

流动性分层有所缓解，LPR 仍待完善

——流动性周报第 10 期

行业周报

◆核心观点：

1. 国常会确定进一步降低小微融资成本，LPR 引导贷款定价方面有待完善

本周国常会提出完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用。但目前 LPR 定价体系存在自身弹性不足、跟踪产品较少、基准性不足等问题，短期内 LPR 尚难承担市场化贷款基准利率作用。未来若要让 LPR 承担贷款基准利率的功能，仍需进一步改革 LPR 形成机制，增强 LPR 与政策利率相关性。

2. 二季度货币政策例会需要关注五个要点

二季度货币政策例会有五大看点：一是经济形势判断不变，外部形势判断有变，G20 中美贸易磋商及后续演绎是国内市场风险情绪变化的“基线”；二是货币政策大体方向不变，三季度以稳为主，“小幅滴灌+精准引流”成为货币政策操作的组合拳；三是深化金融供给侧改革，首提“三角框架”；四是风险防控稳妥果断，处置风险需以发展为中心；五是利率“并轨”不急求成，随着中美利差走扩，未来不排除下调 MLF 等政策利率可能。

3. 资金利率总体延续低位运行，交易所与银行间隔夜利差约 200bp

本周资金面延续宽松态势，大部分时间隔夜资金利率保持在 1% 以下，仅在最后一个交易日有所回升。交易所回购利率大幅上行，GC001 与 DR001 利差近 200bp，究其原因主要受季末资金回流银行效应影响，也与风险偏好下降造成的流动性分层尚未完全消退有一定的相关性，不过与历史同期相比 200bp 利差并不高。目前，流动性分层现象已得到一定程度缓解，隔夜资金“1 时代”也有望阶段性结束。

4. 整体存单发行“量价齐跌”，中小行和低评级存单发行延续复苏态势

本周存单市场尽管出现“量价齐跌”，但中小行存单发行延续复苏，低评级发行成功率进一步提升，存单价格保持平稳。随着央行针对中小银行增加再贴现和 SLF 额度，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，中小银行流动性正在得到积极改善。

5. 预计 6 月信贷不悲观，存款增长延续良好态势

一是对公贷款季节性发力，国常会要求引导加大制造业、服务业信贷投放，确保今年制造业全部贷款、中长期贷款和信用贷款的余额均明显高于上年，我们对下半年对公中长期信贷投放并不悲观。二是零售贷款延续良好增势，住房按揭贷款平稳，后续房地产领域融资增速小幅回落，但按揭贷款投放相较于开发贷款更为稳定，按揭利率可能短暂告别连续下行态势。三是预计 6 月一般性存款增长延续良好态势。受贷款增长较好、财政投放加大、以及近期跨境贸易顺差较好影响，预计本月存款增长保持稳定，对公信贷投放发力助力存款派生率提升，核心存款增长难度减少。

◆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@ebscn.com

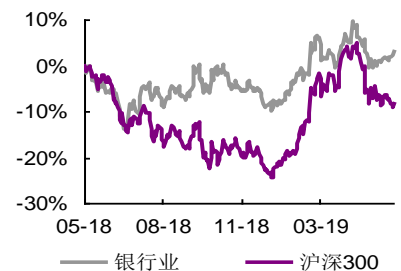
联系人

周鸿运

021-52523659

zhouhongyun@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

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

.....2019-06-23

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

.....2019-06-16

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

.....2019-06-09

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

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 国常会决定进一步降低小微企业融资成本，LPR 在引导贷款利率定价方面作用有待完善.....	3
1.2、 二季度货币政策例会需要关注五个要点.....	4
2、 资金市场利率运行.....	5
2.1、 资金利率总体延续低位运行，交易所与银行间隔夜利差约 200bp.....	5
2.2、 整体存单发行“量价齐跌”，中小行和低评级存单发行延续复苏态势.....	6
3、 银行业存贷款情况.....	8
3.1、 预计 6 月贷款不悲观，存款增长延续良好态势.....	8
4、 风险提示.....	8

