

# “美元荒”问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞

## ——流动性周报第24期

行业周报

## ◆核心观点:

## 1. “美元荒”问题加剧，美联储重启资产购买计划，国内流动性无虞

9月中旬以来，美国货币市场美元短缺问题逐步凸显，美联储近期宣布将重启资产购买计划。“美元荒”主要由于美联储货币政策正常化进程中，存款机构准备金大幅萎缩导致资金面脆弱性增加，在国债发行加大和企业缴税等短期因素冲击下，美元市场面临较大资金缺口，进而造成货币市场利率的大幅上行。

对我国而言，随着全球货币政策转松，美联储重启资产购买计划，为我国货币政策操作打开了空间，中美无风险利差进一步扩大，也将增加人民币资产吸引力。我们预计四季度央行货币政策回旋余地加大，市场流动性无虞，但考虑到通胀和“稳投资”托底因素，预计货币政策不会出现明显放松，转而增加鼓励信贷投放。

## 2. 跨季后市场流动性保持合理充裕，资金利率普遍下行

国庆小长假后，市场流动性较为宽松，一是跨季后央行连续暂停公开市场操作，累计实现资金净回笼3200亿元。二是资金利率普遍下行，其中Shibor1D、7D、14D较上周分别下行42bp、25bp和53bp至2.22%、2.59%和2.45%。隔夜、7天和14天D-Repo较上周分别下行45bp、34bp和62bp至2.21%、2.51%和2.41%。下周市场将进入缴税高峰，不排除央行资金转为净投放。

## 3. 存单发行大幅缩量，存单价格趋于下行

本周存单发行明显缩量，发行规模为1762亿元，净回笼372亿元。存单发行方面，本周存单发行以1个月和1年期为主，其中1个月期存单发行651亿元，1年期存单发行756亿元，占全部存单发行规模43%，净发行164亿元。存单价格方面，本周国股存单1个月、3个月、6个月、9个月和1年期存单较上周分别下行12bp、29bp、-17bp、-3bp和13bp至2.77%、2.81%、2.97%、2.88%和3.06%。

## 4. 9月及四季度信贷有望保持较好增势

在政策驱动作用下，金融领域信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，固定资产投资增速可能在未来出现企稳回升，进而形成有效融资需求。四季度看，如果地方政府发行并使用明年提前下达的新增专项债额度，亦或专项债项目遴选标准放松，都将是继续驱动基建领域信贷增长的重要力量。此外，政策性银行还可能在旧改融资，以及平衡区域信贷投放，保持区域金融稳定方面发挥重要作用。未来，信贷资源使用效益也有望进一步提升。总行通过差异化考核实现信贷额度的优化调配、加大了贷款客户需求挖掘力度，根据分行项目储备、存款增长情况统筹存量信贷到期后的再分配机制以及平衡表内外资产投放等方式，实现了信贷资源使用效益进一步提升。

## 5. 风险提示：经济下行压力进一步加大，中美经贸谈判出现反复

## 买入（维持）

## 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

[wangyf@ebsec.com](mailto:wangyf@ebsec.com)

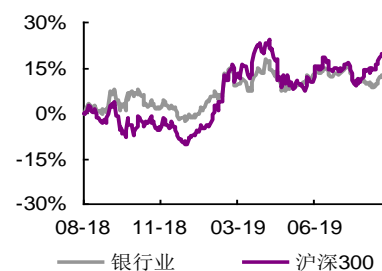
## 联系人

董文欣

010-56513030

[zhouhongyun@ebsec.com](mailto:zhouhongyun@ebsec.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

- 10月市场流动性展望——资金面保持稳定，市场利率小幅下行——流动性周报第23期  
.....2019-10-7
- LPR报价“扭曲操作”降息，制造业信贷料边际回暖——流动性周报第22期  
.....2019-09-22
- MLF利率下调概率依然较大，LPR报价有望再次下调——流动性周报第21期  
.....2019-09-15

## 目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 “美元荒”问题加剧，美联储重启资产购买计划，国内流动性无虞.....	3
1.2、 跨季后市场流动性保持合理充裕，资金利率普遍下行.....	5
1.3、 存单发行大幅缩量，存单价格趋于下行 .....	5
2、 9月及四季度信贷有望保持较好增势 .....	6
2.1、 政策驱动改善投融资循环 .....	6
3、 风险提示 .....	7

