

流动性总量无忧，结构分层或有缓解

——四季度流动性展望

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号 S0280519040001

● **全球流动性宽松，推动风险资产收益率回升。**上周，越南和土耳其央行先后降息，欧洲央行也宣布降息并重启 QE，本周美联储也会迎来本年度第二次降息。伴随着全球流动性宽松，全球利率走低，推动风险资产回升，而 9 月以来跌幅最大的资产是黄金和白银；随着避险情绪消退，美债收益率也大幅上行，收益率曲线重新趋陡。美债 10 年期收益率创出六周新高；30 年期美债收益率创 1977 年以来最大单周涨幅。在美债收益率带动下，德国 10 年期国债收益率创 2017 年 6 月以来最大周涨幅；英国 10 年期国债收益率创自 2017 年 9 月以来最大周涨幅。全球央行货币政策持续加码后，我国也启动货币宽松模式，三季度流动性较为宽松。在国常会提出及时运用普遍降准和定向降准等工具降低实际利率水平后，本周全面降准将释放资金约 8000 亿元。近期央行加大了公开市场操作力度，不断通过逆回购对冲到期的 MLF，同时加大了对中小银行和非银机构流动性投放，同业存单发行利率有所下行；三季度银行间流动性整体宽松，分层现象有所缓解。

● **外汇占款环比减少，降幅收窄，人民币贬值压力减弱。**外汇占款一度是我国央行向市场提供流动性的主要渠道，但随着美元走强和外汇管理局实施意愿结汇改革后，外汇占款开始逐渐下降。外汇占款减少，则意味着央行注入流动性下降。目前外汇占款每月降幅非常有限，对流动性的负面冲击较小。外储回升，降低了人民币贬值压力；随着美联储连续降息，欧元及英镑的大幅走高令美元指数下挫，美元指数走弱，非美货币大幅收涨，上周人民币离岸市场大幅上行 599BP，同时人民币远期 NDF 显示进一步贬值压力较小，汇率贬值对流动性影响将会进一步减弱。整体来看，虽然四季度外汇占款依然维持小幅下降，但是降幅已经大幅收窄，未来随着人民币汇率趋稳，外汇占款对流动性负面影响将会下降。

● **财政支出力度不减，财政存款对回笼流动性影响有限。**预计 9 月随着财政支出力度不减，财政存款回笼资金将低于去年同期，对流动性影响有限。尤其是当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大，财政支出力度不减，财政存款将会呈现季初增加、季末减少的特点，10 月财政存款处于高点，但 9 月和 12 月财政存款将会周期性下降，结合过去几年的经验，9 月和 12 月财政存款将释放 4000 亿元和 10000 亿元流动性。

● **四季度流动性展望：流动性无忧。**从经济基本面来看，经济下行压力还在，货币政策将继续维持事实上的宽松，降准将会显著降低资金成本，带动短端利率下行，同时随着利率市场化改革，资金价格将会呈现稳步回落态势；但是四季度通胀将会大幅上行，货币宽松的空间将会受到制约；年底之前，我国将加大财政支出力度，形成对经济的托底效应，同时能够为银行体系提供充足的流动性，与央行公开市场操作形成替代效应；同时随着人民币汇率企稳，M0 增速、外汇占款、商业银行库存现金等对流动性冲击将会进一步弱化。总体来看，四季度流动性无忧，有助于无风险利率进一步下行，从而推动风险资产收益率回升。

● **风险提示：政策转向；外部环境恶化**

相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019 年 5 月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2 月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设 CBS 并非中国版 QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019 年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

目 录

1、 全球流动性宽松，推动风险资产收益率回升	3
2、 外汇占款降幅收窄，人民币贬值压力减弱	4
3、 财政支出力度不减，财政存款对回笼流动性影响有限	5
4、 四季度流动性展望：流动性无忧	5
5、 大类资产观察（2019.09.09-2019.09.15）	6
5.1、 股票市场	6
5.2、 债券市场	6
5.3、 外汇市场	7
5.4、 房地产市场	8
5.5、 大宗商品市场	8

