

# 年内流动性环境将如何演绎？



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——川财宏观流动性专题报告

下半年以来，国内流动性环境被添加了一些新要素，7月超预期降准、下半年地方债放量及美联储 Taper QE 进程加速等新要素将如何影响年内流动性环境？不一样的流动性环境下，资本市场又将如何演绎？本文主要回答以上几个问题。

## ❖ 上半年狭义流动性为何偏宽松？

上半年狭义流动性宽松的动力并非来自银行体系的负债端，而是资产端。前7个月实体经济融资需求、政府债券供应均有走弱，银行体系中流动性“盈余”，呈现优质资产欠配。具体表现为，一方面，银行体系倾向于加大票据融资，将资金以拆借回购的方式拆借给非银机构。另一方面，银行体系优质资产欠配也造成政府债券招标倍数升高，机构对新增利率债的配置需求较为旺盛。

## ❖ 年内流动性环境将如何演变？

整体来看，年内“宽狭义、窄广义”的异样流动性环境有望延续。首先，年初下达的专项债额度存在一定的发不完的可能性，部分债项发行窗口或后移12月甚至明年一季度，债市供给对年内流动性的压力或将低于预期。

其次，央行年内仍有“降准置换 MLF”的可能性，叠加政策端反复提及的“减排”货币政策工具，狭义流动性短期有望延续宽松。

第三，7月国内宏观数据显示“稳增长”压力较大，也对信用环境提出了较高要求。当前政策强调“跨周期调节”，四季度或将是“流动性精准滴灌”向“实质工作量”转换的窗口期，银行体系流动性有望维持合理充裕。

最后，美联储短期操作对国内流动性环境的掣肘有限。其一，“Taper QE”不等于加息，“Taper QE”到加息之间仍将有较长时间的间隔。其二，央行二季度货币政策执行报告强调，人民币汇率双向波动反映国内外经济周期和货币政策的差异，去年3月以来，我国经济率先修复，较强的经济基本面在中长期支撑人民币汇率，我国货币政策始终独立自主。

## ❖ 若“异样”流动性环境延续，市场又将如何演绎？

债市方面，当前10年期国债收益率与1年期国债收益率共同下行，期限利差小幅走扩，1年期国债收益率下行幅度相对较大，印证流动性环境是当前债市表现的主要影响因素。若“异样流动性”持续演绎，债市配置机会的确定性较强，利率债需求维持高位，信用分层或加速演绎，高评级债项利差有望收窄。

此外，狭义流动性偏宽，非银机构可用资金规模增加，股市有望迎来资金持续涌入，高流动性水平或将加深股市结构性投资机会。

❖ **风险提示：**外部疫情再度出现反复，主要工业原料超预期上行，下游需求修复低于预期。

## 📌 证券研究报告

所属部门 总量研究部

川财一级行业 总量研究

川财二级行业 宏观经济

报告类别 宏观深度

报告时间 2021/8/23

## 📌 分析师

陈琦

证书编号：S1100520120001  
chenqi@cczq.com

## 📌 联系人

崔裕

证书编号：S1100120080004  
cuiyu@cczq.com

## 📌 川财研究所

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心15楼，100034

上海 陆家嘴环路1000号恒生大厦11楼，200120

深圳 福田区福华一路6号免税商务大厦32层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道177号中海国际中心B座17楼，610041

## 正文目录

一、复盘上半年流动性环境 .....	4
1.1 上半年广义流动性何以偏紧? .....	4
1.2 上半年狭义流动性为何偏宽? .....	6
二、年内流动性环境将如何演变? .....	9
2.1 年内流动性变化的新要素 .....	9
2.2 “宽货币、窄信用”的异样流动性环境有望延续 .....	10
三、流动性“异样”延续，市场又将如何演绎? .....	11
3.1 银行对优质资产的需求或将持续较高 .....	11
3.2 非银机构资金量充足，股市或迎来资金增量 .....	13
风险提示 .....	15