## 1、货币政策操作及流动性运行

### 1.1、“美元荒”问题加剧，美联储重启资产购买计划，国内流动性无虞

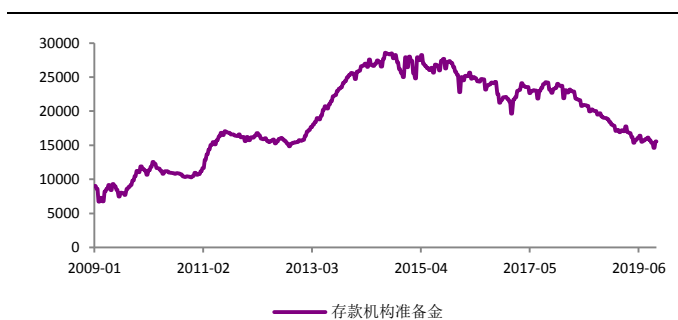
9月中旬以来，美国货币市场美元短缺问题逐步凸显，货币市场的一般隔夜回购拆借利率一度上升至8.5%，联邦基金有效利率（EFFR）也上升至2.3%，已超过超额准备金利率IOER1.8%（利率走廊上限）。为此，纽约联储紧急重启隔夜正回购操作，向市场投放535亿美元，同时于9月24、9月26、9月27日开展了14天正回购，合计规模为1500亿美元。10月11日，美联储宣布，将从10月15日开始，每个月购买600亿美元短期美债，并至少持续到2020年二季度。同时，美联储把日常性的隔夜回购操作截止日期从11月4日延长至2020年1月，每次操作规模至少为750亿美元；将每周两次实施（为期6天至15天不等的）定期回购操作，每次操作规模至少为350亿美元，截止日期同样是2020年1月。“美元荒”和货币市场利率的大幅上行的主要原因有二：

