

## 美联储降息打开国内货币政策空间，下半年信贷结构调整需要更多政策支持

### ——流动性周报第 15 期

行业周报

#### ◆核心观点:

#### 1. 美联储 10 年来首次降息，国内货币政策操作空间加大，货币政策“结构性降息”和“定向性降准”仍有必要

7月31日晚，美联储议息会议决定下调联邦准备金利率区间 25 个基点至 2%-2.25%，为十年来首次降息。对此我们认为：一是此次降息为“预防式”操作；二是不排除年内再度降息的可能，但后续降息空间并不大；三是国内货币政策操作空间加大，“结构性降息”和“定向性降准”仍有必要。

#### 2. 资金利率小幅下行，票据利率步入“1 时代”，与资金利率形成倒挂

本周央行未开展公开市场操作，月末财政支出投放助力市场流动性保持相对宽松，资金利率小幅下行。本周票据利率大幅下行，部分期限品种已步入“1 时代”，并与资金利率形成倒挂，究其原因：一是金融机构利用票据实现月末信贷规模冲量；二是区域信贷投放冷热不均，分支机构利用票据占用信贷额度；三是金融机构对于资产的信用品质要求不断提升，优质资产供需矛盾突出，引导收益率进一步下行；四是市场环境较为宽松。

#### 3. 国股与城商行存单发行价格小幅分化，发行期限集中在 1 年期

本周存单发行有所回落，单周发行规模 2526 亿元，较上周下降约 1200 亿元，到期 2978 亿元，净回笼 452 亿元，连续三周实现净回笼。一是国股存单发行价格小幅下行，城商行存单价格小幅上行；二是存单发行集中于 1 年期，发行规模 1496 亿元，占全部存单发行规模 60%。

#### 4. 央行调整优化银行信贷结构，加强对薄弱环节信贷支持

7月29日，人民银行在北京召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会，要求提高制造业中长期贷款和信用贷款占比，继续做好小微企业金融服务，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，认真落实房地产市场平稳健康发展的长效机制，加大对现代服务业、乡村振兴、金融扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持。数据显示：年初以来商业银行信贷配置主要集中在房地产、政府项目及零售领域，而对高风险领域信贷配置依然谨慎，制造业领域信贷投放依然延续了疲软态势。

未来，制造业贷款投放出现较快增长需要进一步政策引导。中长期贷款、信用类贷款的增长，则需要财政领域更加积极。除去上年已经发行的专项债外，未来仍可能会有项目资本金比例下调、适度放开“白名单”管理支持重大基建项目、更加积极的地方政府债务置换。在零售端，住房按揭贷款增长存韧性，未来我们更关注零售端信贷投放的现场检查是否确认部分其他消费信贷资金变相流入房地产市场，以至于在这种情况下导致消费信贷领域增长出现放缓迹象。

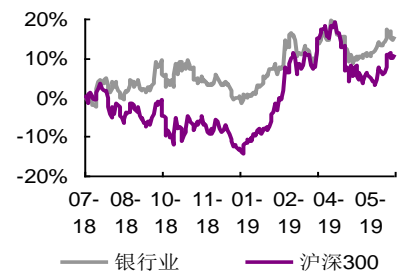
#### 5. 风险提示：宏观经济下行压力加大，货币政策超预期宽松。

## 买入（维持）

### 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）  
010-56513033  
[wangyf@ebcn.com](mailto:wangyf@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

- “MLF+TMLF”缩量对冲到期资金，结构性“量”、“价”调控降成本——流动性周报第 14 期  
.....2019-07-28
- 季节性因素无碍于流动性保持合理充裕，三季度 TMLF 或将缩量操作——流动性周报第 13 期  
.....2019-07-22

## 目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 美联储降息，国内货币政策“结构性降息”和“定向性降准”仍有必要 .....	3
1.2、 资金利率小幅下行，票据利率步入“1时代”，与资金利率形成倒挂.....	4
1.3、 国股与城商行存单发行价格小幅分化，发行期限集中在1年期 .....	5
2、 信贷运行情况.....	6
2.1、 央行调整优化银行信贷结构，加强对薄弱环节信贷支持 .....	6
3、 风险提示.....	8

