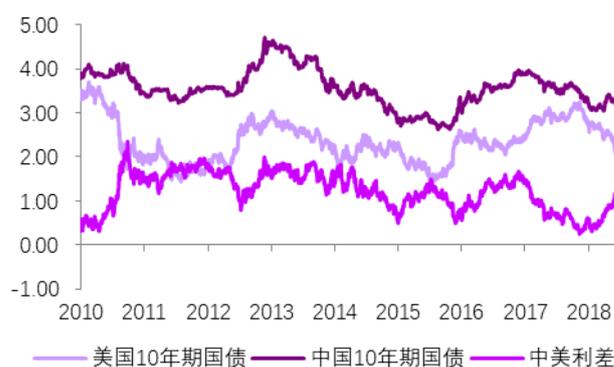
从6月议息会议声明来看，美联储年内降息或许已在路上，9月和12月是可能的时点。事实上，今年以来，贸易和内需疲软导致主要发达经济体经济增长动能不足，货币政策正常化进程尚未完成就面临提前结束的境地，新兴市场国家债务规模高企抑制了投资需求增长，经济景气度依然低迷。同时，受贸易摩擦增加影响，新兴市场国家和部分发达经济体外贸出口均受到波及，全球金融市场剧烈震荡。随着全球经济下行压力加大和贸易紧张局势不断恶化，部分经济体如印度、菲律宾、新西兰、澳大利亚等国货币当局率先启动“降息”，日本央行也选择了继续实施宽松货币政策支持经济增长。

图1：美国FFR与国债收益率倒挂情况 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：中美利差情况 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

美国经济增长同样面临一定压力，5月非农、薪资双双不及预期，通胀指标较为疲弱，PCE和核心PCE逐渐脱离2%的目标值，制造业PMI已放缓至两年半以来的最低水平，3个月期和10年期美债收益率出现近30bp倒挂。从近20年联邦基金利率运行情况看，FFR与美债收益率呈现明显的反比例关系，在美债收益率倒挂前三个时点（分别1989年下半年、2000年下半年以及2006-2007年），美联储均采取了降息措施，预计联储年内启动降息的可能性较大。

随着美国无风险利率大幅下行，中美利差自年初以来持续走扩，截至目前10年期国债利差已扩大至110bp，超过60-80bp“舒适区间”。中美利差的走扩使得我国货币政策操作更具灵活性，但并不意味着央行会完全跟随美联储节奏进行调整，货币政策仍将取决于国内经济和金融市场运行情况。从中期来看，在“稳增长、调结构”之间，货币政策存在进一步宽松的需要，化解金融风险、增强债务可持续性也需要控制银行体系总负债成本，年内我国无风险利率下行概率较大。

1.2、“流动性分层”压力有所缓解，央行延续“小幅滴灌+精准引流”模式，借道头部券商支持非银机构流动性，短期内降准概率不大

包商银行管事件引发的一系列连锁反映仍有所延续，市场“流动性分层”现象明显，大中小金融机构间流动性“冷热不均”，中小银行融资造血功能下滑，非银机构流动性压力持续高位，风险偏高的结构化融资问题暴露，金融机构之间互信关系遭遇冲击。在此情况下，央行货币政策操作延续了“**小幅滴灌+精准引流**”模式，助力半年末资金面稳定和改善非银机构流动性困局。

一是增量续作MLF呵护市场。央行本周连续5个工作日开展14天OMO操作，累计投放资金3400亿元，实现资金净投放2850亿元。同时，央行对6月19日到期的2000亿元MLF等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作2400亿元，连续“**小幅滴灌**”呵护市场意图较为明显。

二是银行间债券市场违约处置机制进一步完善。6月17日，银行间同业拆借中心发布了《全国银行间同业拆借中心回购违约处置实施细则试行（细则）》，针对市场交易主体出现违约情形后如何处置回购债券或担保品以弥补交易对手方损失作了明确规定。

三是央行借道头部券商支持非银机构流动性。据财新网报道，6月18日，央行、证监会联合召集六家大行和部分头部券商开会，表示将适当调高大型券商短期融资券最高限额，支持大型券商发行金融债券，并鼓励大行与大型券商作同业交易对手方。

表1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/6/10-2019/6/14 (本周)	2019/6/17-2019/6/21 (下周)	2019/6/24-2019/6/28 (下周)
逆回购投放	2750	3400	-
逆回购到期	2100	550	-
MLF (TMLF) 投放	-	2400	-
MLF (TMLF) 到期	-	2000	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