1、货币政策操作及流动性运行

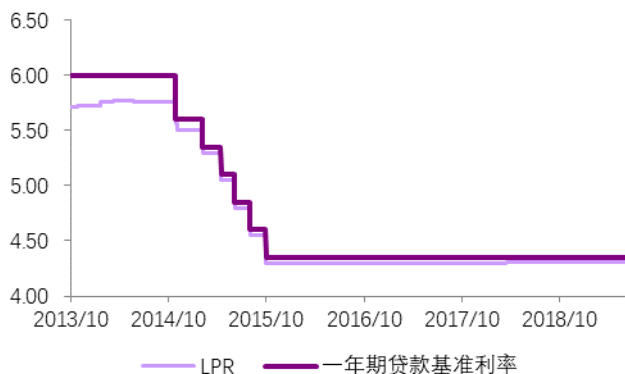
1.1、国常会决定进一步降低小微企业融资成本，LPR 在引导贷款利率定价方面作用有待完善

本周国务院常务会议确定了进一步降低小微企业融资实际利率的措施，要求深化利率市场化改革，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，推动银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降。对此我们认为：

一是推动利率“并轨”是降低实体经济融资成本的必要途径。利率市场化成功的重要标志，是央行能够通过调整短端政策利率舞动整条收益率曲线，使各市场参与主体能够准确捕捉价格信号，并基于此做出权衡选择。但从目前情况看，我国利率双轨制现象依然存在，存贷款利率市场化程度远不如金融市场对利率变化有效和敏感，一定程度上加重了货币政策传导渠道的阻塞，使得央行货币政策在引导降低实体经济融资成本的效果上有所折扣。因此，推动存贷款利率和市场利率并轨，充分发挥央行政策利率的引导作用，有助于进一步理顺货币政策传导机制，切实降低实体经济融资成本。

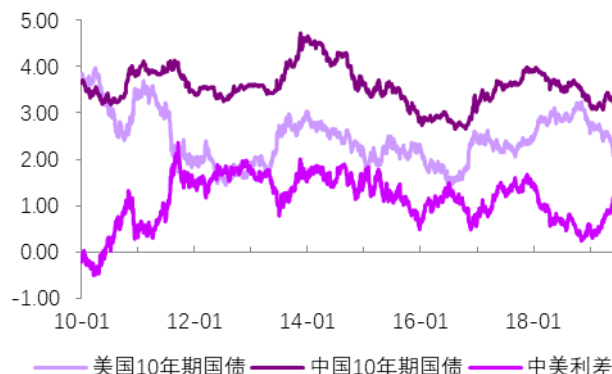
二是 LPR 在引导贷款利率定价方面作用仍有待发挥。在推进利率并轨过程中，选择适当的参考利率体系，更好的发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用，对于降低实体经济融资成本有重要意义。在我国利率谱系中，LPR 作为央行重点培育的市场化利率，是替代法定贷款基准利率的选择。国际上诸如印度、日本等经济体均尝试推出以 LPR 作为贷款参考利率的定价模式，但在实际操作中仍存在利率定价不透明、政策传导效率低以及容易引发 NIM 过渡收窄等问题。从我国 LPR 的运行情况看，在目前各类贷款业务定价中，以 LPR 作为定价基准的信贷业务规模占比较小，LPR 自身弹性不足，跟踪 LPR 定价产品也多限于少量 1 年期流动资金贷款，短期内 LPR 尚难承担市场化贷款基准利率作用。未来若要让 LPR 承担贷款基准利率的功能，仍需进一步改革 LPR 形成机制，增强 LPR 与政策利率相关性，切实提升利率传导效率。

图 1：LPR 运行情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所；截止 6 月 28 日

图 2：中美利差情况（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所；截止 6 月 28 日

三是不排除央行下调 MLF 等政策利率的可能。今年以来，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。尽管美联储6月议息会议仍维持FFR目标区间不变,但传递了较强的“鸽派”信号,市场对美联储年内降息预期超过90%。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,目前中美10年期国债利差已超过100BP,使得我国货币政策操作更具灵活性,在“稳增长、调结构”目标导向下,货币政策仍需发挥逆周期调节作用,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,不排除央行在下半年下调MLF等政策利率的可能。

1.2、二季度货币政策例会需要关注五个要点

近期央行召开了二季度货币政策例会,其中有五个要点值得重点关注,具体而言:

一是经济形势判断不变,外部形势判断改变。2季度货币政策例会对于国内宏观经济形势总基调的研判与1季度基本保持一致,均强调“我国经济呈现健康发展,经济增长保持韧性”。未来,经济内生企稳尚需进一步巩固,经济增长仍有下行压力,后续稳增长方面,仍需财政政策更加积极、货币政策适度逆周期调控发挥作用。对于外部形势的研判,2季度例会较1季度的明显差异在于将“不确定仍然较多”调整为“外部不确定不稳定因素增多”,并强调要继续密切关注国际国内经济金融形势的“深刻”变化。当前,国内外市场形势依然错综复杂,G20峰会中美贸易磋商及后续演绎,是国内市场风险情绪变化的“基线”,同业刚兑被打破后市场流动性面临“量”、“价”重塑,这些市场形势变化将是当局制定货币政策的重要考量。

二是货币政策大体方向不变,三季度以稳为主。对于货币政策基调的表述,2季度由“坚持逆周期调节,适时预调微调,注重在稳增长基础上防风险”调整为“创新和完善宏观调控,适时适度实施逆周期调节”,这也与2季度以来央行货币政策操作实践相吻合。我们认为,未来货币政策导向大体不变。一方面,货币政策仍将以内部均衡为主。今年年初以来,全球部分央行已率先启动降息按钮,市场对于美联储年内降息预期概率超过90%,为我国货币政策调整打开了空间。在“稳增长、调结构”目标下,不排除央行下调MLF等政策利率的可能。另一方面,“小幅滴灌+精准引流”成为货币政策操作的组合拳。央行货币政策操作从“补水”到“引流”多措并举缓解因包商银行事件引发的流动性分层压力。目前,市场流动性总量充裕,但结构性分层明显,流动性传导链条面临阻塞,大水漫灌的总量型操作无益于解决结构性问题,流动性投放仍以“小幅滴灌+精准引流”为主。中期看,随着存贷款增速逐步滚动恶化,商业银行流动性管理压力可能再起,届时存在降准置换MLF的可能。

三是深化金融供给侧改革,首提“三角框架”。2季度货币政策例会纪要首次提及“推动供给体系、需求体系和金融体系形成相互支持的三角框架”,这与刘副总理6月13日在陆家嘴论坛上提出的“加大金融对高质量发展的支持”,“高质量发展包括供给体系不断优化、需求体系持续升级、金融体系更加适配”是一致的。“三角框架”也指明了进一步深化金融供给侧改革方向和举措,即以高质量的金融供给适应适配经济高质量发展。这包括以金融服务实体经济为核心,以优化金融结构为重点,1)加快发展以科创板为代表的直接融资体系;2)建立完善治理良好、结构合理、竞争力强

的金融机构体系；3) 丰富完善与经济转型发展相适应的金融产品体系；4) 平衡好服务实体经济与防范金融风险之间的关系等几个方面。

四是风险防控稳妥果断，守住底线做好三点。本次例会纪要将金融风险防控“成效显现”改为“稳妥果断推进”。根据央行表述，打好防范化解金融风险攻坚战，守住风险底线，大致是要做好“三点”。**其一是在发展中化解风险。**发展是第一位的，化解风险是为了推动高质量发展，而高质量发展又为防范化解风险提供了更大的回旋余地，市场担心的“连环暴雷”、“休克疗法”等可能性极小；**其二是把握好处置风险的力度和节奏。**针对这一点，主要是考虑市场的承受能力，有序化解风险，防止无序出清；**其三是稳定市场预期。**金融市场中，尤其是股票和债券市场，由于其高度标准化，资产定价联通，往往在瞬时改变，市场预期不稳定也会诱发金融风险。做好稳预期、稳信心工作，需要监管部门增加与市场沟通。