图表目录

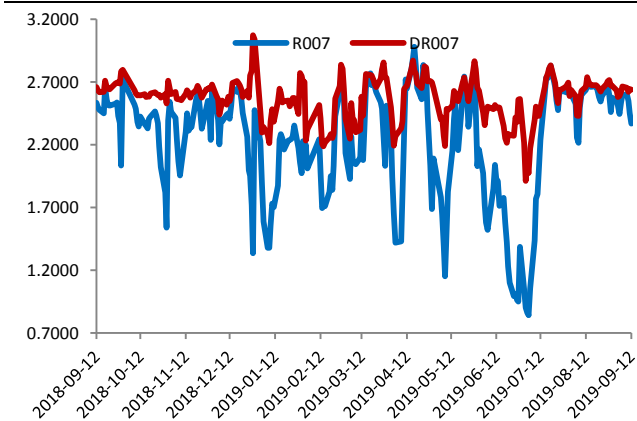
图 1： 三季度回购利率先下后上（%）	4
图 2： 同业存单发行利率（%）	4
图 3： 2019 年国债收益率曲线过度平坦（BP）	4
图 4： 财政存款季节性变动（亿元）	5
图 5： 发达经济体主要资本市场表现	6
图 6： 新兴经济体主要资本市场表现	6
图 7： 中债国债到期收益率曲线	7
图 8： 美国国债到期收益率曲线	7
图 9： 美元指数与人民币汇率	7
图 10： 日元、欧元、英镑兑美元汇率	7
图 11： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	8
图 12： 一二三线城市商品房成交分化	8
图 13： 原油期货价格指数	9
图 14： 黄金价格指数	9
图 15： 南华商品涨跌幅度	9
图 16： 南华农产品涨跌幅度	9
图 17： 南华能化涨跌幅度	9
图 18： 南华工业涨跌幅度	9
图 19： 南华金属涨跌幅度	10
图 20： 南华贵金属涨跌幅度	10

1、全球流动性宽松，推动风险资产收益率回升

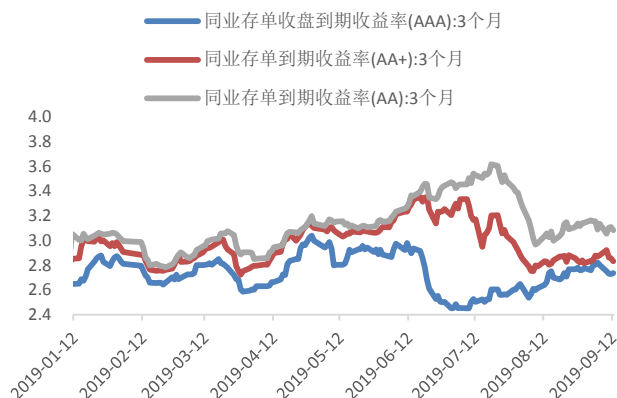
全球进入降息周期，降息浪潮涌动。2019 年伊始，全球经济下行压力增加，印度央行打响“降息”第一枪后，各国央行掀起降息潮，美联储 8 月 1 日结束的议息会议，决定将联邦基金利率目标区间下调 25BP 至 2%-2.25%，这是 2016 年以来美联储首次采取降息举措。随后发达经济体和新兴市场等 15 个国家央行紧紧跟随美联储降息步伐，印度央行更是连续三次降息，基准利率创下 2010 年以来新低。上周，越南央行下调基准利率 25BP 至 6%；土耳其央行将基准利率下调 325BP 至 16.50%，继续为信贷松绑以驱动经济走出低谷，本次降息超出市场预期；欧洲央行宣布降息并重启 QE，将存款便利利率下调 10 个基点至 -0.5%，为 2016 年 3 月以来首次下调，并从 11 月 1 日起每月购买 200 亿欧元债券，重启新一轮 QE，欧央行还将改变新一轮季度目标长期再融资操作 TLTRO III 模式，以保持有利的银行贷款条件，欧央行宽松程度超过市场预期。