不难看出，在流动性传导链条失效情况下，**央行通过鼓励大行扩大向大型券商融资，进而引导大型券商扩大向中小非银机构融资，是实现“精准引流”重要安排**，同时起到了安抚市场情绪的效果，有助于打消部分金融机构对流动性和信用风险的顾虑。

综合判断，目前市场流动性总量充裕，但结构性分层明显，大水漫灌无益于解决结构性问题，考虑到针对中小银行的结构性价降会一直持续至7月

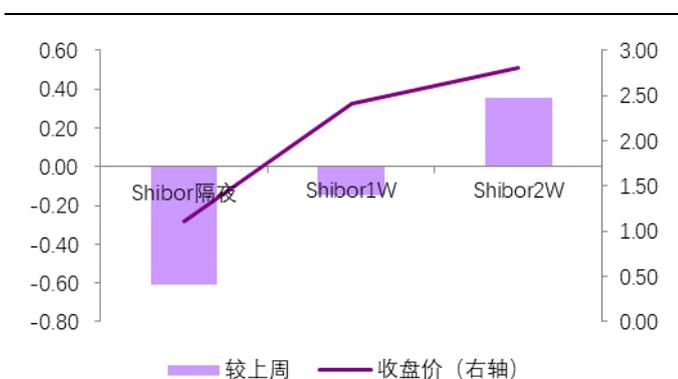
中旬，预计短期内央行再度降准的概率并不大，流动性投放仍以“小幅滴灌”为主。

2、资金市场利率运行

2.1、隔夜利率再度降至1%附近，短端流动性充裕

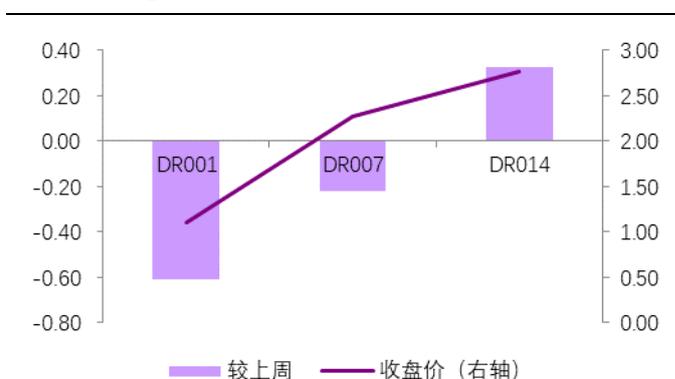
本周隔夜、7天、14天期 Shibor 较上周分别下行 61bp、15bp、-35bp 至 1.11%、2.42%、2.81%，隔夜、7天和14天 Depo 较上周分别下行 61bp、22bp、-33bp 至 1.10%、2.28%、2.77%，隔夜、2天、3天、4天和7天 GC 较上周分别上行 19bp、24bp、8bp、-18bp 和 9bp 至 1.99%、1.98%、1.80%、1.86% 和 2.27%。

图 1：Shibor 价格运行 (%)



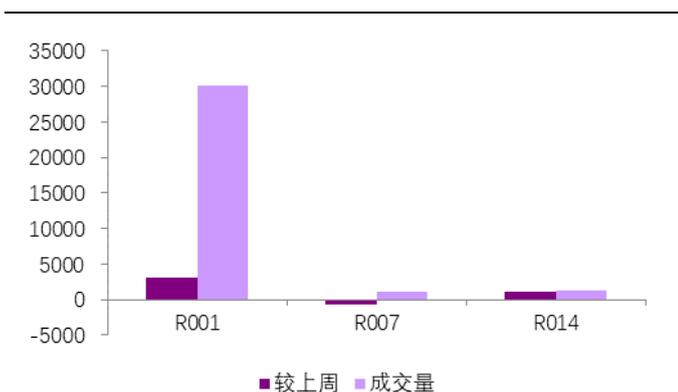
资料来源：Wind，光大证券研究所；截止 6 月 21 日

图 2：D-Repo 价格运行 (%)



