

宏观点评

央行近期行为怎么看？兼谈利率的三大跟踪指标

事件：6月15日央行开展2000亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率不变。
复盘央行近期操作，释放了什么信号？——货币政策边际略收紧但不改宽松基调。
2020年政府工作报告要求“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年”，意味着全年货币政策将保持宽松基调。随后，5月25日央行指出“2018年以来央行降准12次，发挥了支持实体经济的积极作用”，旨在突出本轮降准持续时间、次数已是历史之最，后续降准空间可能有限。5月26日央行重启逆回购100亿元但未降息，5-6月共有1.31万亿逆回购到期，截至6月12日已投放1.31万亿元；6月1日央行创设两个直达实体经济工具，预计可支持延期贷款本金3.7万亿元，新发放普惠小微企业信用贷款1万亿元；近日，监管部门窗口指导股份行，要求至年底前压降结构性存款规模至年初的三分之二；6月15日央行投放2000亿元MLF，而6月共有7400亿MLF到期，央行缩量操作且未降价。综合5月底以来央行各项操作，货币政策确实边际收紧，但维持流动性总体充裕，且不影响未来宽松大方向。5月资金面操作有两大特点：一是利率不动旨在引导银行间市场利率回归合意中枢，防止资金套利，压降银行间杠杆；二是逆回购和MLF投放旨在对冲逆回购和MLF集中到期，地方债和国债发行缴款，缴税缴准，季末考核等货币需求，维持市场流动性合理充裕。再结合央行推出直达实体的货币工具以实现精准滴灌，央行重心应是从宽货币向宽信用转变。
未来货币政策会如何走？短期以放量为主，降准大概率，资金套利缓解之后将再度开启降息窗口，存款基准利率也有可能调降。6月资金需求较大，但对于央行的流动性投放方式，市场存在分歧。从目标上看，央行一方面继续压制套利空间，另一方面希望给实体企业和发债降成本。我们认为要实现这两者共赢，比较合适的方式是锁短放长并配合窗口指导，比如投放偏长期的逆回购（28天），或者是降准提供长期资金，部分置换到期的MLF。15日MLF降息落空之后，降准概率进一步提升，可能时间点在6月末7月初。尽管15日央行未降低MLF利率，20日LPR仍有一定的降息空间，宽信用之下央行可能会通过窗口指导等方式推动实体融资成本下降。待银行间利率回归合意水平，结构性存款规模得到一定压降，资金套利缓解之后，央行有望开启新的降息窗口，三四季度MLF降息空间在20BP-30BP。鉴于通胀缓解、银行净息差压降幅度有限等因素，三季度存款基准利率也有望调降。
利率将如何演化？——短期仍有望迎来下行窗口，中期可能趋于上行

1) 对于货币市场，鉴于6月资金压力中性偏紧，银行间市场利率可能维持震荡或略有抬升：截至6月12日，R007和DR007在1.9%左右，而利率走廊的实际下限7天逆回购利率为2.2%，市场利率仍低于政策利率。在防止资金套利的导向下，R007和DR007也可能略上升至2.0%附近。

2) 对于利率走势，长端利率短期内有望下行窗口，四季度之后可能再度面临上行压力。传统判断债券利率的逻辑集中在经济基本面、货币政策、通胀、货币供需和资金配置。短期看，6月至三季度经济回升幅度有限（疫情局部反弹，消费难报复性回补、外需受海外疫情反复压制，制造业投资受盈利制约、地产基建稳），降准降息可期，通胀制约缓解，货币供给相对充足但需求恢复有限，疫情反复贸易摩擦等制约下资金仍有配置债市需求，10年期国债收益率有望下行。中期看（四季度之后），经济可能趋势性修复（经济回升至潜在水平，耐用品消费恢复、外需稳定、投资大幅回升），货币政策边际收紧，PPI趋势性回升，企业投资意愿恢复带动货币需求提升，风险偏好提升压制债市配置需求，10年期国债收益率可能转而向上。

提示观测利率走势的三个指标：

1) M2-社融同比。M2和社融同比走势相近，两者从金融机构的负债和资产方衡量信用情况，其中：社融代表实体经济负债，可衡量资金需求；M2（广义货币供应量）代表金融机构负债，可衡量金融对实体经济提供的流动性，即资金供给。2014年以来M2-社融存量同比与10Y国债收益率走势相反，表明资金供给速度超过需求时，利率下行；2020年5月以来，这一指标由升转跌，需警惕其对利率的扰动。

2) M1-M2剪刀差。M1-M2剪刀差与房地产销售、GDP同比正相关，M1-M2上升往往预示着房地产市场改善，企业现金流好转以及经济回升。数据上看，除几段特殊时期，M1-M2剪刀差与10年期国债收益率均表现出较好的正相关性。2019年中旬以来，M1-M2结束趋势性下跌而维持震荡，2020年5月出现回升，若后续M1-M2剪刀差持续回升，那么利率也存在上行压力。

3) 工业增加值+PPI。工业增加值+PPI月度指标可用来拟合高频的名义GDP增速情况，2009年以来经济基本面对利率的影响增强，我们预计6月至年底PPI同比将逐渐回升，四季度之后经济基本面对债市的制约可能凸显。