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、美联储降息，国内货币政策“结构性降息”和“定向性降准”仍有必要

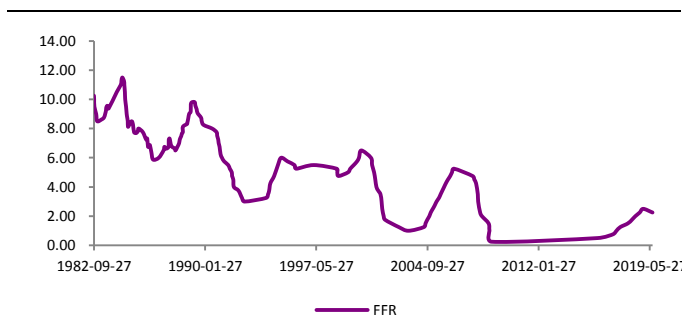
7月31日晚，美联储议息会议决定下调联邦准备金利率区间25个基点至2%-2.25%，为十年来首次降息，并将于8月1日结束缩表计划。对此我们认为：

一是此次降息为“预防式”操作。鲍威尔将降息原因归结于三个方面：对抗疲软的全球经济增长所带来的下行风险、贸易摩擦带来的不确定性以及尽快达到2%的通胀目标，并强调此次降息不是新一轮长期降息的起点。由此可见，在全球经济、贸易摩擦和通胀率三大目标中，联储降息更多应对外部因素冲击，在美国经济基本面尚未出现显著恶化的情况下，此次降息可视为“预防式”操作，主要为了防患于未然。

二是不排除年内再度降息的可能，但后续降息空间并不大。近30年以来，尽管美联储频繁调整联邦基金利率，但利率水平总体趋于下行。纵观近4次降息周期，平均降息幅度为5-6%。2008年全球次贷危机后，美联储在2015-2018年期间先后10次降息，将FFR由5.25%将至0.25%，降息幅度达5%。目前，美国FFR目标区间为2-2.25%，相较于前期降息空间已明显收窄。在全球经济下行压力加大、贸易摩擦不确定性依然较强以及美国通胀水平尚未达到2%的情况下，不排除联储年内再度降息的可能，但后续降息空间并不大。

图1：美国FFR运行情况

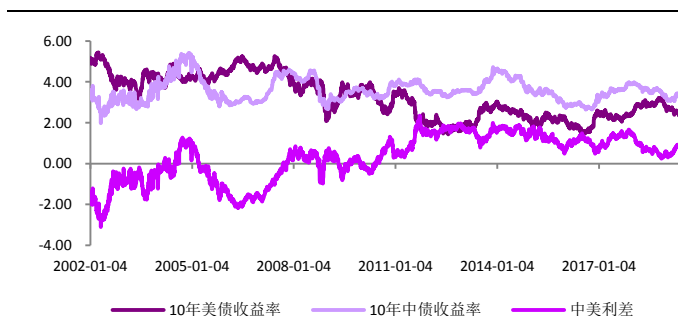
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：中美利差运行情况

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

三是国内货币政策操作空间加大，“结构性降息”和“定向性降息”仍有必要。随着美国无风险利率的下行，中美长端利差已大幅走扩，人民币汇率预期总体保持稳定，为国内货币政策调整创造了空间。当前，国内稳增长压力依然较大，中美贸易摩擦对外贸形势的冲击不容忽视，需要逆周期调控政策适时适度发力。同时，包商银行事件引发的一系列连锁反映并未完全消退，在打破同业刚兑预期下，流动性面临“量价重塑”，货币政策传导机制不畅问题较为突出，总量型货币政策难以化解结构性问题。因此，货币政策在继续保持稳健基调基础上，需要在结构化调控上下更大功夫。

一方面，在数量操作上遵循从“补水”到“引流”的模式，有针对性的加强流动性的定向投放，稳定中小银行负债端压力。通过“OMO+MLF”工具组合实现“小幅滴灌”，保持市场流动性水位的平稳，稳定市场预期；继

