

## 季节性因素不改流动性充裕，三季度 TMLF 或将缩量操作

### ——流动性周报第 13 期

行业周报

#### ◆核心观点:

#### 1. 央行重启公开市场操作，MLF 延续“小幅滴灌”操作

本周进入缴税高峰期，叠加缴准和地方债发行影响，市场流动性由相对宽松转向合理充裕。为此，央行一是重启公开市场操作，累计投放资金 4600 亿元；二是小幅增量续作 MLF；三是实施第三次县域农商行降准。总体而言，央行资金投放基本对冲了季节性因素的影响，货币政策依然延续“小幅滴灌”的稳健操作模式。下一周市场资金到期量较大，预计央行仍将采取适度对冲策略，维持流动性合理充裕。

#### 2. 三季度 TMLF 或将小幅缩量，预计操作规模保持在 2000 亿以上

进入三季度，TMLF 操作有望于近期开展，综合各方面因素看，我们预计三季度 TMLF 或将缩量操作：一是市场流动性合理充裕，无需过量投放 TMLF；二是 TMLF 对于降低实体经济融资成本效果并不显著；三是流动性传导链条不畅下，“引流”迫切性高于“补水”；四是二季度商业银行普惠金融信贷增长有所放缓。

#### 3. 税期等季节性因素对资金面形成扰动，资金利率上行

受缴税、缴准以及地方债发行等因素影响，市场对资金面预期有所趋紧，本周资金利率进一步上行，且隔夜与 7 天利率形成约 5-10bp 倒挂。究其原因，一方面与金融机构隔夜资金缺口较大有关，另一方面，随着资金利率结束超低位运行，金融机构资金融出久期有所拉长。

#### 4. 存单与资金利率倒挂，后续下行空间有限

本周存单发行依然延续低迷态势，单周发行规模 2742 亿元，较上周下降约 300 亿元。一是存单发行集中在 1 年期，价格较上周小幅上行；二是 1MAAA 存单利率与 DR001 本周以来倒挂幅度保持在 20-30bp 范围，这一倒挂幅度已接近历史峰值。随着缴税高峰期的退去，存单与资金利率利差有望修复，但存单利率下行空间有限。

#### 5. 对公贷款增长预计再度疲软，优先股发行放松利好中小银行信贷投放

经过 6 月信贷冲量后，进入 7 月份，商业银行信贷投放节奏受季节性因素影响放缓。一是对公贷款或再现疲软迹象，票据融资由于低利率、占额度而依然呈现稳步向好态势。二是零售贷款增长预计稳定，下半年有望进一步发力。

本周五，银保监会发布了《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见（修订）》。我们认为，中小银行发行优先股比“永续债”更加具有优势，主要体现在税收和市场接受度上。通过降低优先股发行门槛，有助于夯实中小银行一级资本充足率，保障中小银行信贷投放，进一步提高实体经济服务能力。

#### 6. 风险提示：央行资金投放不及预期，市场风险偏好下降。

## 买入（维持）

### 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

wangyf@ebscn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

6 月金融数据平稳，房地产融资政策趋严——流动性周报第 12 期

.....2019-07-14

市场流动性宽松，“结构性降息”箭在弦上——流动性周报第 11 期

.....2019-07-08

流动性分层有所缓解，LPR 仍待完善——流动性周报第 10 期

.....2019-06-30

## 目 录

|  |   |
|--|---|
| 1、 货币政策操作及流动性运行.....                         | 3 |
| 1.1、 央行重启公开市场操作，MLF 延续“小幅滴灌”.....            | 3 |
| 1.2、 三季度 TMLF 或将略有缩量，预计操作规模保持在 2000 亿以上..... | 3 |
| 2、 资金市场利率运行.....                             | 4 |
| 2.1、 税期等季节性因素对资金面形成扰动，资金利率上行.....            | 4 |
| 2.2、 存单与资金利率倒挂，后续下行空间有限.....                 | 5 |
| 3、 银行信贷运行情况.....                             | 6 |
| 3.1、 对公贷款增长预计再现疲软迹象.....                     | 6 |
| 3.2、 发行优先股监管放松，利好中小银行信贷投放.....               | 6 |
| 4、 风险提示.....                                 | 6 |

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、央行重启公开市场操作，MLF 延续“小幅滴灌”

