

市场流动性宽松，“结构性降息”箭在弦上

——流动性周报第 11 期

行业周报

◆核心观点：

1. 包商银行将对存量同业存单进行置换，旨在激活存单流动性

包商银行接管组发布消息称，对于5月25日（含）至7月15日（含）期间到期的包商银行存单将按照保障政策开展兑付，涉及金额约120亿元，对于未到期存单将置换为新存单。此次“以旧换新”的置换比例与前期阶梯式兑付比例一致，对持仓机构而言资金损失并未得到改善，但有助于激活存单二级市场流转，缓解持有机机构流动性压力。

2. 定向降准有望延续，“结构性降息”箭在弦上

包商银行事件引发的“流动性分层”，使得央行总量型流动性工具投放的资金效率不高，货币政策需要在结构化调控上下更大功夫。一是在货币政策数量操作上，应遵循从“补水”到“引流”，有针对性的加强流动性的定向投放，稳定中小银行负债端压力。二是在货币政策价格操作上，可能探索“结构性降息”措施，增强LPR作为贷款报价利率在实际利率形成中的作用。

3. 跨半年后资金利率延续低位运行，6月城商行优质债券持仓量大幅下挫

在平稳实现跨半年后，尽管央行连续暂停公开市场操作回笼逆回购资金，但月末财政支出使得资金面宽松。一是资金利率延续低位运行态势，资金融出以隔夜为主。二是非银机构流动性压力得到进一步缓解，R007与DR007利差基本抹平。三是6月城商行优质债券持仓量大幅下挫。

4. 整体存单延续“量价齐跌”，存单市场已出现信用重定价

本周由于存单到期量较小，发行延续“量价齐跌”态势。中小银行存单发行规模延续复苏态势，连续三周保持净发行状态。存单发行期限结构集中在1年期。存单市场也已出现信用重定价，偏低等级估值曲线中枢上移，低等级同业存单的不同评级间利差拉大。

5. 6月对公贷款投放料将回暖，零售信贷继续保持良好态势，预估单月新增人民币信贷在1.45-1.65万亿之间

6月开月以来对公信贷即出现发力迹象，这与半年末企业用款需求加大有关，也有受半年末考核因素影响，银行业信贷储备在6月集中释放的因素，此举有助于提升存款派生率。零售信贷方面，预计继续保持良好态势，信用卡、消费金融等短期贷款投放需求依然旺盛，住房按揭贷款增长平稳。但房地产领域信贷调控力度加大。市场较为关心的包商银行事件对信贷投放影响有限，但可能造成结构性分化。

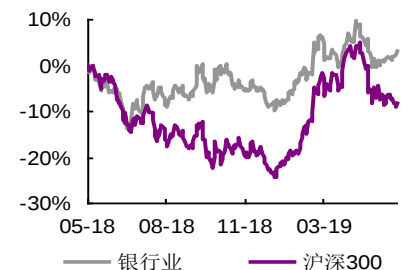
6. 风险提示：宏观经济增速超预期下行，银行业资产质量大幅恶化

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
 010-56513033
wangyf@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

流动性分层有所缓解，LPR 仍待完善——流动性周报第 10 期

2019-06-30

全球货币宽松再起，央行多渠道化解流动性传导梗阻——流动性周报第 9 期

2019-06-23

从“补水”到“引流”，央行多措并举缓解“流动性分层”压力——流动性周报第 8 期

2019-06-16

目 录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 包商银行对存量同业存单进行置换，旨在激活存单流动性.....	3
1.2、 定向降准有望延续，结构性降息“箭在弦上”	3
2、 资金市场利率运行.....	4
2.1、 跨半年后资金利率延续低位运行，6月城商行优质债券持仓量大幅下挫	4
2.2、 整体存单延续“量价齐跌”，存单市场已出现信用重定价.....	5
3、 银行业存贷款情况.....	6
3.1、 对公贷款投放预计回暖，半年冲量要求下项目储备前置	6
3.2、 零售信贷继续保持良好态势	7
3.3、 包商银行事件对信贷投放影响有限，但可能造成结构性分化	7
3.4、 6月份存款增长稳定，预计 M2 同比增长 8.6%左右.....	8
4、 风险提示.....	8