续针对中小银行实施较低的法定存款准备金率，在利率、期限、操作对象等方面创新流动性投放工具，拓宽央行资金覆盖面，进一步加强对中小银行再贴现、再贷款和 SLF 操作，多措并举稳定中小银行负债端压力。

另一方面，在价格工具上探索贷款先行的“结构性降息”措施，增强 LPR 作为贷款报价利率在实际利率形成中的作用。我们认为，进一步推动利率市场化可能遵循“先贷款、后存款”的改革思路，在存款基准利率保持不变的情况下，增强 LPR 作为贷款报价利率在实际贷款利率形成中的作用，增加 LPR 弹性，引导 OMO-MLF-LPR 定价下行，形成“非对称结构性降息”，进而起到引导降低实体经济融资成本的效果。

表 1: 央行流动性投放 (单位: 亿)

	2019/7/22-2019/7/26 (上周)	2019/7/29-2019/8/2 (本周)	2019/8/5-2019/8/9 (下周)
逆回购投放	500	-	-
逆回购回笼	4600	500	-
MLF (TMLF) 投放	4977	-	-
MLF (TMLF) 到期	5020	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 1.2、资金利率小幅下行，票据利率步入“1 时代”，与资金利率形成倒挂

本周央行并未开展公开市场操作，逆回购到期 500 亿元，月末财政支出投放助力市场流动性保持相对宽松。受此影响，本周资金利率小幅下行，其中 Shibor1D、7D 较上周分别持平于 2.63% 和 2.65%，14D 较上周下行 9bp 至 2.60%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 -1bp、5bp 和 26bp 至 2.63%、2.59% 和 2.44%。

值得注意的是，本周票据利率大幅下行，部分期限品种已步入“1 时代”。截止 7 月 31 日，6 个月期以内国股票据转贴利率已跌破 2%，重回“1 时代”。本月以来，各期限票据转贴利率下跌幅度已超过 100bp，部分期限品种（如隔夜）跌幅近 150bp。同时，票据转贴利率与资金利率已形成明显倒挂，其中 1 个月期内倒挂幅度保持在 100-150bp 范围。造成票据利率大幅下跌的原因我们推测如下：

一是金融机构利用票据实现月末信贷规模冲量。跨半年后，商业银行信贷投放节奏明显回落，对公贷款增长疲软。近期监管机构指导部分商业银行适度加大信贷投放规模，导致金融机构利用票据资产实现月末信贷规模冲量。

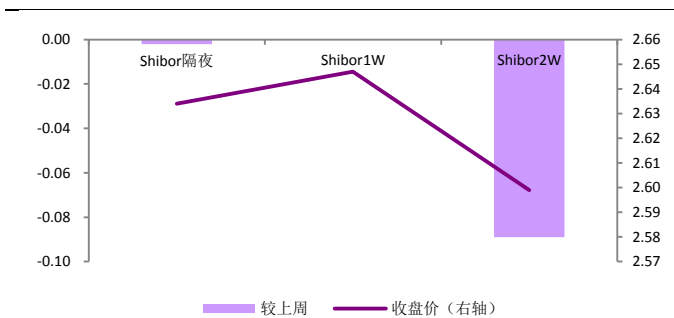
二是区域信贷投放冷热不均，分支机构利用票据占用信贷额度。从目前情况看，各地区信贷投放冷热不均现象较为突出，东北、华北、西北、西南地区信用风险事件偏多，传统行业偏多，信用风险区域问题和行业问题双集中，而长三角、珠三角地区经济活力相对较好。基于此，分支机构为避免总行信贷额度的调减，选择通过票据贴现方式占用信贷额度，容易造成“高风险地区不敢放，但信贷额度不让渡”的窘境。

三是优质资产供需矛盾。随着同业刚兑被打破，市场风险偏好显著下降，金融机构对于资产的信用品质要求不断提升，票据资产主要接受国股类票据，优质票据资产供需失衡问题较为突出，收益率出现进一步下行。