本周进入缴税高峰期，叠加缴准和地方债发行影响，市场流动性从相对宽松转向合理充裕，资金利率进一步上行。为此，央行流动性投放延续了前期“小幅滴灌”模式。

**一是重启公开市场操作。**在市场流动性较为宽松的情况下，央行自6月21日起连续15个交易日暂停公开市场操作，累计回笼资金5600亿元。本周为应对缴税、缴准以及地方债发行影响，央行重启公开市场操作，累计投放资金4600亿元。

**二是小幅增量续作MLF。**本周央行在对到期的1885亿元MLF等量续做的基础上，对中小银行开展增量操作，总操作量2000亿元。

**三是实施第三次县域农商行降准。**从2019年5月15日开始，央行对服务县域的农村商业银行实行较低存款准备金率，分三次实施到位。本周为实施该政策以来的第三次存款准备金率调整，释放长期资金约1000亿元。

总体而言，央行通过逆回购、MLF和定向降准累计实现资金净投放约5700亿元。从历年情况看，7月是缴税大月，财政存款增幅保持在6000亿元左右，即央行资金投放基本对冲了季节性因素的影响，**货币政策依然延续“小幅滴灌”的稳健操作模式。**下一周市场资金到期量较大，预计央行仍将采取适度对冲策略，维持流动性合理充裕。

表1：央行流动性投放（单位：亿）

|               | 2019/7/8-2019/7/12<br>(上周) | 2019/7/15-2019/7/19<br>(本周) | 2019/7/22-2019/7/27<br>(下周) |
|---------------|----------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| 逆回购投放         | -                          | 4600                        | -                           |
| 逆回购到期         | 2200                       | -                           | 4600                        |
| MLF (TMLF) 投放 | -                          | 2000                        | -                           |
| MLF (TMLF) 到期 | -                          | 1885                        | 5020                        |

资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.2、三季度TMLF或将略有缩量，预计操作规模保持在2000亿以上

进入三季度，根据季节性经验，TMLF操作有望于近期开展，综合各方面因素看，我们预计三季度TMLF或将略有缩量：

**一是市场流动性合理充裕，无需过量投放TMLF。**近一个月以来，在央行呵护之下，市场流动性总量较为充足，资金利率低位运行，税期等季节性因素对资金面扰动影响相对有限，商业银行备付金水平持续保持较高水平。在此情况下，央行仅需利用“OMO+MLF”工具组合即可确保流动性的合理充裕，无需再过量投放TMLF。

**二是降低实体经济融资成本也无需过多依赖TMLF。**央行创立TMLF工具的主要目的，一方面是为了对商业银行加大小微、民企领域信贷投放形成正向激励，另一方面旨在降低实体经济融资成本。然而，在相对宽松的市场环境下，商业银行结构性存款和大量存单利率趋于下行，货币市场利率低位运行，TMLF尽管较MLF有15bp的优惠，但相对于其他负债的比较优势并不明显，难以显著起到降低实体经济融资成本的正向激励效果。

三是流动性传导链条不畅下，“引流”迫切性高于“补水”。在央行多措并举呵护之下，近期中小银行和非银机构流动性压力有所缓解，但流动性传导链条不畅问题尚未得到有效解决，银行间市场资金面淤积现象依然存在。因此，传统的总量型流动性工具不易过度投放，“引流”迫切性高于“补水”。

四是二季度商业银行普惠金融信贷增长有所放缓。根据TMLF申请相关要求，本季度TMLF操作规模不超过上一季度新增普惠口径小微贷款与新增民营企业贷款之和。普惠金融口径小微、民企贷款经过一季度快速增长后，二季度商业银行增幅料有所放缓。一季度和二季度TMLF操作规模分别为2575亿和2674亿元，预计三季度TMLF或将缩量，操作规模保持在2000亿元以上。

## 2、资金市场利率运行

### 2.1、税期等季节性因素对资金面形成扰动，资金利率上行

受缴税、缴准以及地方债发行等因素影响，短端市场资金面趋紧，本周资金利率进一步上行。

一是各期限货币市场利率普遍上行。本周以来，受缴税等季节性因素影响，短端各期限资金利率进一步上行。其中，Shibor1D、7D和14D分别较上周上行59bp、19bp和61bp至2.83%、2.75%和2.99%。隔夜、7天和14天D-Repo较上周分别上行59bp、34bp和64bp至2.83%、2.83%和2.98%。

图 1: Shibor 价格运行

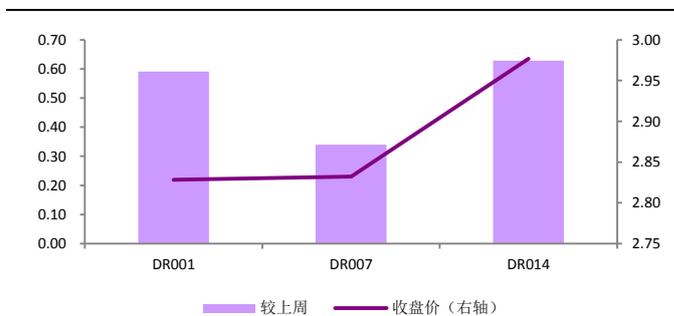
单位: %

图 2: D-repo 价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所



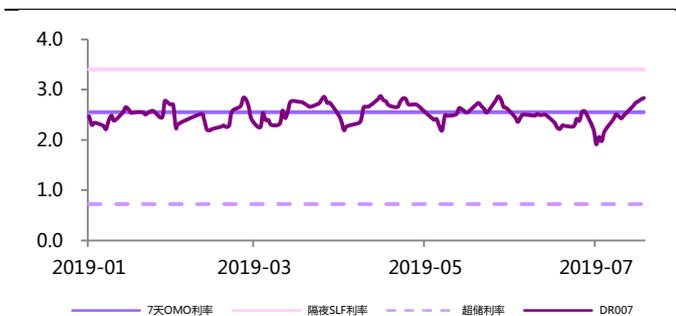
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: 利率走廊运行

