

2020 年 08 月 27 日

“每周三问”系列（六）

宏观研究团队

流动性三问三答

——宏观经济点评

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

● 一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？

8 月初以来，货币市场利率明显上涨，R001 一度上涨至 2.40%，R007 上涨 45BP 至 8 月 25 日的 2.59%。流动性趋紧，或与银行超储率过低，政府债券供给放量等有关。6 月银行超储率只有 1.6%，创 2018 年以来同期新低，地方债和国债大规模发行，及结构性存款压降等，或导致超储率进一步下降；8 月前 3 周地方债和国债净供给达 1.08 万亿元、远超 7 月的 0.5 万亿元，挤压二级市场流动性。央行操作可以帮助缓解银行资金压力，但非银资金状况也影响整体流动性环境。8 月初以来，央行加大逆回购投放、超额续作 MLF 等，补充银行流动性；但非银机构资金依然较为紧张，包含非银机构的 R007 高达 2.59%，高于仅代表存款类机构 DR007 的 2.21%，而基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过 50%。

● 二问：近期货币政策操作，如何理解？

近期央行重启 14 天逆回购投放，主要平抑资金波动、平滑滚动续作压力，并非类似 2016 年下半年“收短放长”引导去杠杆。2018 年以来，14 天逆回购多用于春节、季末等跨期；也有非跨期使用的情况，例如 2018 年 4 月、5 月和 7 月，主要用于平抑债券供给等带来的资金波动。当前面临问题是，企业通过低成本融资购买结构性存款等进行空转套利，而类似 2016 年金融机构过度杠杆行为较少。流动性尚不具备持续收紧的宏观基础，但防风险重视度提升等，决定短期流动性较难出现进一步宽松。当前整体需求偏弱、就业等压力较大，微观层面企业尚处于报表修复阶段，决定了货币流动性环境尚不具备持续收紧的基础。随着经济进入修复通道，资金空转、违规套利等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”，如何引导资金流向实体成为当前政策重心。

● 三问：未来流动性环境如何演绎？

年内来看，政府债券供给、结构性存款压降等因素，仍可能对流动性产生影响。未来 4 个月，地方债新券供给约 1 万亿元、或集中在 9 月发行，国债还要净供给约 1.8 万亿元。如果按照结构性存款规模压降至 2019 年底的 2/3 以下推算，8-12 月结构性存款或至少压缩 3.8 万亿元，其中中小银行或至少压缩约 2.3 万亿元。财政存款投放等，或有助于平抑资金波动；但中小银行和非银流动性分化，仍可能阶段性导致流动性边际趋紧。随着季末、年底临近，银行资金压力进一步加大，降准补充银行流动性的必要性上升；公开市场操作、财政存款投放，或有助于缓解资金压力。然而中小银行，不仅结构性存款收缩压力大，同业存单到期续发压力也较大。银行负债承压，对非银资金融出减少，或阶段性导致流动性易紧难松。

● 风险提示：金融风险累积导致政策出现重大调整；广义财政支出不及预期。

相关研究报告

《宏观经济专题-结构性存款“退潮”，与流动性演绎》-2020.8.23

《宏观深度报告-拜登，老牌政客的终极一搏》-2020.8.22

《宏观经济点评-“每周三问”系列（五）

美国大选，需要知道的三个核心问题》-2020.8.20

目 录

1、 一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？	3
2、 二问：近期货币政策操作，如何理解？	4
3、 三问：未来流动性环境如何演绎？	5
4、 风险提示	6