全球流动性宽松，导致风险资产大涨，避险资产遭抛。9 月，美联储也可能会迎来本年度第二次降息。伴随着全球流动性宽松，全球利率走低，推动风险资产回升。上周，风险资产价格出现上行，而跌幅最大的资产是黄金和白银；同时受避险情绪影响，美债长端收益率大幅下行，甚至出现关键期限 10Y-2Y 债券收益率倒挂；但是上周，随着避险情绪消退，美债收益率也大幅上行，收益率曲线重新趋陡。美债 10 年期收益率创出六周新高，大幅上行 35BP，报 1.90%；30 年期美债收益率上行 34.8BP，收至 2.373%，创 1977 年以来最大单周涨幅。在美债收益率带动下，德国 10 年期国债收益率创 2017 年 6 月以来最大周涨幅；英国 10 年期国债收益率创自 2017 年 9 月以来最大周涨幅。

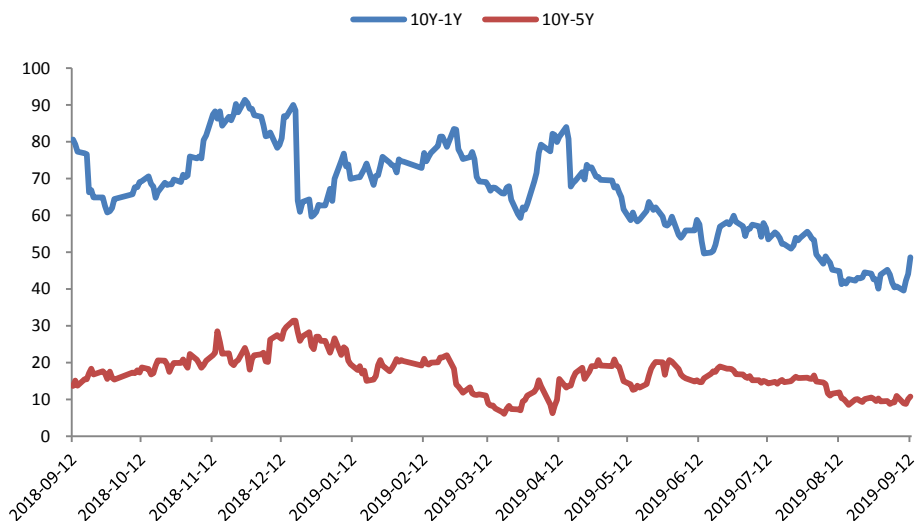
全球央行货币政策持续加码后，我国也启动货币宽松模式，三季度流动性较为宽松。在国常会提出及时运用普遍降准和定向降准等工具，降低实际利率水平后，我国央行便宣布降准和定向降准措施，本周 9 月 16 日我国将全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，释放资金约 8000 亿元；同时分别于 10 月 15 日和 11 月 15 日分两次额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，释放资金约 1000 亿元。同时本周我国公开市场有 2700 亿元逆回购和 2650 亿元 MLF 到期，降息依然可期。整体来看，货币政策由二季度的中性偏紧转向了中性偏松，尤其是银行间市场 7 天回购利率与央行超额存款准备金利率出现倒挂，说明货币政策整体宽松。近期央行加大了公开市场操作力度，不断通过逆回购对冲到期的 MLF，同时加大了对中小银行和非银机构流动性投放，随着包商事件导致的流动性分层得到缓解，DR007 和 R007 利率重回中枢水平，同业存单发行利率有所下行；随着央行降准，未来银行超储率将保持较高水平，说明三季度银行间流动性整体宽松，分层现象有所缓解。

图1： 三季度回购利率先下后上 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 同业存单发行利率 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 2019 年国债收益率曲线过度平坦 (BP)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 外汇占款降幅收窄，人民币贬值压力减弱