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、包商银行对存量同业存单进行置换，旨在激活存单流动性

包商银行接管组7月3日发布《关于开展包商银行同业存单置换的通知》，对于5月25日（含）至7月15日（含）期间到期的包商银行同业存单，将按照保障政策开展兑付，涉及金额约120亿元。对于未到期的包商银行同业存单，7月8日，包商银行将存量同业存单置换为新同业存单，存单本息受人民银行和银保监会全额保障。对此我们认为：

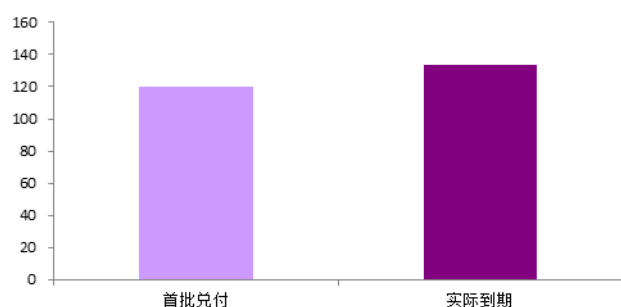
一是存量包商银行存单已丧失流动性，持仓机构融资压力加大。自5月24日包商银行被接管后，市场对同业刚兑被打破预期显著增强，风险偏好大幅下降。尽管央行明确了阶梯式兑付比例，但在存单尚未到期之前无法在二级市场上流转，流动性丧失，持仓机构流动性压力加大。

二是“以旧换新”旨在激活存单二级市场流转。本次存单置换，将由持仓人将存单约定部分等额转让给存保基金公司，存保基金公司提供等额新存单，且息票类型、面值、到期日均与原存单相同。这样一来，新存单由央行兜底，市场认可度大幅提升，可以实现在二级市场上流转，流动性功能得以激活。

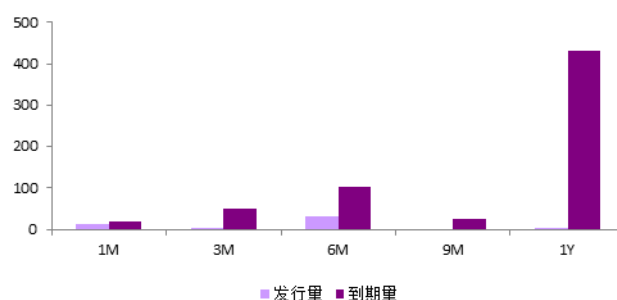
三是阶梯式置换比例不改打破同业刚兑大势。前期在处置包商银行应付债务时，央行设置了阶梯式兑付比例，此次新老存单置换比例依然延续这一模式，持仓规模的大小按不同比例进行置换，打破同业刚兑乃大势所趋。根据Wind统计，5月24日-7月15日之间，包商银行存单到期量共计133.7亿元，单笔金额普遍高于1亿元，按照120亿元的兑付金额，兑付比例约为90%。另外，5月24日后包商银行存单到期规模共计628亿元，近期新发行存单45亿元，扣除即将兑付的120亿元存单，预计此次置换规模为550亿元。若加权综合置换比例仍保持90%，则置换存单规模约495亿元，中小银行和非银机构流动性压力有望因此得到阶段性缓解。

图1：包商银行存单首批兑付情况

单位：亿元 图2：5.24以来包商存单发行到期情况 单位：亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、定向降准有望延续，结构性降息“箭在弦上”

跨半年后，市场流动性充裕，隔夜资金利率持续位于1%以下，7天利率已阶段性脱离政策利率中枢。受此影响，央行本周并未开展公开市场操作，实现资金净回笼3400亿元。7月是传统缴税大月，随着后续逐渐进入缴税高峰期，预计央行将重启公开市场操作维稳流动性。