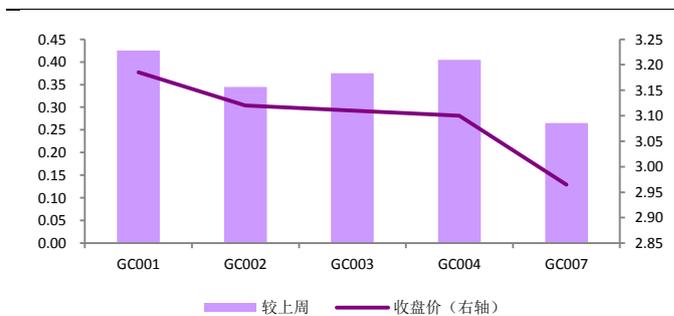
单位: %

图 4: GC 价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所



资料来源: Wind, 光大证券研究所

二是隔夜与7天利率形成倒挂。在各期限资金利率普遍上行的同时，隔夜利率上行幅度尤为明显，自7月3日隔夜利率一度降至0.84%以来，已累计上行近200bp，本周与7天利率形成约5-10bp倒挂。一方面，在前期相对宽松时期，金融机构同业杠杆率上升，通过滚动续作隔夜资金弥补头寸缺口。这样一来，资金面的边际趋紧首当其冲将对隔夜价格产生较大影响。另一方面，随着资金利率结束超低位运行，金融机构资金融出久期有所拉长，近两周以来，隔夜资金融出规模趋于缩量，7天和14天规模小幅回暖，进而导致银行间市场隔夜与7天利率形成阶段性倒挂。

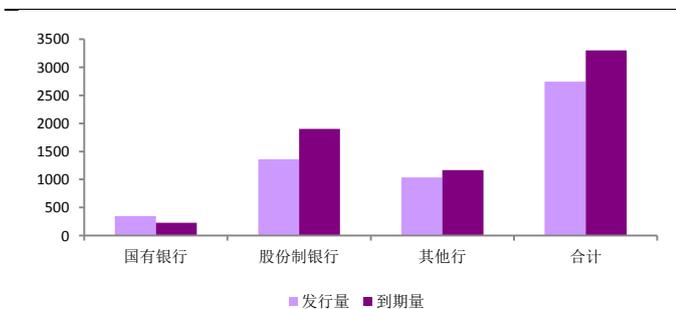
## 2.2、存单与资金利率倒挂，后续下行空间有限

本周存单发行延续低迷态势，单周发行规模2742亿元，较上周下降约300亿元。

一是存单发行集中在1年期，价格较上周小幅上行。本周1年期存单1782亿元，到期1076亿元，净发行706亿元。1个月、3个月、6个月和9个月期存单净发行量保持在0-300亿元。价格方面，国股1个月、3个月、6个月、9个月价格分别为2.40%、2.64%、2.68%、2.96%，较上周小幅上行。

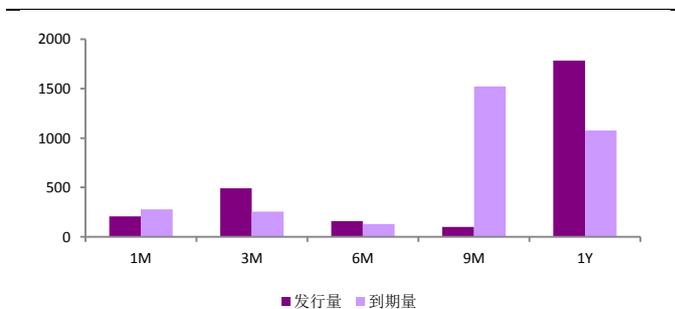
二是存单与资金利率出现倒挂。随着资金面边际趋紧，资金利率出现上行，其中尤以隔夜利率上行幅度最为显著，1MAAA存单利率与DR001不断收窄，本周以来进入持续倒挂阶段，幅度保持在20-30bp范围，这一倒挂幅度已接近历史峰值。我们认为，二季度央行货币政策例会纪要已明确适时适度开展逆周期调节，后续货币政策在总量上难有进一步宽松空间。随着缴税高峰期的退去，存单与资金利率利差有望修复，但存单利率下行空间有限。