图1：美国存款机构准备金

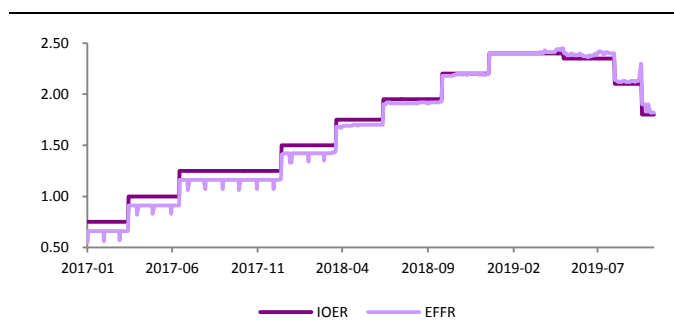
单位：亿美元

图2：美国利率走廊

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所



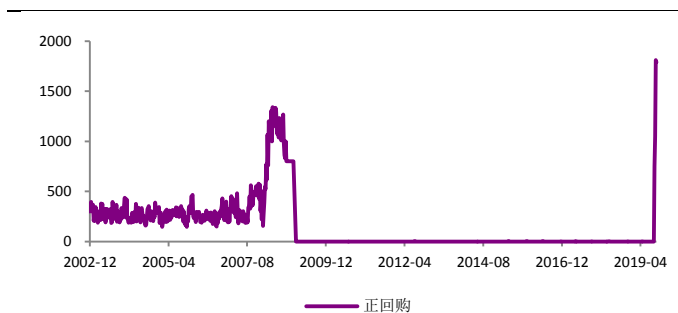
资料来源：Wind，光大证券研究所

图3：正回购操作

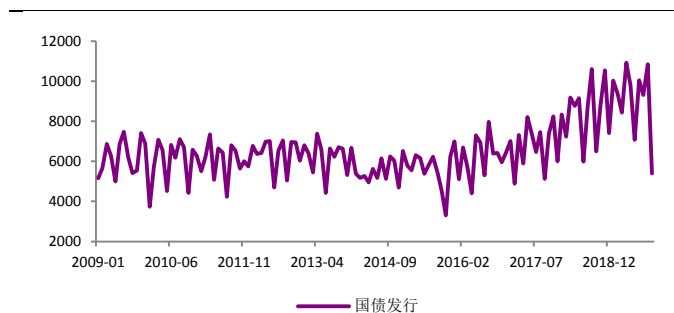
单位：亿美元

图4：国债发行情况

单位：亿美元



资料来源：Wind，光大证券研究所



资料来源：Wind，光大证券研究所

一是美联储货币政策正常化进程中存款机构准备金规模逐步萎缩。美联储自2017年10月开启缩表以来，美联储持有证券规模和负债规模均持续收缩，进而导致银行超额存款准备金逐步减少，从2017年9月的2.2万亿美元下降至2019年9月的1.3万亿美元。准备金的大幅萎缩使得金融机构批发金融得资金可得性下降，市场流动性脆弱性增强，更容易受到临时性或季节性

流动性冲击的影响。

二是美国财政部国债发行规模加大。在准备金规模不断萎缩的背景下，短期流动性冲击对美元市场的影响更为明显。可以看到，年初以来，美国国债发行规模不断加大，月均规模保持在 9000 亿美元以上，较前期明显提升。财政存款规模的快速扩张，叠加企业缴税因素影响，对美元市场流动性形成了挤占效应。

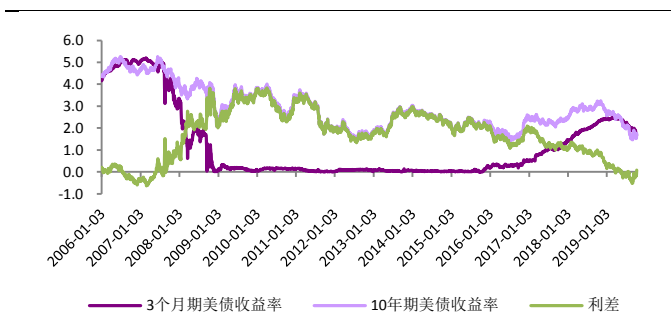
归纳起来，“美元荒”主要由于美联储货币政策正常化进程中，存款机构准备金大幅萎缩导致资金面脆弱性增加，在国债发行加大和企业缴税等短期因素冲击下，美元市场面临较大资金缺口，进而造成货币市场利率的大幅上行。

图 5：3 个月与 10 年期美债利差

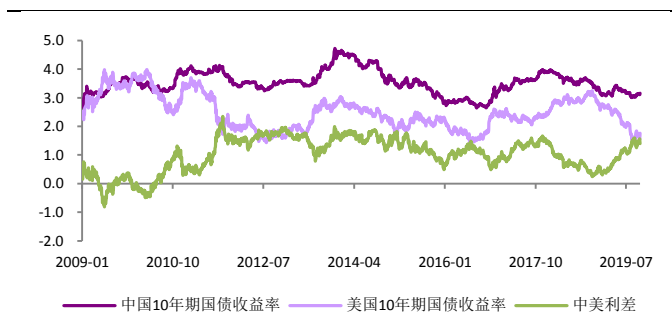
单位：%

图 6：中美利差

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

美联储重启资产购买计划，对我国市场流动性的影响如下：

一是美联储资产扩表为我国货币政策操作打开空间。当前，全球主要经济体货币政策已明显转“鸽”，欧央行已率先启动 QE+降息工具，美联储 10 年来首次宣布重启资产购买计划，国际货币政策的宽松为我国货币政策操作打开了空间。进入四季度，在引导 LPR 报价下行、地方专项债或将提前发行等因素影响下，央行货币政策回旋余地较大。

二是中美无风险利差进一步扩大，欧元区负利率程度进一步加深，人民币资产吸引力增加。随着美联储步入降息通道，美债收益率持续下降，中美无风险利差目前已扩大至 120bp。在海外持续加码宽松的背景下，经济增长动能的放缓将继续引导无风险利率的走扩，欧元区负利率程度进一步加深。站在全球资产配置的角度看，随着我国在金融领域对外开放程度的提升，海外资金流入国内市场渠道更为通常，人民币资产的吸引力将进一步加大，境外机构增持国内债券规模不断提升。