外汇占款环比减少，降幅明显收窄。外汇占款在2014年9月之前是我国央行向市场提供流动性的主要渠道，之前主要受强制结汇制度和热钱流入影响，我国外汇占款不断增加，央行被动向市场提供流动性；但随着美元走强和外汇管理局实施意愿结汇改革后，外汇占款开始逐渐下降。外汇占款减少，则意味着央行注入流动性下降。根据央行更新的“货币当局资产负债表”显示，2019年7月末央行口径外汇占款余额为21.24万亿元人民币，环比减少7.08亿元人民币。虽然这是外汇占款连续第十二个月下降，但相比6月61.92亿元人民币的环比降幅明显收窄。与2018年9月和10月我国央行口径外汇占款每月分别环比减少了1193.95亿元和915.76亿元，目前外汇占款每月降幅非常有限，对流动性的负面冲击较小。

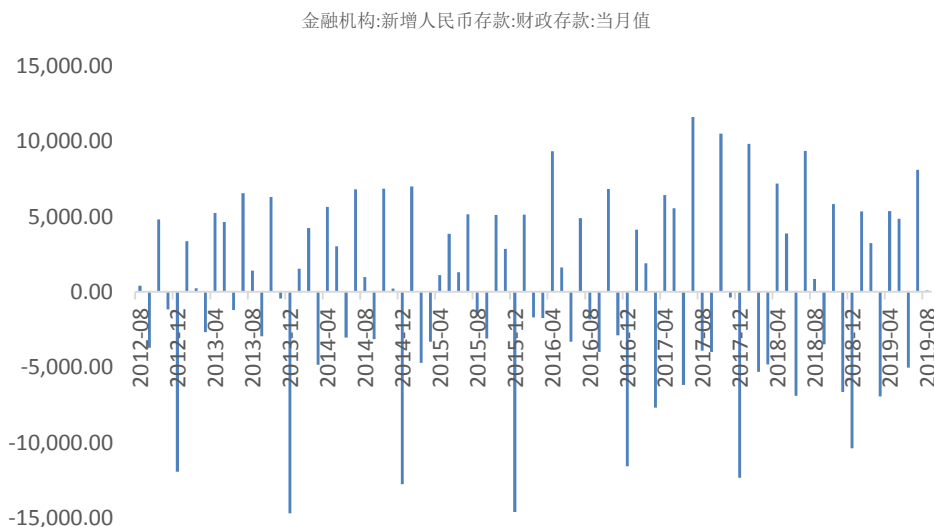
人民币贬值压力减弱。根据国家外汇管理局公布数据显示，截至2019年8月末，我国外汇储备规模为31072亿美元，较7月末上升35亿美元，较年初上升345亿美元。外储回升，降低了人民币贬值压力，同时随着美联储连续降息，欧元及英镑的大幅走高令美元指数下挫，美元指数走弱，非美货币大幅收涨，上周人民币离

岸市场大幅上行 599BP，同时人民币远期 NDF 显示进一步贬值压力较小，汇率贬值对流动性影响将会进一步减弱。整体来看，虽然四季度外汇占款依然维持小幅下降，但是降幅已经大幅收窄，未来随着人民币汇率趋稳，外汇占款对流动性负面影响将会下降。

3、财政支出力度不减，财政存款对回笼流动性影响有限

财政存款增幅下降。根据 8 月社融数据显示，我国 7 月份政府存款为 5.5 万亿元，比上月增加 8091 亿元，8 月财政存款仅比 7 月增加了 95 亿元，预计 9 月随着财政支出力度不减，财政存款回笼资金将低于去年同期，对流动性影响有限。尤其是当前外部环境更趋复杂严峻，国内经济下行压力加大，国常会之后，减税降费力度持续加大，2019 年四季度将会提前下达限额、扩大专项债使用范围带动有效投资，发挥专项债在补短板、扩内需方面的作用。财政支出力度不减，财政存款将会呈现季初增加，季末减少的特点，10 月财政存款处于高点，但 9 月和 12 月财政存款将会周期性下降，结合过去几年的经验，9 月和 12 月财政存款将释放 4000 亿元和 10000 亿元流动性。