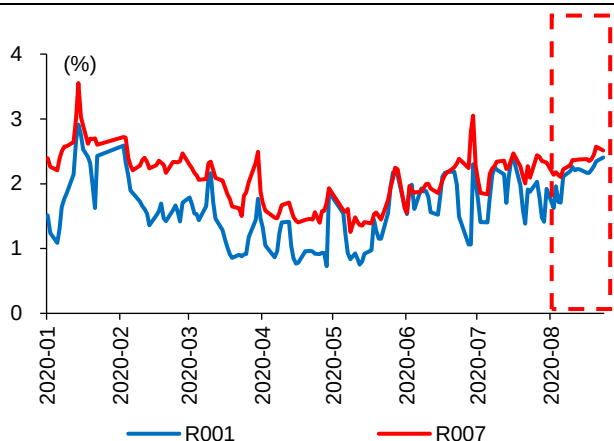
图表目录

图 1： 8 月初以来，货币市场利率明显上涨	3
图 2： 银行超储率明显偏低	3
图 3： 5 月以来，结构性存款趋于下降	3
图 4： 5 月以来，政府债券融资持续大幅高于以往同期	3
图 5： 8 月以来，R007 与 DR007 利差走阔	4
图 6： 基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过一半	4
图 7： 近期央行重启 14 天逆回购投放	4
图 8： 当前 MLF 和逆回购加权利率并未明显抬升	4
图 9： 利率较高，可能对企业债券融资形成压制	5
图 10： 地方债和国债剩余额度达 2.8 万亿元	5
图 11： 近期央行加大公开市场操作平抑资金波动	6
图 12： 支出加快带动财政存款投放，资金回流银行体系	6
图 13： 同业存单到期规模上升，滚动续发仍需关注	6
图 14： 未来 4 个月，中小银行同业存单到期压力较大	6
表 1： 政策更加注重“精准导向”	5
表 2： 年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小银行	5

1、一问：近期流动性环境趋紧的影响因素？

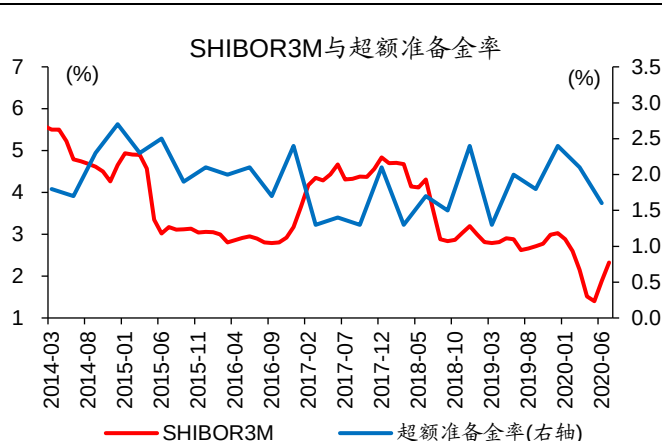
8月初以来，货币市场利率明显上涨，R001一度上涨至2.40%，R007上涨45BP至8月25日的2.59%。流动性趋紧，或与银行超储率过低下，政府债券供给放量等有关。6月银行超储率只有1.6%、创2018年以来同期新低，地方债和国债大规模发行，及结构性存款压降等，或导致超储率进一步下降；8月前3周地方债和国债净供给达1.08万亿元、远超7月的0.5万亿元，挤压二级市场流动性。

图1：8月初以来，货币市场利率明显上涨



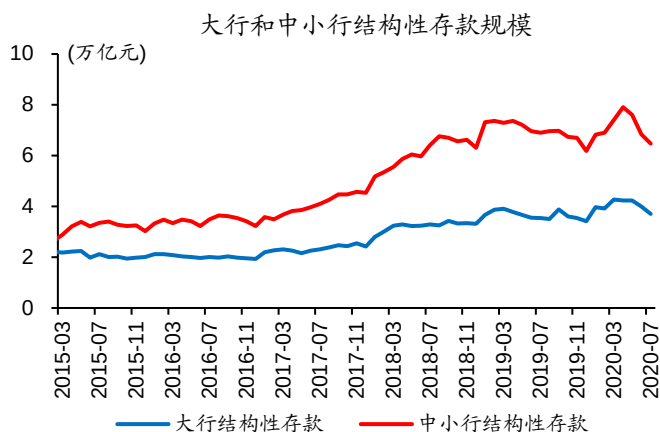
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：银行超储率明显偏低