表 1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/6/24-2019/6/28 (本周)	2019/7/1-2019/7/5 (下周)	2019/7/8-2019/7/12 (下周)
逆回购投放	0	-	-
逆回购到期	0	3400	2200
MLF (TMLF) 投放	0	-	-
MLF (TMLF) 到期	0	-	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

面对包商银行事件影响，尽管央行进一步加大了维稳力度，但也造成了银行间市场资金淤积问题。自 6 月 21 日始，银行间隔夜资金利率 DR001 持续位于 1% 上下波动，国有行和股份行存单价格明显下行，这反映出包商银行事件引发的“流动性分层”。央行总量型流动性工具（OMO、MLF）投放的资金难以有效传导至非银机构，部分淤积于银行间市场，市场流动性呈现结构性“冷热不均”。因此，货币政策在继续保持稳健基调基础上，需要在结构化调控上下更大功夫。

一是在货币政策数量操作上，应遵循从“补水”到“引流”，有针对性的加强流动性的定向投放，稳定中小银行负债端压力。一方面，央行货币政策应保持定力，不搞“大水漫灌”，通过“OMO+MLF”工具组合实现“小幅滴灌”，保持市场流动性水位的平稳，稳定市场预期。另一方面，继续针对中小银行实施较低的法定存款准备金率，通过 CRM 工具为中小银行存单发行提供增信服务，在利率、期限、操作对象等方面创新流动性投放工具，扩宽央行资金覆盖面，进一步加强对中小银行再贴现、再贷款和 SLF 操作，多措并举稳定中小银行负债端压力。

二是在货币政策价格操作上，预计将探索“结构性降息”措施，增强 LPR 作为市场化贷款基准利率的地位。在流动性传导链条不畅、总量型货币政策效果不佳以及降低民企和小微企业融资成本的政策导向下，市场“降息”声音不绝于耳。然而，若采取直接下调存贷款基准利率的措施，则与利率市场化改革和推进利率并轨政策向违背，有“走老路”之嫌，也容易导致房地产市场泡沫的再起。5 月中旬，易纲行长在中债指数专家指导委员会上讲话，提及“研究不再公布贷款基准利率等，同时要继续深入研究贷款利率走势，以及存量贷款合同切换的问题”；6 月 26 日，国务院常务会议决定“完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用”。未来，很可能遵循“先贷款、后存款”的改革思路，在存款基准利率保持不变的情况下，LPR 改革或将提速，增强 LPR 作为市场化贷款基准利率在实际利率形成中的作用，增加 LPR 弹性，形成结构化降息，进而起到引导降低实体经济融资成本的效果。

2、资金市场利率运行

2.1、跨半年后资金利率延续低位运行，6 月城商行优质债券持仓量大幅下挫

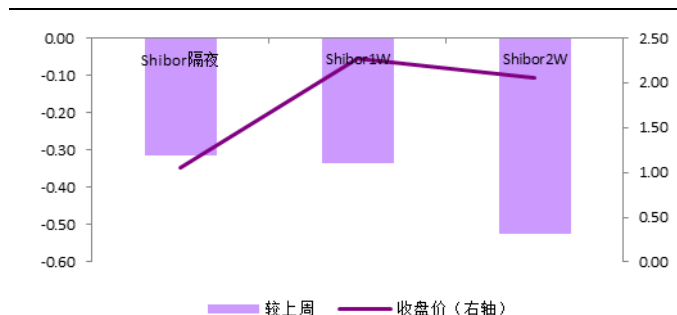
在平稳实现跨半年后，尽管央行连续暂停公开市场操作回笼资金，但月末财政支出使得资金面宽松。

一是资金利率延续低位运行态势，资金融出以隔夜为主。隔夜、7 天、14 天期 Shibor 较上周分别下行 32bp、33bp、53bp 至 1.06%、2.27%、2.07%，隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 33bp、39bp、63bp 至 1.06%、2.17%、