三是人民币汇率贬值压力得到充分释放，跨境资本运动保持稳定。年初以来，受中美贸易摩擦升级等因素影响，人民币汇率在二、三季度持续承压下挫并跌破 7 的关键点位。目前，人民币汇率在 7 附近企稳态势较为明显，短期均衡点基本形成，经过前期快速贬值，人民币汇率贬值压力得到充分释放，在美联储重启资产购买计划以及美元指数承压的情况下，跨境资本运动有望保持稳定，人民币资产已进入较好的配置点位。

综合上述分析，我们认为，随着全球货币政策转松，美联储重启资产购买计划，为我国货币政策操作打开了空间。我们预计四季度市场流动性无虞。

## 1.2、跨季后市场流动性保持合理充裕，资金利率普遍下行

国庆小长假后，市场流动性较为宽松，央行连续暂停了公开市场操作，资金利率普遍下行：

一是跨季后央行连续暂停公开市场操作。随着金融机构平稳实现跨季，以及国庆小长假后居民现金回流银行体系，银行备付金水平持续位于较高水平，市场流动性总体较为宽松。为此，央行本周连续暂停公开市场操作，累计实现资金净回笼 3200 亿元。

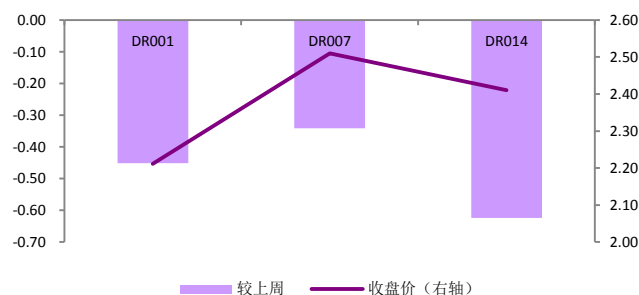
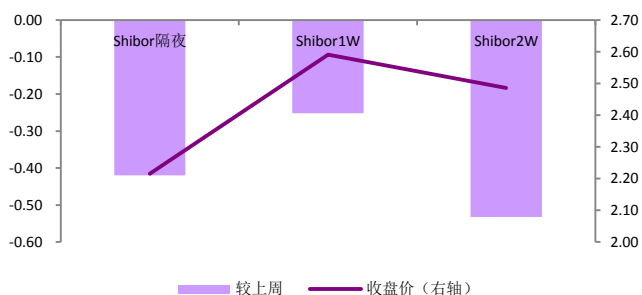
二是资金利率普遍下行。在宽松的市场流动性下，本周资金利率普遍下行。其中，Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 42bp、25bp 和 53bp 至 2.22%、2.59%和 2.45%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 45bp、34bp 和 62bp 至 2.21%、2.51%和 2.41%。

图 7: Shibor 价格运行

单位：%

图 8: 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

## 1.3、存单发行大幅缩量，存单价格趋于下行

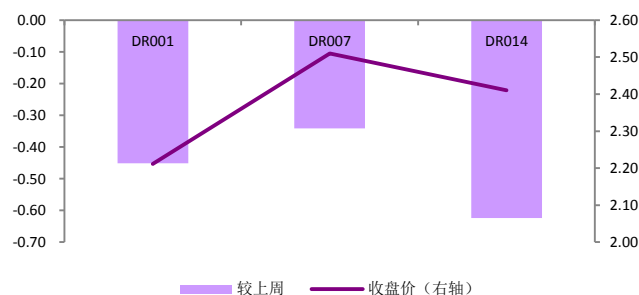
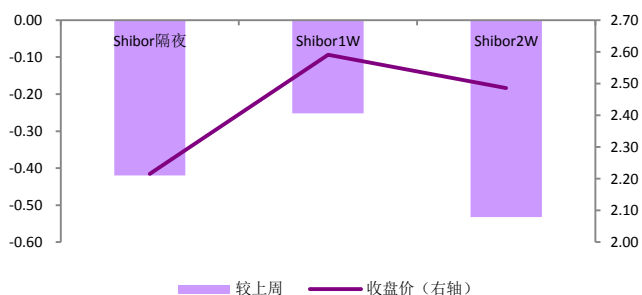
国庆后市场流动性较为充裕，加之存单到期规模较小，本周存单发行明显缩量，发行规模为 1762 亿元，净回笼 372 亿元。