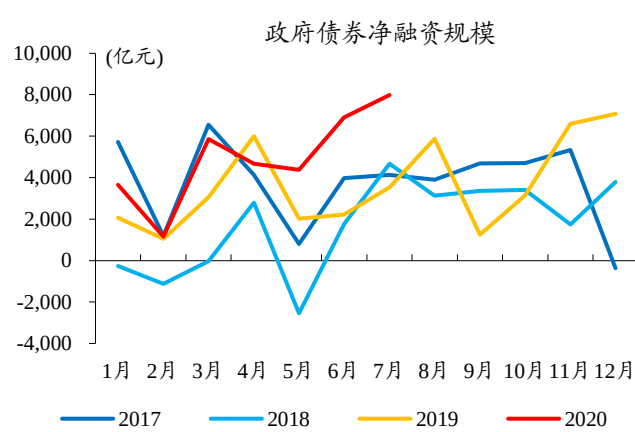
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：5月以来，结构性存款趋于下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：5月以来，政府债券融资持续大幅高于以往同期

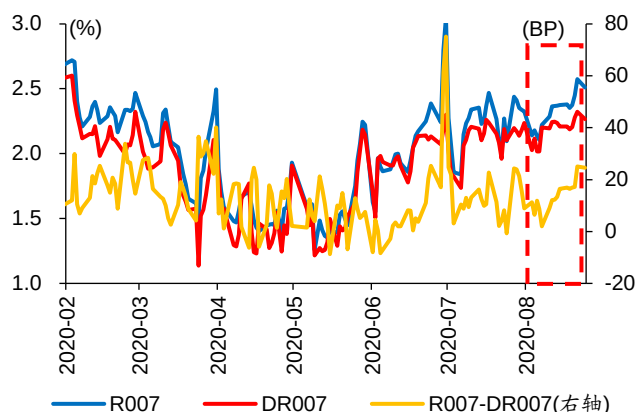


数据来源：Wind、开源证券研究所

央行操作可以帮助缓解银行资金压力，但非银资金状况也影响整体流动性环境。8月初以来，央行加大逆回购投放、超额续作MLF等，补充银行流动性；但非银机构资金依然较为紧张，包含非银机构的R007高达2.59%¹，高于仅代表存款类机构DR007的2.21%，而基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过50%。

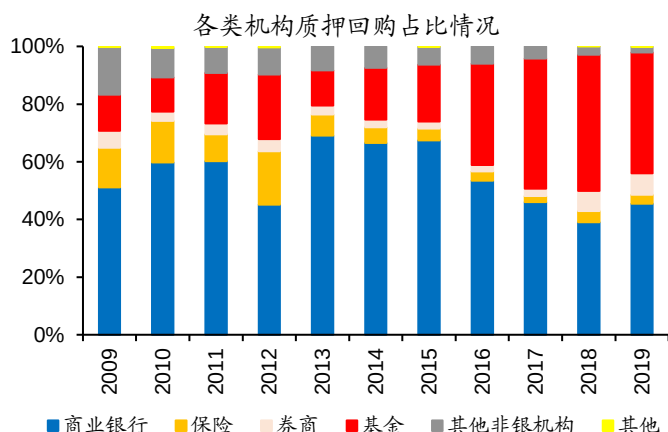
¹ 截至8月25日，下同。

图5: 8月以来, R007 与 DR007 利差走阔



数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 基金、券商等非银机构参与质押回购占比超过一半

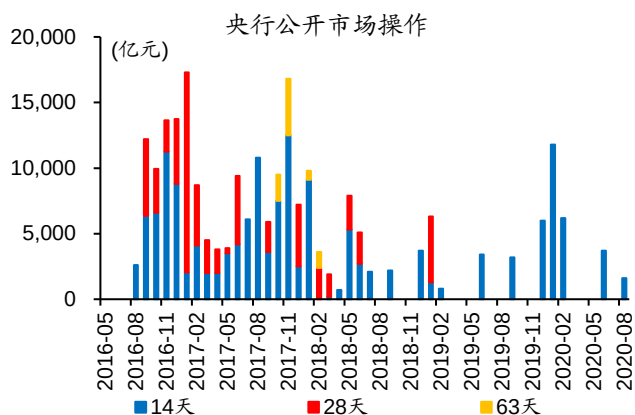


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、二问: 近期货币政策操作, 如何理解?