风险提示：经济恢复超预期，货币宽松不及预期。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 何宁

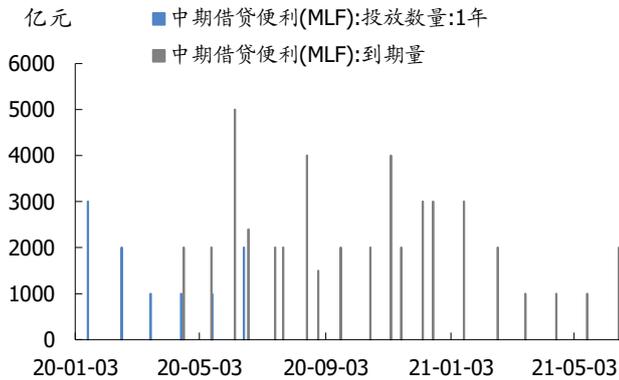
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《货币政策会转向吗？——兼评5月金融数据》2020-06-10
- 2、《货币超发会引发通胀吗？——兼评5月物价数据》2020-06-10
- 3、《出口连续2个月超预期，有哪些信号？》2020-06-08
- 4、《欧美复工约6成，关注价格上涨——国内外高频半月观》2020-06-07
- 5、《宏观专题：存款基准利率会降吗？》2020-03-25

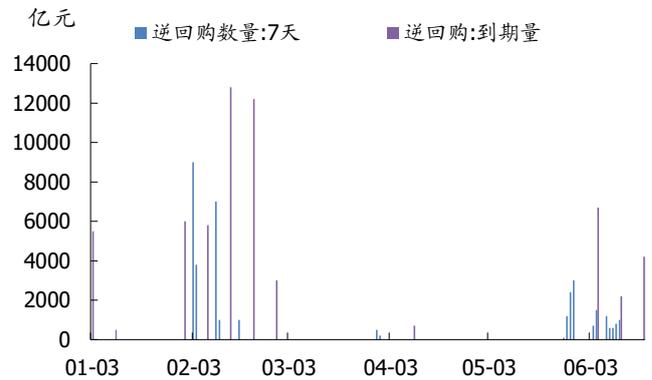


图表1: 6月15日 MLF 缩量续作



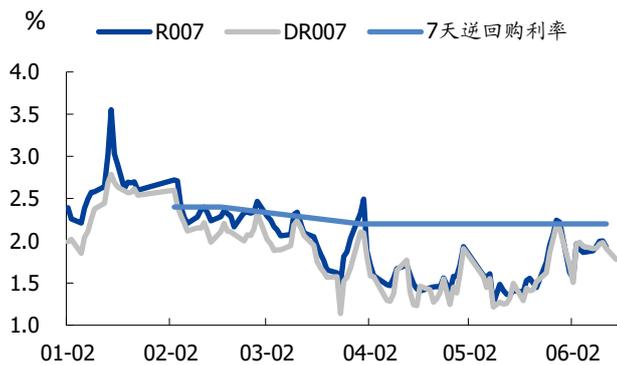
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 5月下旬以来央行投放逆回购以补充流动性



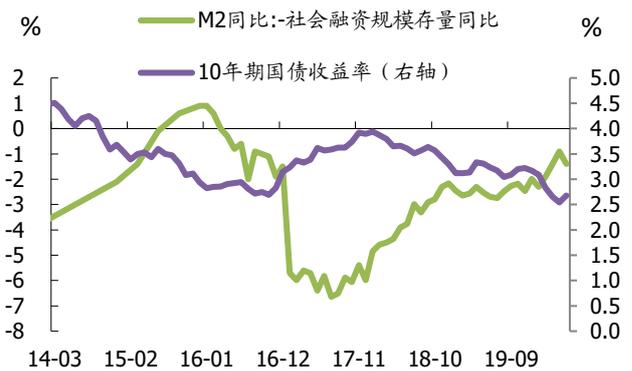
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 6月上旬 DR007 和 R007 稳定在 1.9%附近



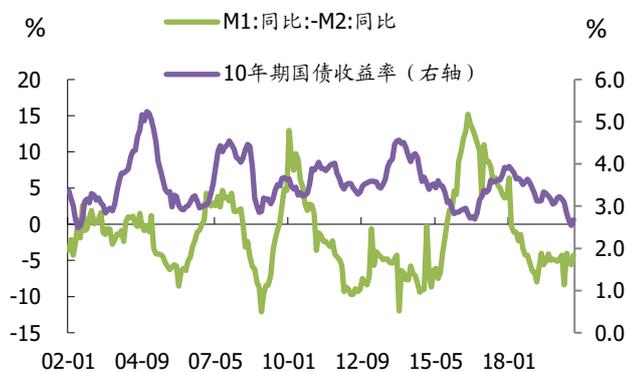
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 10Y 国债收益率与 M2-社融存量增速负相关



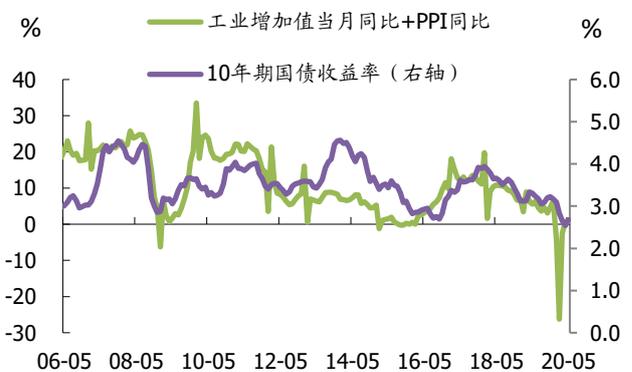
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 10Y 国债收益率与 M1-M2 剪刀差多数时间正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 10Y 国债收益率与工业增加值+PPI 同比正相关



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

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_4474



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>