五是利率并轨不急于求成。2 季度例会纪要提及“深化利率市场化改革”的表述。5 月中旬，易纲行长在中债指数专家指导委员会上讲话，提及“研究不再公布贷款基准利率等，同时要继续深入研究贷款利率走势，以及存量贷款合同切换的问题”，市场一度认为利率市场化会加快步伐。但我们一再强调，利率市场化作为长期系统工程，需要一系列前提条件的逐步完善，这包括但不限于：培育建设市场化的基准利率体系，强化利率风险定价管理机制，增加市场主体利率敏感性，提升利率风险管理能力等。可以说，在这些方面逐步完善之前，法定基准利率将与市场基准利率长期并行一段时间，才具备退出基础。而 3 季度作为国庆前夕重要时段，预计进一步推动利率市场化将不会激进。可待后续时机成熟再推动诸如法定利率减档等安排。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/6/17-2019/6/21 (上周)	2019/6/24-2019/6/28 (本周)	2019/7/1-2019/7/5 (下周)
逆回购投放	3400	0	-
逆回购到期	550	0	3400
MLF (TMLF) 投放	2400	0	-
MLF (TMLF) 到期	2000	0	-

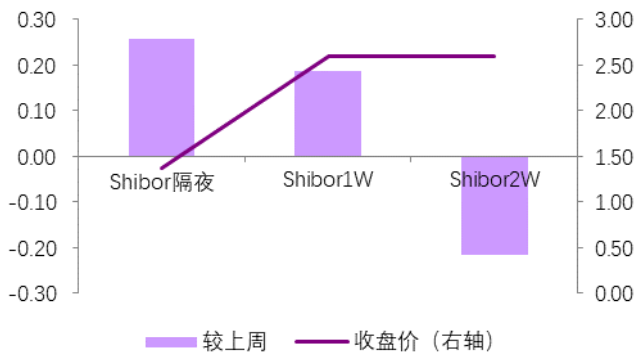
资料来源：Wind，光大证券研究所

2、资金市场利率运行

2.1、资金利率总体延续低位运行，交易所与银行间隔夜利差约 200bp

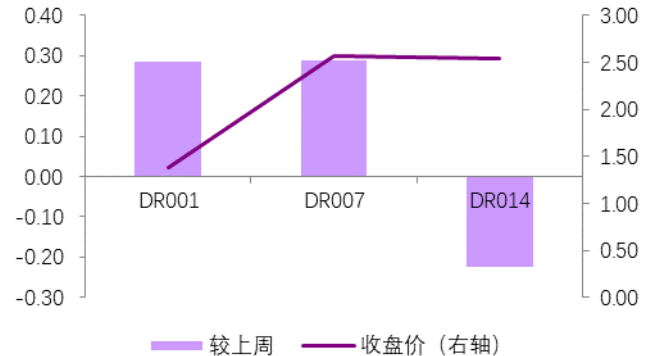
本周资金面延续宽松态势，央行并未开展公开市场操作，月末财政支出助力流动性保持宽裕。大部分时间隔夜资金利率保持在 1% 以下，仅在最后一个交易日有所回升，7 天资金利率受跨半年效应影响出现小幅上行，但总体压力不大。具体而言：隔夜、7 天、14 天期 Shibor 较上周分别上行 26bp、19bp、-22bp 至 1.37%、2.60%、2.59%，隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别上行 29bp、29bp、-23bp 至 1.39%、2.56%、2.54%。

图 3: Shibor 价格运行 (%)



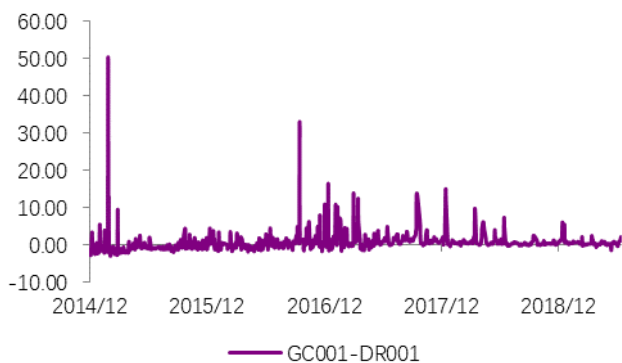
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 28 日

图 4: D-Repo 价格运行 (%)