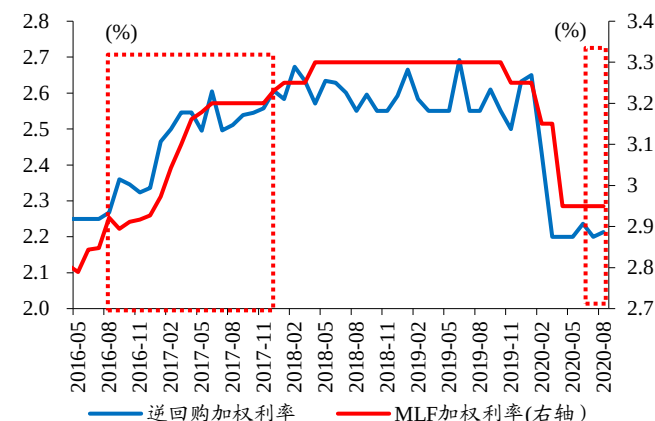
近期央行重启 14 天逆回购投放, 主要平抑资金波动、平滑滚动续作压力, 并非类似 2016 年下半年“收短放长”引导去杠杆。2018 年以来, 14 天逆回购多用于春节、季末等跨期; 也有非跨期使用的情况, 例如 2018 年 4 月、5 月和 7 月, 主要用于平抑债券供给等带来的资金波动。当前面临问题是, 企业通过低成本融资购买结构性存款等进行空转套利, 而类似 2016 年金融机构过度杠杆行为较少。

图7: 近期央行重启 14 天逆回购投放



数据来源: Wind、开源证券研究所

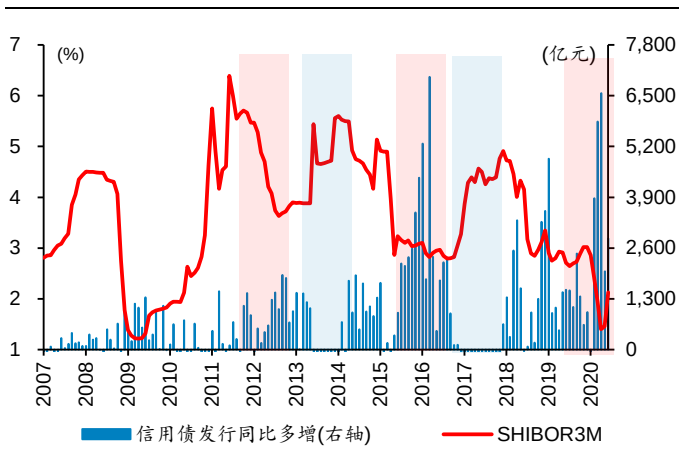
图8: 当前 MLF 和逆回购加权利率并未明显抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

流动性尚不具备持续收紧的宏观基础, 但防风险重视度提升等, 决定短期流动性较难出现进一步宽松。当前整体需求偏弱、就业等压力较大, 微观层面企业尚处于报表修复阶段, 决定了货币流动性环境尚不具备持续收紧的基础。随着经济进入修复通道, 资金空转、违规套利等, 使得当局对防范化解风险的重视度提升, 更加注重货币政策的“精准导向”, 如何引导资金流向实体成为当前政策重心。

图9：利率较高，可能对企业债券融资形成压制



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：政策更加注重“精准导向”