四是市场环境较为宽松。随着美联储受此降息，本周部分经济体相继采取降息措施，全球货币政策呈现转松迹象。同时，针对中小银行的降准、TMLF的超量投放以及月末财政支出助力市场流动性保持相对宽松，引导票据利率进一步下行。

图 3: Shibor 价格运行

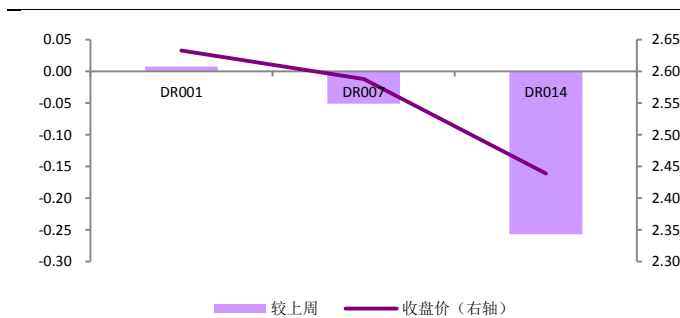
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: D-repo 价格运行

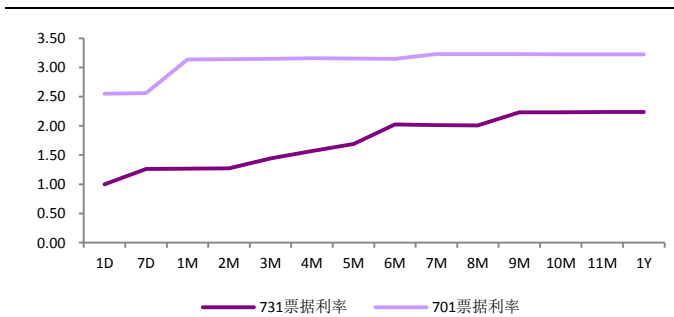
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 国股票据转贴利率

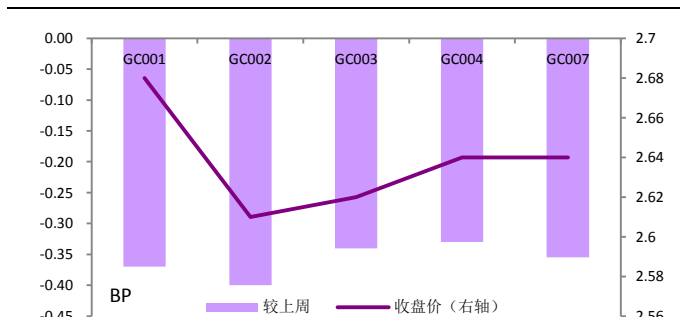
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: GC 价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

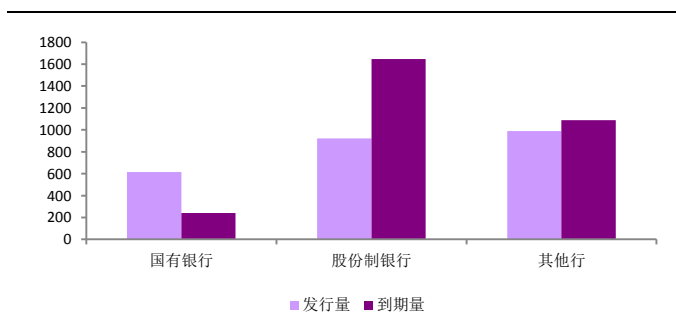
### 1.3、国股与城商行存单发行价格小幅分化，发行期限集中在 1 年期

本周存单发行有所回落，单周发行规模 2526 亿元，较上周下降约 1200 亿元，到期 2978 亿元，净回笼 452 亿元，连续三周实现净回笼。

一是存单发行价格小幅分化。本周国股存单利率普遍下行，1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.30%、2.63%、2.75%、2.96% 和 3.07%，较上周分别下行 10bp、0bp、10bp、3bp、2bp；城商行存单利率普遍上行，1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期价格分别为 2.64%、3.27%、3.56%、3.61% 和 3.61%，较上周分别上行-13bp、0bp、12bp、10bp、1bp。