## 图表目录

图 1: 居民贷款同比增速下滑.....	4
图 2: 未贴现承兑汇票走弱.....	6
图 3: 信托投资增速趋势性下行.....	6
图 4: 银行体系流动性相对充裕.....	8
图 5: 非银机构可融出资金规模增加.....	8
图 6: 社融、M2 剪刀差走窄, 银行配置力量维持较强.....	8
图 7: 地方债发行进度逐步赶超至往年水平.....	10
图 8: MLF 小幅续作后回购利率回落.....	10
图 9: MLF 投放与续作状况.....	11
图 10: MLF 到期状况.....	11
图 11: 长短端利率共同下调.....	12
图 12: 利率下行、期限利差走扩.....	12
图 13: 高低评级信用利差或将走扩.....	12
图 14: 非银机构贷款规模位于近年高位.....	13
图 15: 非银机构存款规模整体增加.....	13
图 16: 非银机构流动性降准后明显宽松.....	14
图 17: 股票基金加速发行.....	14
图 18: 股票基金规模持续增加.....	14

上半年国内财政节奏明显后置，地方政府债务发行相对缓慢，上半年流动性环境呈现出罕见的“狭义偏松、广义偏紧”的特点。

下半年以来，国内流动性环境被添加了一些新要素，7月超预期降准、下半年地方债放量及美联储 TaperQE 进程等新要素将如何影响年内流动性环境？“资产荒”年内是否延续？不一样的流动性环境下，资本市场又将如何演绎？本文主要回答以上几个问题。

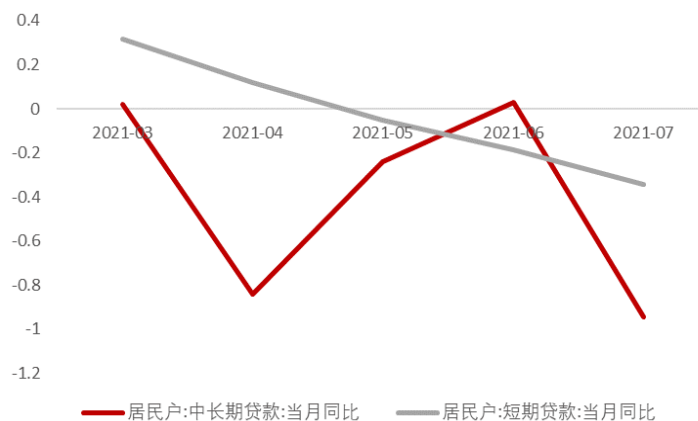
## 一、复盘上半年流动性环境

### 1.1 上半年广义流动性何以偏紧？

广义流动性主要指实体经济的流动性环境，上半年国内经济稳健修复，增长压力较小，叠加政策端融资环境整体趋严，实体经济融资以结构性改善为主，总量增长明显回落。

截至7月，国内社融存量同比增速回落至10.7%，各分项增速均有回落。首先，1-7月房地产行业融资趋势性收紧，在房地产开发企业到位资金中，国内贷款规模同比下降4.5%，销售端个人短期、中长期贷款增速也随政策回落。

图 1：居民贷款同比增速下滑



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

其次，疫情对实体企业，特别是大中型企业的影响逐步消退，企业融资结构由去年的短期为主转向中长期，侧面印证企业固定资产投资意愿回升，银行资产结构随之改变。

表格1. 企业贷款出现结构性调整

	企业短期贷款当月值	企业短期贷款同比增速	企业中长期贷款当月值	企业中长期贷款同比增速
	亿元	%	亿元	%
2021-01	5755	-25.25	20400	22.89
2021-02	2497	-61.87	11000	164.61
2021-03	3748	-57.18	13300	37.92
2021-04	-2147	-3362.90	6605	19.07
2021-05	-644	-153.18	6528	23.05
2021-06	3091	-23.70	8367	13.87
2021-07	-2577	6.44	4937	-17.28

数据来源: Wind, 川财证券研究所

直接融资方面, 今年以来, 财政纪律持续强化, 地方政府债发行后置。上半年监管先后 8 次提及化解地方政府债务风险, 逐步规范的监管环境或使地方政府在债券发行、资金使用等方面更加审慎, 周期拉长。