图4： 财政存款季节性变动（亿元）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

4、四季度流动性展望：流动性无忧

从经济基本面来看，经济下行压力还在，货币政策将继续维持事实上的宽松，降准将会显著降低资金成本，带动短端利率下行，同时随着利率市场化改革，资金价格将会呈现稳步回落态势；但是四季度通胀将会大幅上行，货币宽松的空间将会受到制约；年底之前，我国将加大财政支出力度，形成对经济的托底效应，同时能够为银行体系提供充足的流动性，与央行公开市场操作形成替代效应；同时随着人民币汇率企稳，M0 增速、外汇占款、商业银行库存现金等对流动性冲击将会进一步弱化。总体来看，四季度流动性无忧，有助于无风险利率进一步下行，从而推动风险资产收益率回升。

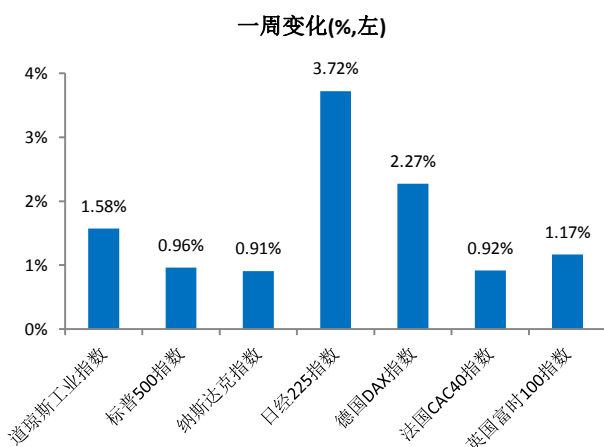
5、大类资产观察 (2019.09.09-2019.09.15)

5.1、股票市场

美8月零售销售增幅好于预期，三大股指小幅上行。上周，经济数据方面，美国8月零售销售环比增长0.4%，高于预期0.2%，美国8月零售销售月率好于预期，表明消费者支出强劲，可能会持续对经济增速起到支撑作用。尽管8月核心零售销售增速温和，根据美国9月密歇根大学消费者信心指数从8月份的89.8攀升至92，叠加7月份0.7%的强劲增长，可能会保持美国第三季度消费支出的稳定增长，经济稳定已成为推动美股攀升的因素之一，美国三大股指均连涨三周。其中，道指周涨1.58%，收于27219.52点；标普500指数周涨0.96%，收于3007.39点；纳指周涨0.91%，收于8176.71点。

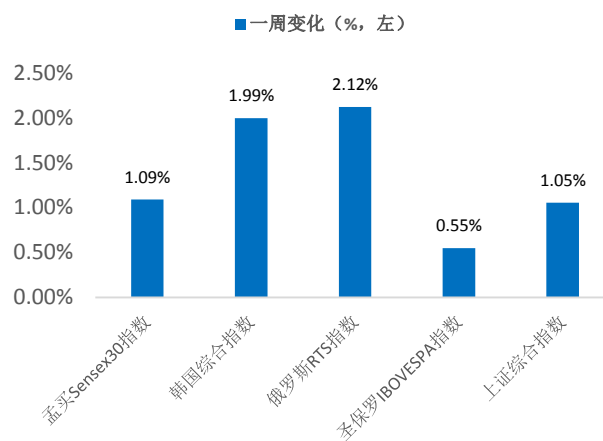
欧洲和亚太股市集体收涨。上周，法国CAC40指数周涨0.92%，收于5655.46点；德国DAX指数周涨2.27%，收于12468.53点，法国和德国综指均连涨四周；英国富时100指数周涨1.17%，收于7367.46点。**亚太方面**，韩国综指周涨1.99%，收于2049.20点；日经225指数周涨3.72%，收于21988.29点；上证指数周涨1.05%，收于3031.24点。