图 9: 存单发行情况

单位：亿元

图 10: 存单价格运行

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

存单发行方面，本周存单发行以 1 个月和 1 年期为主，其中 1 个月期存单发行 651 亿元，占比 37%，净发行 357 亿元；1 年期存单发行 756 亿元，占全部存单发行规模 43%，净发行 164 亿元。



存单价格方面，本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单较上周分别下行 12bp、29bp、-17bp、-3bp 和 13bp 至 2.77%、2.81%、2.97%、2.88% 和 3.06%。

## 2、9 月及四季度信贷有望保持较好增势

我们在《10 月流动性展望：资金面保持稳定，市场利率小幅下行—流动性周报 23 期》中曾指出，9 月信贷增长在政策鼓励安排、资源前置、季末效应等因素共同作用下，新增人民币信贷有望录得较好增长。我们认为，信贷投放的超预期主要有三方面原因，并且可能深刻影响四季度信贷结构：

### 2.1、政策驱动改善投融资循环

三季度以来，随着稳增长压力的加大以及中美在经贸领域的反复摩擦，制造业 PMI 持续位于荣枯线下方，市场信心明显受挫，导致企业投资意愿较为低迷。为此，中央政治局会议、国务院常务会议等一系列重要经济会议均反复强调加大制造业领域信贷投放力度（按照存量、增量占比等指标纳入 MPA 考核），推进基础设施补短板建设，做好民营小微企业金融服务，并明确地方政府可将部分专项债融资作为项目资本金，有助于撬动较大规模银行信贷配套资金的注入。

在政策驱动作用下，金融领域信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，商业银行内部也出台了支持制造业领域信贷投放的相关细则，包括鼓励各分行加大对辖区制造业企业营销力度、适度下层企业信用资质以及确保年末制造业信贷余额不低于年初水平等。我们观察到，8 月份以来，制造业领域信贷投放明显改善，当月增量占比保持在 5-5.5% 区间，较 7 月提升近 10 个百分点，我们倾向于认为制造业贷款增速在四季度也将较去年的 3% 明显回升。而电力、热力、燃气及水生产、建筑业以及交通运输业等基建领域信贷增量占比同样出现改善迹象。随着制造业和基建领域信贷投放的发力，固定资产投资增速可能在未来出现企稳回升，并引导企业加大资本开支类支出，进而形成有效融资需求。在投资需求与融资需求良性循环引导下，四季度固定资产投资有望边际企稳，我们对四季度对公领域信贷投放并不悲观。

从结构观测，大型银行与政策性银行在中央重点项目投放相对较好，而市场化的对公需求仍稍显乏力。对公信贷增长，尤其是中长期信贷增长，对基建投资的依赖度提升。而四季度看，如果地方政府发行并使用明年提前下达的新增专项债额度，亦或专项债项目遴选标准放松，都将是继续驱动基建领域信贷增长的重要力量。此外，政策性银行还可能在旧改融资，以及平衡区域信贷投放，保持区域金融稳定方面发挥重要作用。

商业银行在信贷资源管理方面更加注重资源配置效益的提升，主要表现在三个方面：一是针对各地区项目储备面临的区域冷热不均问题，总行通过差异化考核实现信贷额度的优化调配，进一步加大了重点区域分行的信贷投放支持力度，在长三角、珠三角和国家重点开发地区对公信贷呈现出“强者恒强”的马太效应；二是进一步加大了贷款客户需求挖掘力度，根据分行项目储备、存款增长情况统筹存量信贷到期后的再分配机制；三是进一步平衡表内外资产投放，债务置换、非标回表等确保了表内信贷投放的延续性。

总体而言，进入四季度，我们期待基建领域继续发力，银行信贷与之配合，用来“稳投资”，而投资的稳定又是防止经济滑出合理区间，争取明年信贷“开门红”的重要支持。

### 3、风险提示

经济下行压力进一步加大，中美经贸谈判出现反复。

## 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将与，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