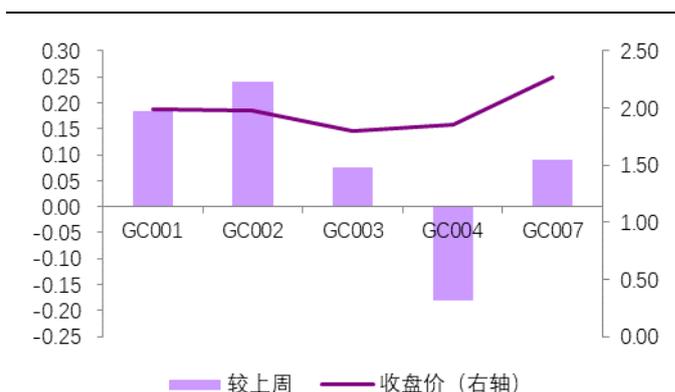
资料来源：Wind，光大证券研究所；截止 6 月 21 日

图 3：Repo 成交量 (亿元)



资料来源：Wind，光大证券研究所；截止 6 月 21 日

图 4：GC 价格运行 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所；截止 6 月 21 日

总体来看，本周资金利率变化呈现两方面特点：一是隔夜利率再度降至 1% 附近，资金利率面临结构性“失真”。6 月 21 日，Shibor1D 和 DR001 收盘价已降至 1.1%，创 2015 年 6 月以来新低。事实上，5 月 8 日隔夜利率同样降至 1.15% 水平，究其原因一方面受五一节假日后现金回流影响，但更为重要的是，与贸易摩擦升级引发央行“稳流动性”措施加大以及市场预期转松有关。经过近一个半月后，隔夜利率再度降至 1% 附近，直接原因与包商

银行事件引发的“流动性分层”密切相关，流动性传导链条的失效导致“大机构有钱不敢出、小机构要钱借不到”，银行间市场资金淤积现象较为严重。资金利率面临一定程度“失真”，低利率形成的“流动性宽松幻觉”难以准确反映出流动性“冷热不均”形成的分层特点。

二是交易所回购利率不降反升，GC 和 D-repo 出现分化。本周银行间市场除跨月利率品种外，隔夜和 7 天利率均出现大幅下行。与之相对应的是，交易所回购利率却不降反升，这种现象的背后反映的是当前中小银行和非银机构“融资难”问题较为突出，在银行间市场融资渠道受阻的情况下，导致交易所回购利率与银行间市场回购利率的分化。

2.2、存单发行结束净回笼，低评级存单实际发行比例出现回暖

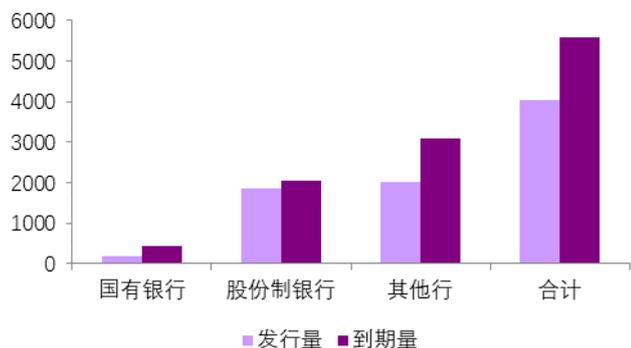
本周存单发行量进一步加大，商业银行累计发行存单 6065 亿元，到期 3838 亿元，净发行 2217 亿元，结束了连续两周净回笼。其中，国有银行净发行 664 亿元，股份制银行净发行 842 亿元，其他行净发行 711 亿元。

期限结构方面，本周存单发行主要集中在 3 个月。其中，1 个月期发行 550 亿元，到期 239 亿元，净发行 311 亿元，发行价格下行 37bp 至 2.50%；3 个月期发行 2550 亿元，到期 1969 亿元，净发行 806 亿元，发行价格下行 30bp 至 2.69%；6 个月期发行 1245 亿元，到期 439 亿元，净发行 806 亿元，发行价格下行 55bp 至 2.60%；9 个月期限存单发行量 377 亿元，到期 709 亿元，净回笼 332 亿元，发行价格下行 11bp 至 3.08%；1 年期存单发行 1344 亿，到期 486 亿元，净发行 858 亿元，发行价格下行 16bp 至 3.14%。

评级结构方面，本周 AAA 级存单计划发行 5242 亿元，实际发行 5008 亿元，发行率为 95%，较上周基本持平。其他评级存单计划发行 2099 亿元，实际发行 1057 亿元，到期量为 1051 亿元，发行率为 50%，较上周大幅提升近 20 个百分点。