图5：发达经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：新兴经济体主要资本市场表现



资料来源：Wind，新时代证券研究所

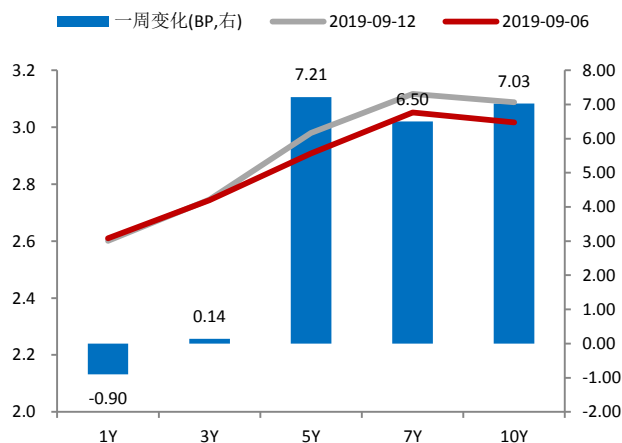
5.2、债券市场

美债收益率大幅上行，收益率曲线重新趋陡。上周，美债10年期收益率创出六周新高，30年期美债收益率创1977年以来最大单周涨幅。其中，1年期短端债券收益上行15BP至1.88%；3年期、5年期、7年期美债收益率分别上行30BP、33BP、33BP，报1.76%、1.75%、1.83%；10年期美债收益率上行35BP，报1.90%；30年期美国国债收益率上行34.8BP，收至2.373%。在美债收益率带动下，德国10年期国债收益率创2017年6月以来最大周涨幅；英国10年期国债收益率创自2017年9月以来最大周涨幅。

国内债券市场：期限利差走阔，国债收益率多数上行。上周，央行公开市场开展逆回购2300亿元，有1765亿MLF到期，全口径下央行实现资金净投放（包含国库现金定存和央票）535亿元。本周公开市场有2700亿元逆回购和2650亿元MLF到期，央行公告降准，将于9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司），全面降准释放资金约8000

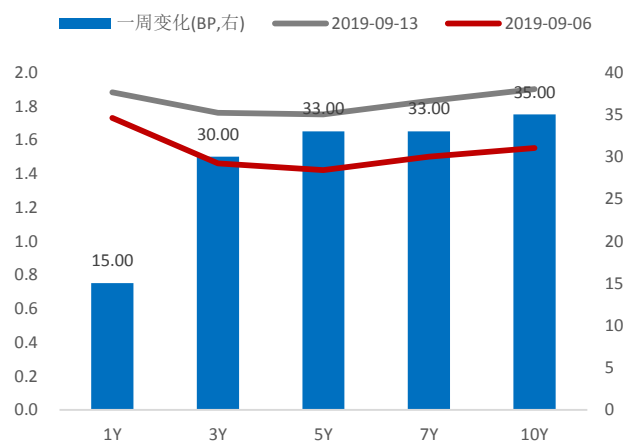
亿元，用于对冲到期的逆回购和 MLF，银行体系流动性总量处于合理充裕水平。本周金融数据改善，国债收益率多数上行，其中 1 年期国债收益率下行 0.90BP 至 2.6012%。3 年、5 年、7 年期国债收益率上行 0.14BP、7.21BP、6.50BP，10 年期国债收益率上行 7.03BP，至 3.0876%。10Y-1Y 期限利差走阔 8.20BP 至 48.64BP。