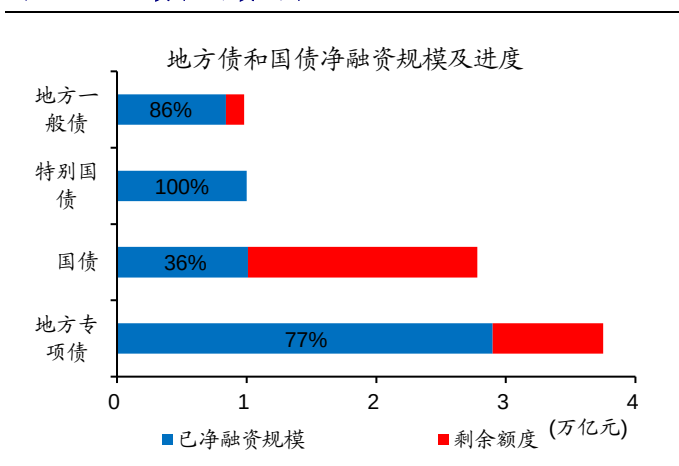
时间	会议/文件	主要内容
4月3日	定向降准，并下调金融机构存款准备金率	定向下调存款准备金率1个百分点，超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
5月12日	促进中小企业发展工作领导小组会议	总量政策注重结构性取向，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行信贷资产证券化，加大财政、货币、信贷、担保、保险、融资、信用、信息、人才、技术等支持，推动中小企业融资成本下降。
6月1日	关于进一步强化中小企业金融服务的指导意见	不断完善普惠金融政策，加大普惠金融支持力度，推动普惠金融高质量发展。要加大对普惠金融支持力度，推动普惠金融高质量发展。
6月24日	中国人民银行货币政策委员会2020年第二季度例会	创新和完善宏观调控，稳健的货币政策更加灵活适度，保持流动性合理充裕，支持实体经济高质量发展。要加大对普惠金融支持力度，推动普惠金融高质量发展。
7月7日	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要加大对中小企业信贷支持力度，推动普惠金融高质量发展。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	金融支持稳企业保就业工作座谈会，要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要加大对中小企业信贷支持力度，推动普惠金融高质量发展。
7月30日	中央政治局会议	金融支持稳企业保就业工作座谈会，要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要加大对中小企业信贷支持力度，推动普惠金融高质量发展。
8月7日	《2020年第二季度中国货币政策执行报告》	金融支持稳企业保就业工作座谈会，要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要加大对中小企业信贷支持力度，推动普惠金融高质量发展。
8月17日	国务院	金融支持稳企业保就业工作座谈会，要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要加大对中小企业信贷支持力度，推动普惠金融高质量发展。
8月25日	国务院政策例行吹风会	金融支持稳企业保就业工作座谈会，要落实有扶有控的差异化信贷政策，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比。要加大对中小企业信贷支持力度，推动普惠金融高质量发展。

资料来源：中国政府网、中国人民银行、开源证券研究所

3、三问：未来流动性环境如何演绎？

年内来看，政府债券供给、结构性存款压降等因素，仍可能对流动性产生影响。未来4个月，地方债新券供给约1万亿元、或集中在9月发行，国债还要净供给约1.8万亿元。如果按照结构性存款规模压降至2019年底的2/3以下推算，8-12月结构性存款或至少压缩3.8万亿元，其中中小银行或至少压缩约2.3万亿元。

图10：地方债和国债剩余额度达2.8万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

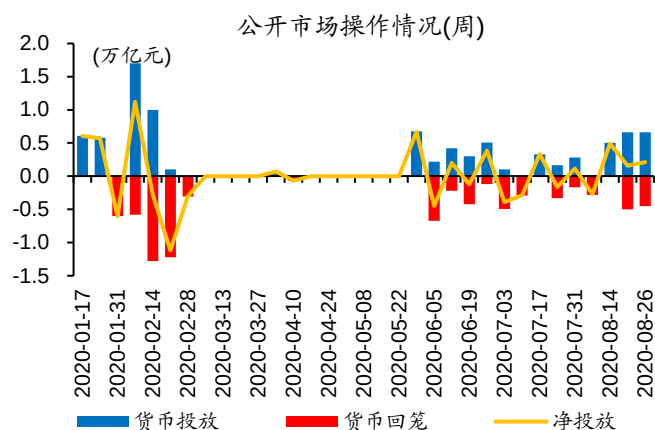
表2：年内结构性存款收缩压力不小，尤其是中小银行

单位：亿元	规模	大型银行	中小银行
2017年末	6.95	2.42	4.53
2018年末	9.62	3.32	6.30
2019年末	9.60	3.41	6.19
2019年末的2/3	6.40	2.28	4.12
2020年7月	10.17	3.71	6.47
剩余可能压降规模	3.77	1.43	2.34