图5：存单发行与到期情况（按银行类型） 单位：亿元



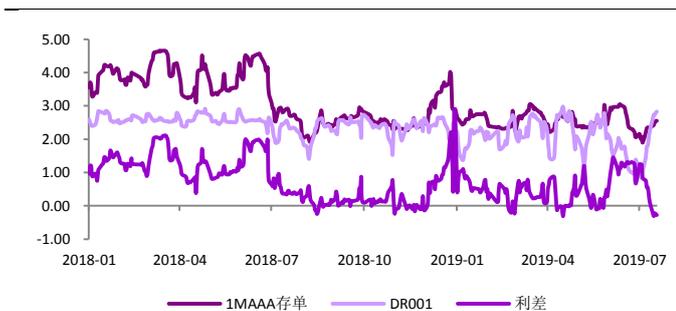
资料来源：Wind，光大证券研究所

图6：存单发行与到期情况（按发行期限） 单位：亿元



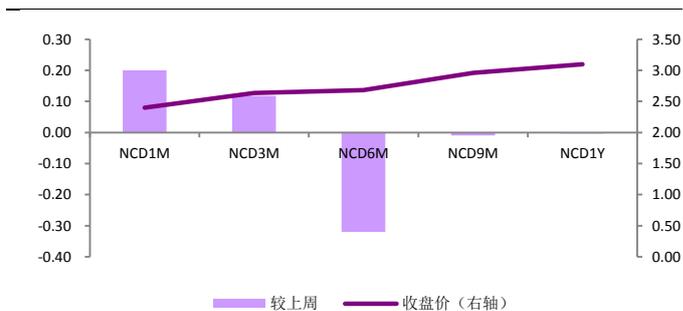
资料来源：Wind，光大证券研究所

图7：1MAAA存单与DR001利差 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：国股存单价格运行情况 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3、银行信贷运行情况

#### 3.1、对公贷款增长预计再现疲软迹象

经过6月信贷冲量后，进入7月，由于季节性效应，商业银行信贷投放节奏可能再度陷入放缓：

**一是对公贷款或再现疲软迹象。**随着前期积累的储备项目在6月集中释放，以及宏观数据显示企业端私人部门投资仍然乏力，在跨半年后用款需求不强，对公信贷或再现疲软迹象。相反，票据融资由于受低利率环境驱动，可能再度成为银行业分支结构挤占信贷额度的工具。

**二是零售贷款增长预计仍稳。**7月前两旬，预计消费贷、信用卡等领域信贷投放依然保持良好增长态势，住房按揭贷款政策虽在供给端趋紧，但需求端仍然稳健，预计按揭投放基本保持稳定。我们在前期报告中多次提及，随着商业银行对公信贷逐步触及年度规划目标，下半年零售领域信贷投放存在持续稳定的基础。。

#### 3.2、发行优先股监管放松，利好中小银行信贷投放

本周五，银保监会发布了《关于商业银行发行优先股补充一级资本的指导意见（修订）》，对发行优先股的监管标准有所松动，对此我们认为：

**一是中小银行补充一级资本需求较为迫切。**截至2019年一季末，银保监会数据显示，商业银行一级资本充足率为11.52%，核心一级为10.95%，相比一个百分点的一级资本工具补充还有空间。其中城商行、农商行资本充足率为12.64%和13.00%，低于商业银行口径的14.2%，与股份行水平大体相当，资本补充要求较为迫切。同时，当前中小银行资产质量问题较为突出，ROE存在下行压力，需要较多资源予以缓释风险。截至2019年一季末，城商行、农商行不良贷款率分别为1.88%和4.05%，高于商业银行1.8%的水平。

**二是优先股较永续债具有一定比较优势。**当前合格一级资本工具包括优先股、和无固定期限资本债券，但优先股市场接受程度更高，主要是由于：第一、优先股发行历史较长，市场较为熟悉，地方监管审批相对更顺畅；第二、法律地位上来讲，优先股法律地位更清晰，永续债存有模糊地带；第三、优先股作为发行人是税后分配，对投资人免税；永续债对发行人免税，但投资人需要自行缴税，使得永续债票面利率需要较高才能补偿税收部分。税收对发行价格影响显著。

**三是政策拓宽了中小银行一级资本补充渠道，有助于提升信贷投放能力。**过去，只有上市挂牌的银行可以发行优先股，而经过此次政策修订后，股东人数累计超过200人的非上市银行符合非上市公众公司的标准，在满足发行条件和审慎监管要求的前提下，可直接发行优先股。这样一来，通过降低优先股发行门槛，有助于夯实中小银行一级资本充足率，保障中小银行信贷投放，进一步提高实体经济服务能力。

### 4、风险提示

央行资金投放不及预期，市场风险偏好下降。

## 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<br>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 |