今年地方债“提前批”下达时间较前两年明显后移, 一季度新增地方政府债发行空白, 今年 1-7 月地方政府债发行进度明显弱于前两年。据川财宏观团队测算, 前 7 月国内地方政府专项债发行规模仅占 2021 年全年额度的 58.62%, 较 2019、2020 年同期分别下行 31.86 和 7.2 个百分点。

表格2. 近年来地方政府专项债发行进度对比

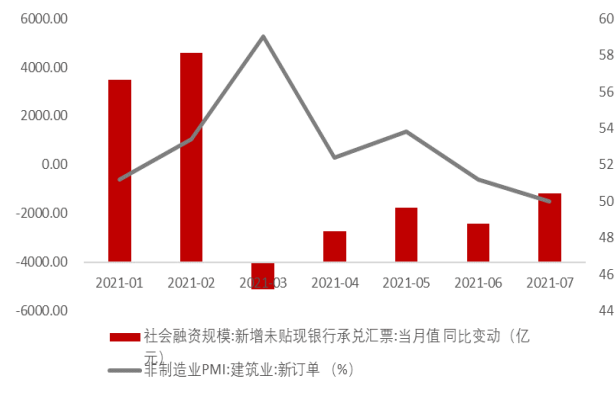
		2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07
		5.70	11.68	20.47	27.21	41.72
2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07
7.19	15.17	33.36	37.75	45.10	72.16	90.48
2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07
19.06	25.33	29.44	32.64	60.13	63.27	65.82

2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07
4.10	4.82	10.25	19.67	32.06	47.42	58.62

数据来源: Wind, 川财证券研究所, 单位: %

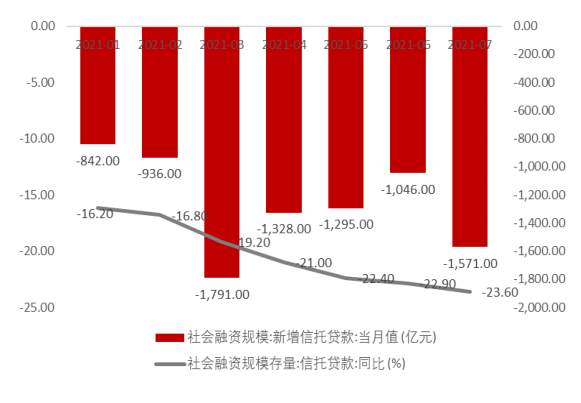
非标融资压降仍为中长期趋势。在房地产监管收紧的大背景下, 前7月信托融资规模持续同比减少。未贴现的银行承兑汇票方面, 受制于当前实体经济较弱的融资需求, 银行票据融资规模较大, 承兑汇票贴现率较低, 7月未贴现承兑汇票减量明显; 值得注意的是, 未贴现承兑汇票中建筑业占比相对较高, 数据也间接说明7月建筑业景气度相对较弱, 对表内表外融资均有影响。

图 2: 未贴现承兑汇票走弱



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: 亿元, %

图 3: 信托投资增速趋势性下行



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: 亿元, %

## 1.2 上半年狭义流动性为何偏宽?

从负债端看, 7月15日降准以前, 国内货币政策维持稳健, 央行持续以“地量”逆回购操作补充狭义流动性, 月中MLF操作也以缩量、等量续作为主, 可见上半年狭义流动性偏宽的动力并非来自融资端。