1.91%。在市场流动性较为宽松的情况下，大型银行资金融出多限于隔夜，7 天以上融出有限，反映市场对当前资金面宽松预期较强，对长端资金需求不大。

图 3: Shibor 价格运行

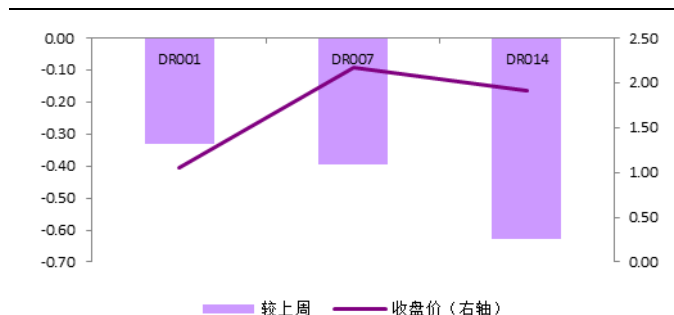
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: D-Repo 价格运行

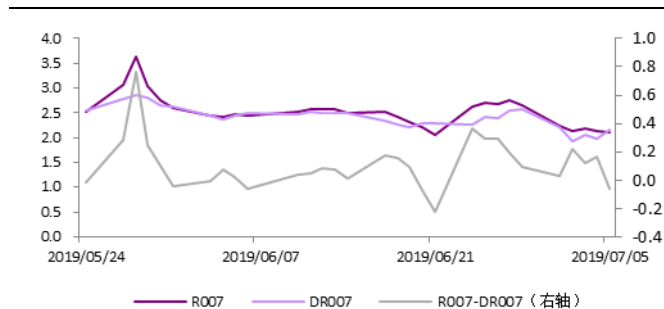
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: R007 与 DR007 利差运行情况

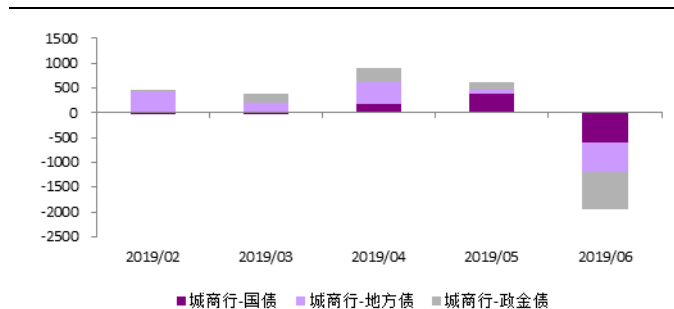
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 城商行优质债券持有情况

单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

二是非银机构流动性压力得到进一步缓解。在监管相关政策呵护之下，随着季末因素消退，R007 与 DR007 利差基本抹平，GC007 同样出现大幅下行，非银机构流动性压力得到进一步缓解。

三是 6 月城商行优质债券持仓量大幅下挫。年初以来，城商行配置优质债券的规模相对均衡，2-5 月份月均增持国债、地方债和政策性金融债规模基本保持在 500-1000 亿范围内。但 6 月单月降幅近 2000 亿元，反映出包商银行事件后，城商行流动性管理压力传导至资产端，出现了抛售优质债券缓解资金缺口的现象。

2.2、整体存单延续“量价齐跌”，存单市场已出现信用重定价

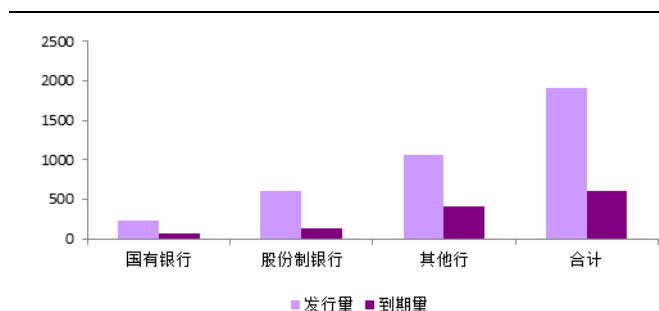
本周由于存单到期量较小，发行延续“量价齐跌”态势，商业银行累计发行存单 1908 亿元，净发行 1300 亿元。