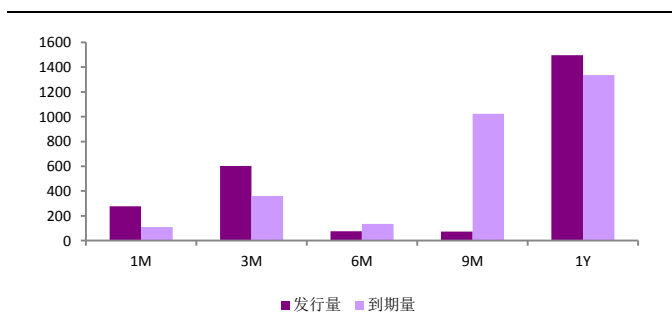
二是存单发行集中于 1 年期。本周 1 年期存单发行 1496 亿元，占全部存单发行规模 60%，到期 1336 亿元，净发行 160 亿元。3 个月期存单发行 602 亿元，占比 24%，到期 361 亿元，净发行 241 亿元。其他期限存单发行量相对较低。

图 7: 存单发行与到期情况 (按银行类型) 单位: 亿元



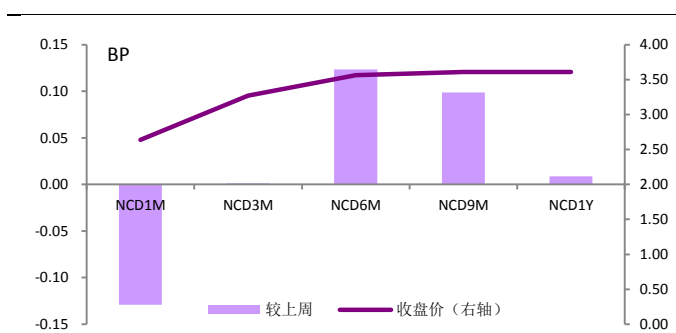
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 8: 存单发行与到期情况 (按发行期限) 单位: 亿元



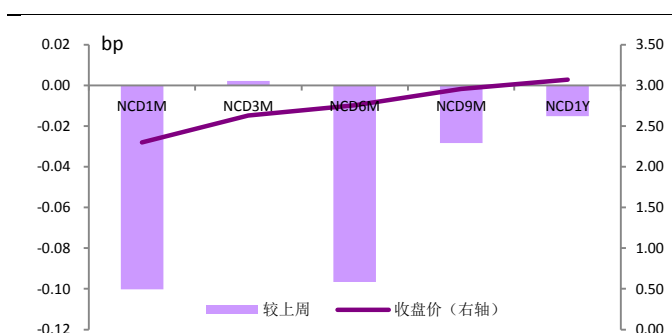
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 9: 城商行存单价格运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 10: 国股存单价格运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

## 2、信贷运行情况

### 2.1、央行调整优化银行信贷结构, 加强对薄弱环节信贷支持

2019 年 7 月 29 日, 人民银行在北京召开银行业金融机构信贷结构调整优化座谈会。会议强调, 当前和今后一段时期银行信贷结构调整优化要重点做好以下工作: 一是要提高制造业中长期贷款和信用贷款占比。二是要继续做好小微企业金融服务。三是要坚持“房子是用来住的, 不是用来炒的”定位, 认真落实房地产市场平稳健康发展的长效机制。四是要加大对现代服务业、乡村振兴、金融扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的信贷支持。

#### (一) 年初以来商业银行信贷配置主要集中在房地产、政府项目及零售领域, 制造业领域信贷配置相对有限

根据《2019 年二季度金融机构贷款投向统计报告》显示, 年初以来金融机构信贷资源主要集中于以下三个领域:

**一是房地产领域融资供需两旺。**二季度末, 金融机构人民币房地产贷款余额 41.91 万亿元, 同比增长 17.1%。虽然增速比上季末低 1.6 个百分点, 但是仍然显著高于一般贷款增速, 二季度房地产类贷款增速仍然较高。上半年, 房地产领域新增信贷 3.21 万亿元, 占同期各项贷款增量的 33.2%, 高于房地产融资存量 28% 的占比。房地产开发贷同比增长 14.6%, 增速也明显高于对公领域平均水平。

**二是基建等政府和准政府项目信贷投放较大。**今年以来, 基建“补短板”在资金供给方得到响应, 政府与准政府平台项目信贷投放意愿较强。其中建

筑、交运、仓储和邮政业、水利、环境和公共设施管理业等行业新增信贷投放占比较高，增幅较大。二季度交通运输、仓储和邮政业中长期贷款余额同比增长 11.8%；水利、环境和公共设施管理业中长期贷款余额同比增长 6.6%，增速尽管较一季度有所回落，但在对公领域依然处于相对较高水平。

**三是零售领域信贷投放依然保持较快增速。**截止二季末，住户消费性贷款余额 40.81 万亿元，同比增长 18.4%，增速比上季末低 0.7 个百分点，但显著高于全部贷款增速水平。上半年增加 3 万亿元，同比多增 597 亿元。

然而，**商业银行对高风险领域信贷配置依然谨慎，制造业领域信贷投放依然延续了疲软态势。**数据显示，年初以来，制造业领域信贷增速慢于整体贷款增速，上半年制造业信贷投放增量占比不及去年同期一半，且投放主体仍主要集中在国有银行，而股份行、城商行和农商行在该领域资源配置力度则相对有限。造成这种现象的原因，主要与制造业领域多数子行业不良率相对偏高，银行整体风险偏好仍处于低位水平有关。

## （二）下半年信贷投放展望

**一是“制造业、中长期贷款”出现明显增长需要进一步政策安排。**随着前期储备项目逐步消耗，对公贷款已现疲软态势。近期，国常会、政治局会议以及央行座谈会均反复要求调整优化贷款结构，引导加大制造业、服务业信贷投放，并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。信贷政策指导的频度之高、力度之大，在历史上尚属罕见。从上半年市场自发运行结果看，与政策指引的投向并不一致。未来，制造业贷款投放如何出现较快增长市场仍存疑惑，需要进一步的政策引导。另一方面，对于中长期贷款、信用类贷款的安排，除去上一年已经发行的专项债外，未来仍可能会有项目资本金比例下调、适度放开“白名单”管理支持重大基建项目、更加积极的地方政府债务置换。应该说，金融机构对于增加制造业贷款、中长期贷款（包括民企中长期贷款）、信用类贷款有一定积极性，这对于缓解“资产荒”有所帮助，但是如何有效激活微观主体活力，尤其是资金端有效需求，需要更多有效政策支持。

**二是零售贷款增长稳定性较强，住房按揭贷款增长存韧性，未来关注零售端信贷投放合规性检查。**综合目前商业银行信贷投放节奏、息差运行以及资本消耗情况看，我们倾向于认为下半年零售贷款将成为机构发力的重点领域，信用卡、消费金融等短期贷款投放需求依然旺盛。同时，今年以来住房按揭贷款增长较快，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。从目前的情况看，住房按揭贷款需求相对更为稳定，未来我们更关注零售端信贷投放的现场检查是否确认部分其他消费信贷资金变相流入房地产市场，以至于在这种情况下导致消费信贷领域增长出现放缓迹象。

**三是小微企业信贷可得性进一步增加。**数据显示，年初以来小微企业贷款延续了去年下半年以来的“增量、价降、面扩”的发展态势，截至 2019 年 6 月末，全国普惠型小微企业贷款余额 10.7 万亿元，比年初增长了 14.27%，比各项贷款增速高出 7.14 个百分点。近期央行再度增加 500 亿元支小再贷款额度，在监管要求及政策红利推动下，预计下半年小微企业信贷可得性将进一步增加。

### 3、风险提示

宏观经济下行压力加大，货币政策超预期宽松。



## 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