

货币政策边际宽松三部曲

一、货币政策不会持续收紧，边际放松概率上升

- 之前货币政策偏紧是为了解决资金空转，当前资金空转问题已经明显缓解。疫情冲击下，债券市场利率大幅下行，与此同时理财产品利率相对刚性，这就造成了企业债券与理财利差不断扩大，伴随着套利空间的扩大，资金空转问题有所加剧。当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，结构性存款规模也开始下降，资金空转状况得到明显缓解。
- 此外，中美之间的冲突有所升温。从货币政策角度来看，当前货币政策要中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。同时，货币政策需进一步引导资金成本的下降。

二、货币政策边际宽松的三部曲

- 预计未来公开市场操作量会比较充足，超额对冲 MLF 到期，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。
- 预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。定向降准可以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。
- 预计未来降息，MLF、LPR 利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。

三、对市场的意义：A 股向上方向确定，债券相对空间有限

- 股市：A 股向上方向确定。首先，流动性充裕使得市场结构性特征更加明显；其次，当前 A 股风险溢价已经有所回落，随着经济复苏预期逐步加强，风险溢价也将进一步回落，支撑 A 股整体估值；最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也对 A 股形成支撑。
- 债市：长端收益率相对偏空，短端收益率维持震荡，下行空间有限。往前看，考虑到疫情对国内外经济冲击最严重的时候均以过去，叠加海外经济活动逐步恢复正常，以及货币、财政大规模经济刺激下，经济复苏方向是明确的。因此，长端收益率相对偏空。短端收益率维持震荡，下行空间有限。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

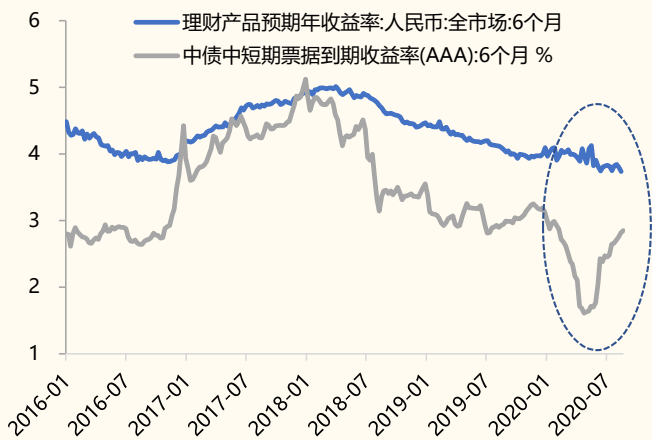
邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

一、货币政策不会持续收紧，边际放松概率上升

(1) 之前货币政策偏紧是为了解决资金空转，当前资金空转问题已经明显缓解。疫情冲击下，债券市场利率大幅下行，与此同时理财产品利率相对刚性，这就造成了企业债券与理财利差不断扩大，伴随着套利空间的扩大，资金空转问题有所加剧。当前，企业债券收益率逐步回升，企业债券与理财利差相对收窄，结构性存款规模也开始下降，资金空转状况得到明显缓解。截止至 8 月 22 日，企业债券收益率已回升至 2.85%，理财收益率为 3.74%，利差明显收窄；同时，7 月单位和个人结构性存款均有所回落，分别回落至 2.06 和 1.64 万亿元。在 5 月份的政府工作会议上，李克强也指出要加强对资金“空转”套利的监管，创新直达实体经济的货币政策工具，推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