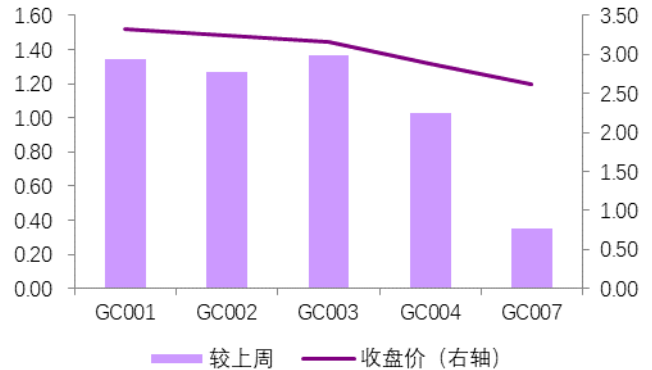
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 28 日

图 5: GC001 与 DR001 利差运行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 28 日

图 6: GC 价格运行 (%)



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截止 6 月 28 日

值得注意的是, 本周交易所回购利率大幅上行, 短期期限利率上行幅度超过 100bp, GC001 与 DR001 利差近 200bp。在流动性总量持续充裕的背景下, 交易所市场资金利率再现脉冲式上涨主要受季末效应资金回流银行间影响, 当然也与风险偏好下降造成的流动性分层尚未完全消退有一定的相关性。不过, 追溯近年来的情况看, 2017 年和 2018 年年中时点 GC001 与 DR001 利差分别为 281bp 和 738bp。与之相比, 今年年中时点 200bp 的利差并不高, 我们认为, 随着央行多措并举缓解中小银行和非银机构融资压力, 流动性分层现象已得到一定程度缓解, 我们预计隔夜资金“1 时代”有望阶段性结束。

2.2、整体存单发行“量价齐跌”，中小行和低评级存单发行延续复苏态势

本周存单发行呈现“量价齐跌”，商业银行累计发行存单 3650 亿元，到期 3186 亿元，净发行 464 亿元，较上周下降 1753 亿元。

一是中小银行存单发行规模延续复苏态势。本周国有银行净发行 160 亿元，股份制银行净回笼 271 亿元，总体呈现缩量态势。不过，城商行、农商

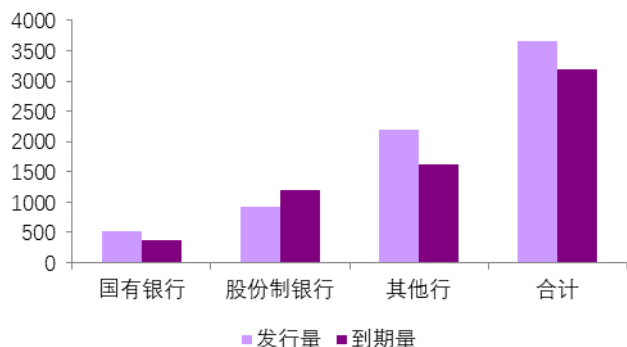
行等中小行本周存单发行规模 2202 亿元，到期 1627 亿元，净发行 575 亿元，连续两周保持净发行状态。

二是存单发行期限结构集中在 1 个月。本周 1 个月期发行 993 亿元，到期 259 亿元，净发行 734 亿元；3 个月期发行 943 亿元，到期 1132 亿元，净回笼 189 亿元；6 个月期发行 268 亿元，到期 522 亿元，净回笼 254 亿元；9 个月期限存单发行量 630 亿元，到期 864 亿元，净回笼 234 亿元；1 年期存单发行 816 亿，到期 409 亿元，净发行 407 亿元。

三是低评级存单发行进一步回暖。本周 AAA 级存单计划发行 3058 亿元，实际发行 2800 亿元，发行率为 91.5%，较上周变化不大。其他评级存单计划发行 1469 亿元，实际发行 850 亿元，发行率为 58%，较上周提升 8 个百分点。