数据来源：Wind、开源证券研究所

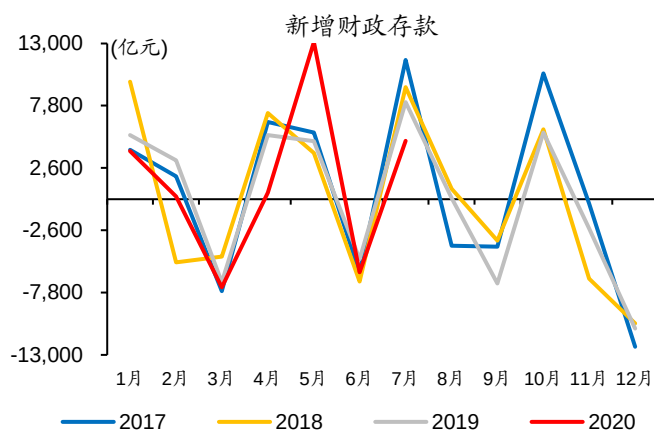
财政存款投放等，或有助于平抑资金波动；但中小银行和非银流动性分化，仍可能阶段性导致流动性边际趋紧。随着季末、年底临近，银行资金压力进一步加大，降准补充银行流动性的必要性上升；公开市场操作、财政存款投放，或有助于缓解资金压力。然而中小银行，不仅结构性存款收缩压力大，同业存单到期续发压力也较大。银行负债承压，对非银资金金融出减少，或阶段性导致流动性易紧难松。

图11: 近期央行加大公开市场操作平抑资金波动



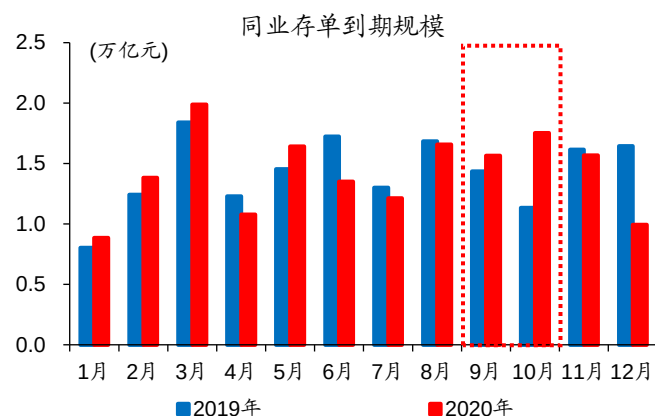
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 支出加快带动财政存款投放, 资金回流银行体系



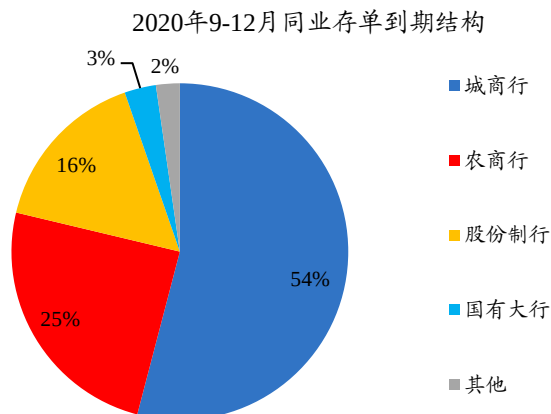
数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 同业存单到期规模上升, 滚动续发仍需关注



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 未来4个月, 中小银行同业存单到期压力较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

4、风险提示

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_2915