表格3. 年内MLF到期及投放情况

日期/单位	MLF到期量 亿元	MLF投放数量:1年 亿元	缩量/超量续作 亿元
2021-01-15	3,000.00	5,000.00	2,000.00

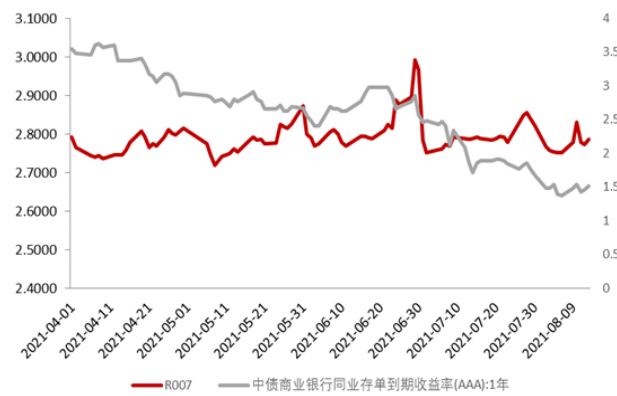
<b>2021-02-17</b>	2,000.00	0.00	-2,000.00
<b>2021-02-18</b>	0.00	2,000.00	2,000.00
<b>2021-03-15</b>	0.00	1,000.00	1,000.00
<b>2021-03-16</b>	1,000.00	0.00	-1,000.00
<b>2021-04-15</b>	1,000.00	1,500.00	500.00
<b>2021-05-15</b>	1,000.00	0.00	-1,000.00
<b>2021-05-17</b>	0.00	1,000.00	1,000.00
<b>2021-06-15</b>	2,000.00	2,000.00	0.00
<b>2021-07-15</b>	4,000.00	1,000.00	-3,000.00
<b>2021-08-16</b>	0.00	6,000.00	-1,000.00
<b>2021-08-17</b>	7,000.00	0.00	

数据来源: Wind, 川财证券研究所

资产端方面，实体经济贷款、政府债都是资产端的重要组成部分，是超额储备金的主要投向。一如我们上文对广义流动性的分析，前7个月实体企业融资需求、政府债券供应均较此前走弱，财政后置使得银行体系中出现流动性“盈余”，银行呈现优质资产欠配模式，也就是“资产荒”。

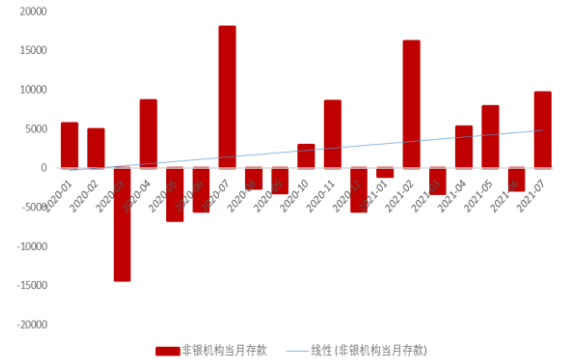
从具体表现看，一方面，银行体系为完成年内信贷指标，加大票据融资配置，或将资金以拆借回购的方式拆借给非银机构，前7月非银金融机构贷款规模持续增加印证这一观点。另一方面，银行体系优质资产欠配也造成政府债券招标倍数升高，银行体系对新增利率债的配置需求较为旺盛。

图 4： 银行体系流动性相对充裕



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: %

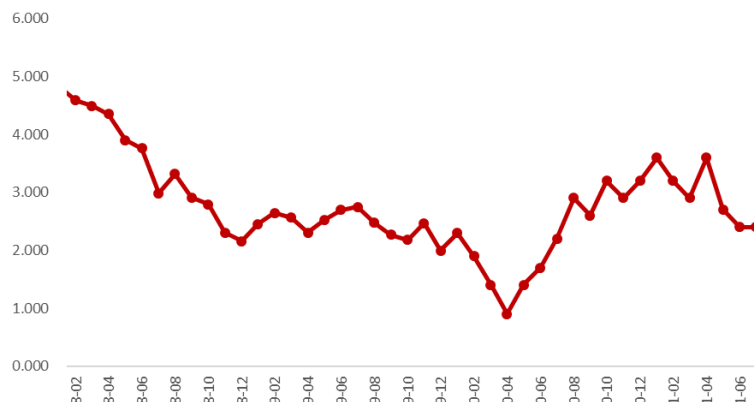
图 5： 非银机构可融出资金规模增加



资料来源: wind, 川财证券研究所, 单位: 亿元

在我们此前的报告中，我们已通过观测 M2、社融增速的剪刀差来探究机构的配置力量，这主要是考虑到 M2、社融分别对应金融体系的负债端和资产端，具有较为具体的结构性差异。前 7 月我国社融、M2 剪刀差持续走窄说明银行资产端增速弱于负债端，流动性在银行体系中有所滞留，银行配置动力自然上升。

图 6： 社融、M2 剪刀差走窄，银行配置力量维持较强



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_25392](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_25392)