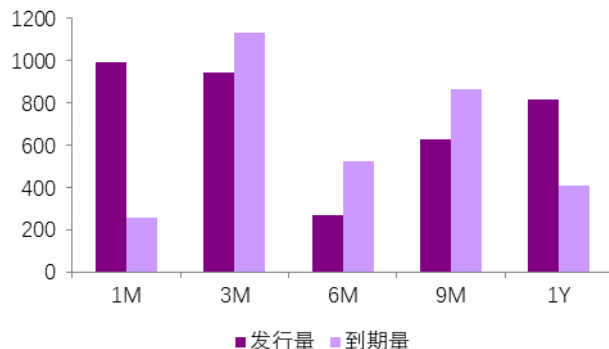
总体来看，本周存单市场尽管出现“量价齐跌”，但中小行存单发行延续复苏，低评级发行成功率进一步提升，存单价格保持平稳。这表明，随着央行针对中小银行增加再贴现和 SLF 额度，存单、票据等资产纳入抵押品范围，以及加强对中小银行存单发行的增信力度，中小银行流动性正在得到积极改善。

图 7：本周存单发行量与到期量（按银行类型，亿元）



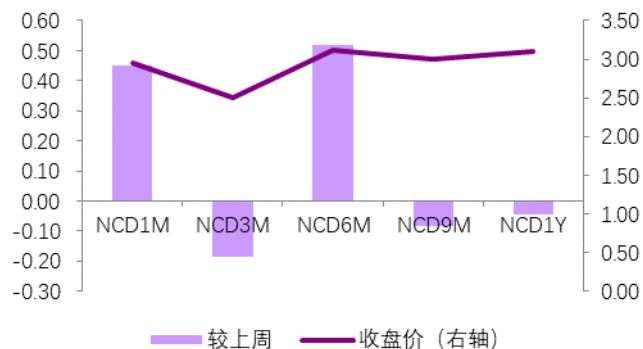
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：本周存单发行量与到期量（按发行期限，亿元）



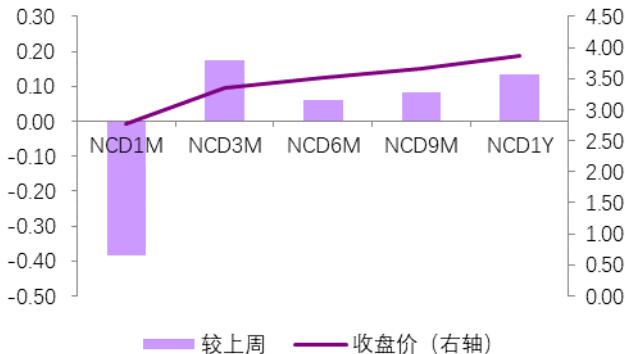
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 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、预计6月贷款不悲观，存款增长延续良好态势

一是6月信贷投放不悲观，对公信贷可能季节性走高。经过一季度开门红，商业银行信贷投放于二季度趋缓，特别是对公贷款增长较为疲软，部分银行继续呈现“月初回落、月末冲量”的特点，反映出实体经济需求仍待提振。从6月以来信贷投放情况看，我们倾向于认为，根据传统季节性效应的冲时点要求，对公贷款6月份将有所发力，较5月进一步好转，这也与半年末商业银行信贷储备集中释放有关。近期，国常会要求调整优化贷款结构，引导加大制造业、服务业信贷投放。鼓励大型银行完善贷款考核机制、设置专项奖励，确保今年制造业全部贷款、中长期贷款和信用贷款的余额均明显高于上年。在政策指引下，我们对下半年对公中长期信贷投放也不悲观。

二是零售贷款延续良好增势，住房按揭贷款平稳如一。我们倾向于认为6月零售贷款一如既往保持良好增长态势，信用卡、消费金融等短期贷款投放需求依然旺盛，住房按揭贷款增长平稳如一。今年以来，居民人民币中长期贷款增长较快，1-5月同比增速17.7%，明显快于一般贷款增速。目前，在监管层在稳房价、稳预期、以及因城施策背景下，各城市房地产政策有保有压，房贷利率出现一定程度分化，我们预计房地产领域融资环境最宽松时点已过，后续房地产领域融资可能小幅回落，但住房按揭贷款投放相较于开发贷款更为稳定，住房按揭利率也可能短暂告别连续下行态势。

三是预计6月一般性存款增长延续良好态势。受贷款增长较好、财政投放加大、以及近期跨境贸易顺差较好影响，预计本月商业银行存款增长保持稳定，对公信贷投放发力助力存款派生率提升，核心存款增长难度减少，但结构性存款可能因政策影响而增长有所放缓。

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, 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