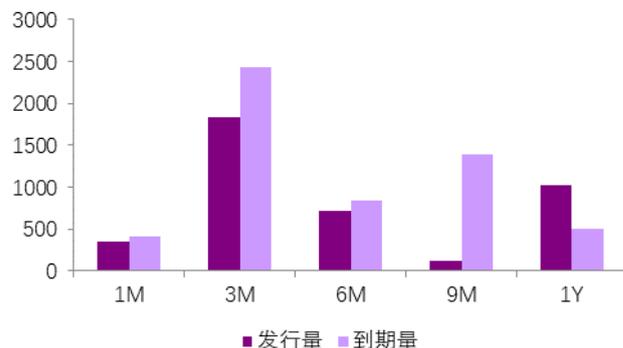
总体来看，本周存单市场景气度出现一定程度回暖。一方面，存单发行结束了连续两周净回笼状态，单周发行规模超过 6000 亿元，净发行超过 2000 亿元，创二季度以来新高。另一方面，低评级存单发行成功率出现提升，反映出随着央行针对中小银行增加再贴现和 SLF 额度 3000 亿元，存单、票据等资产纳入抵押品范围，以及加强对中小银行存单发行的增信力度，一定程度上起到了纾困中小银行流动性的效果。

图 5：本周存单发行量与到期量（按银行类型，亿元）



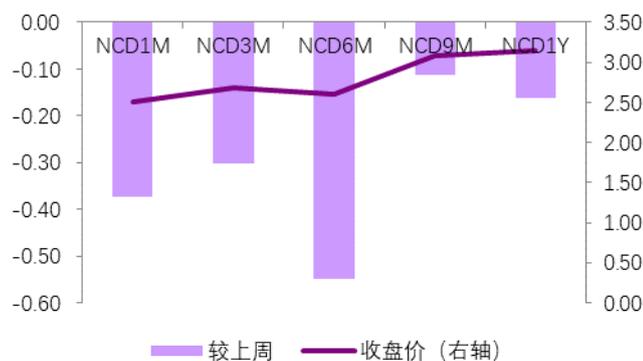
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6：本周存单发行量与到期量（按发行期限，亿元）



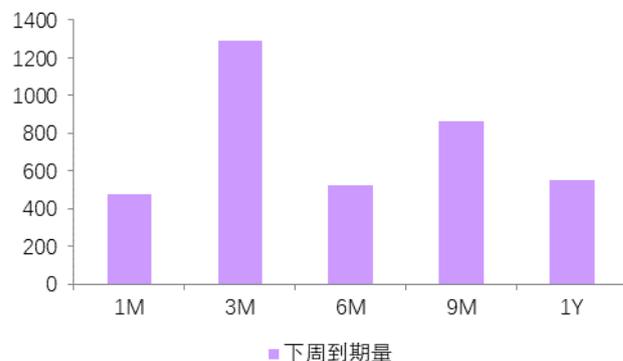
资料来源：Wind，光大证券研究所

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、料 6 月以来存贷款增长形势较稳固

一是预计对公信贷 6 月可能小幅冲高，零售贷款需求稳定。虽然实体经济有效需求不足问题依然存在，但 6 月末临近半年末时点，金融机构信贷冲量意愿较强，叠加 4~5 月份信贷增长较为平稳，为 6 月份冲量奠定了一定基础。未来，信贷投放的机构结构可能有所分化。目前银行体系存贷比压力不大，在包商银行事件冲击后，部分中小机构保流动性安全、“降杠杆”行为将可能约束其信贷投放行为，由此导致资金供给主体向上迁徙，大中型银行将承担更多信贷任务。在零售信贷方面，消费金融、信用卡等场景化短贷延续较好增长态势，按揭贷款具有相对稳定的投放基础，但不排除部分热点城市按揭贷款定价调控升级倾向。在对非银机构贷款方面，受流动性结构性紧张影响，6 月份多数时间同业资金利率价格高企，银行业对非银机构信贷总体融出有所减少，但不同银行间差异巨大，预计有部分银行能够抓住良机增加授信安排。6 月份后期，随着市场情绪转暖，银行对非银机构融出将有所恢复。

二是存款增长形势预计较好，存款冲高早于预期。6月份以来，商业银行存款增长策略可能因临近半年末而有所改变，考虑到各分支机构冲存款意愿较强，且月末活期存款派生存在较大不确定性，为确保存款偏离度不超过监管要求，本月银行业于月初开始即可能主动增加存款吸收力度，再叠加央行持续的流动性小幅投放，6月上半月预计存款增长、日均存款增长好于预期。但从存款结构来看，智慧存款受到监管叫停，结构性存款受监管政策影响可能出现负增长，当前阶段控制高成本存款无序增长对于保持金融体系稳定更具有现实意义。

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