图7： 中债国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 美国国债到期收益率曲线



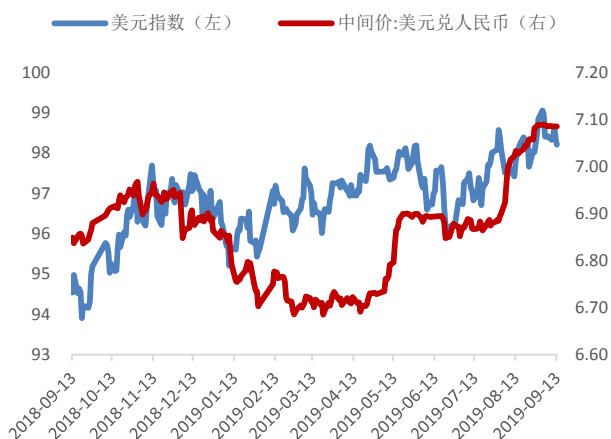
资料来源：Wind，新时代证券研究所

5.3、外汇市场

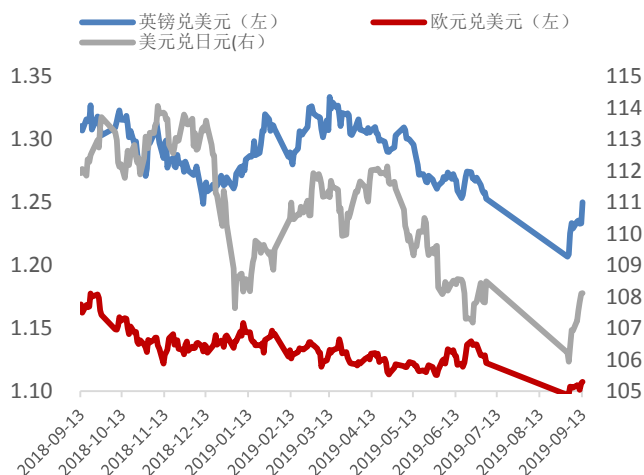
美元指数走弱，非美货币上行。上周，美联储9月降息25个基点，欧元及英镑的大幅走高令美元指数下挫，美元指数周跌0.22%，收于98.2038。非美货币大幅收涨，其中，英镑兑美元创七周新高至1.25，创出5月份以来的最佳周表现，周涨1.7%，报1.2501；欧元兑美元周涨0.4035%，报1.1074；美元兑日元周涨1.11%，报108.11。离岸人民币兑美元汇率周涨599BP，美元兑人民币汇率中间价升值9BP，收于7.0846。

图9： 美元指数与人民币汇率

图10： 日元、欧元、英镑兑美元汇率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

5.4、房地产市场

降准对房地产市场利好有限,前三十大中城市商品房成交面积多数回落。上周,央行发布公告称决定于9月16日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点,并对部分城商行定向下调存款准备金率1个百分点,但央行降准对房地产市场影响有限,目前在“房住不炒”的政策底线,房地产开发贷仍处于收紧状态,楼市销售旺季不旺。其中,一线城市商品房成交环比下降幅度增加,一线城市成交4160套,较上周下降558套;二线城市成交13363套,下降1079套;三线城市成交7421套,较上周下滑2804套。

图11: 30大中城市商品房成交套数和成交面积

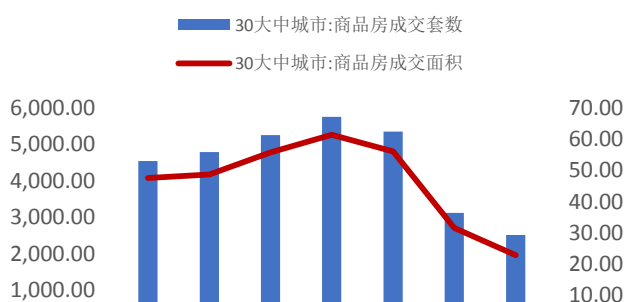
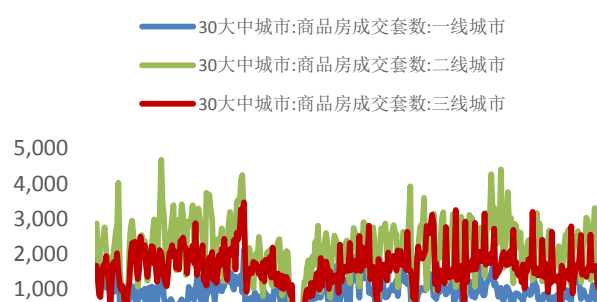


图12: 一二三线城市商品房成交分化



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_10104