一是中小银行存单发行规模延续复苏态势。本周国有行和股份行存单累计净发行 641 亿元，较上周有所好转。城商行、农商行等中小行本周存单发行规模 1066 亿元，到期 407 亿元，净发行 659 亿元，连续三周保持净发行状态。

二是存单发行期限结构集中在1年期。本周存单发行主要集中在一年期，实现发行931亿元，到期206亿元，净发行725亿元。1个月和3个月期存单净发行量保持在250亿元上下，其他期限发行量较少。价格方面，本周存单价格普遍下行，其中6个月期下行幅度相对较大，其他期限均保持在2-4bp降幅。

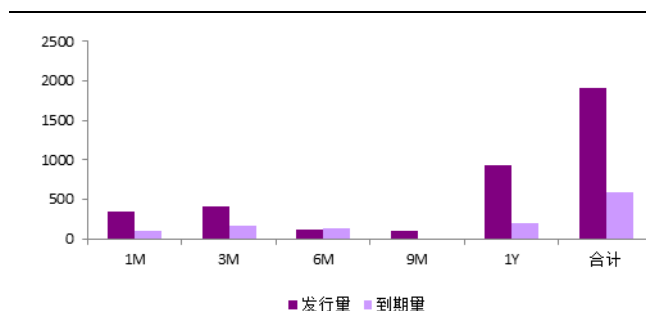
三是存单市场已出现信用重定价。本周存单市场依然呈现一定分化格局，AAA级存单认购率持续保持在90%上下，但AA+及以下存单认购率依然保持在40-50%区间。观察近期存单收益率来看，除了AAA-存单利差保持稳定外，其他偏低等级估值曲线中枢上移，低等级同业存单的评级间利差拉大。

图7：存单发行与到期情况（按银行类型） 单位：亿元



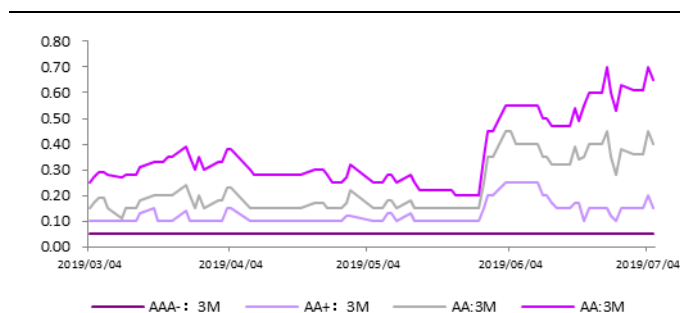
资料来源：Wind，光大证券研究所

图8：存单发行与到期情况（按发行期限） 单位：亿元



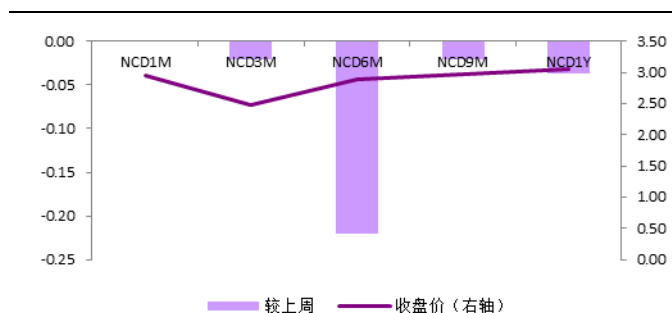
资料来源：Wind，光大证券研究所

图9：不同等级存单信用利差 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图10：国股存单价格运行情况 单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

3. 银行业左贷款情况

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_11597