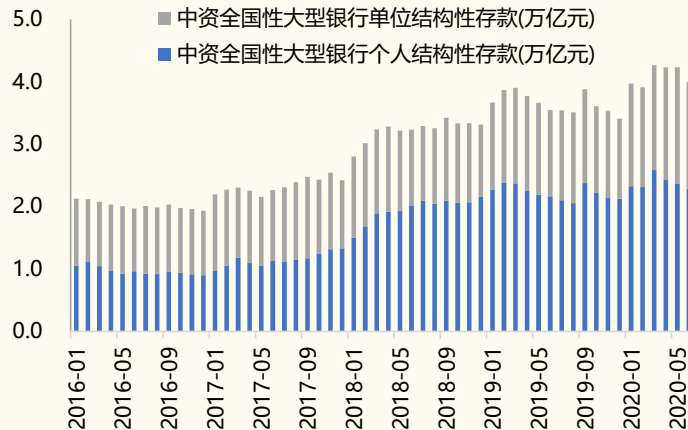
(2) 另一方面，中美之间的冲突有所升温。香港国安法通过以后，美国在多方面对中国施压，对中国实行运输以及涉港官员签证等多方面进行限制。中美关系的不确定性是未来需要关注的重要风险点。因此，从货币政策角度来看，当前货币政策要为中美关系的异常变动，预留相应的政策空间。同时，货币政策需进一步引导资金成本的下降。国务院常务会议明确部署“推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元”，而落实金融对实体经济让利，也需要货币政策引导实体经济融资成本的降低。

图表 1：资金空转套利空间有所收窄



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：结构性存款增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

二、货币政策边际宽松的三部曲

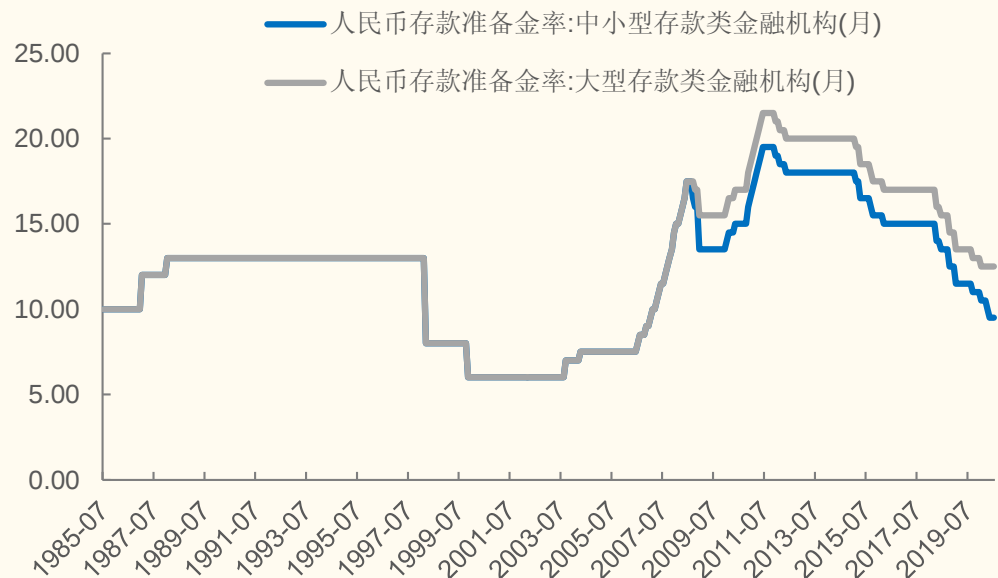
(1) 预计未来公开市场操作量会比较充足，超额对冲 MLF 到期，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。8 月 17 日 MLF 增量续作 7000 亿元。这是对本月两笔 MLF 到期的一次性续作，充分满足了金融机构的流动性需求，同时这可能意味着中长期流动性持续收紧的过程告一段落。当前经济修复持续，但在整体需求偏弱和就业压力较大的情况下，需要流动性环境的配合。预计未来公开市场操作量会比较充足，资金供给精准滴灌，流动性边际宽松。

(2) 预计对中小银行再定向降准一次，幅度 50bp。政府政策重点在于“六稳”和“六保”，其中就业均处在第一位（“稳就业”、“保居民就业”）。从就业主体

来看，小微企业在经济发展、创造就业活动中起着非常重要的作用。小微企业贡献了全国 80% 的就业，60% 以上的 GDP 和 50% 以上的税收。我们预计三季度将预计对中小银行定向降准一次，幅度 50bp，以增加中小银行支持实体经济的稳定资金来源，通过银行传导有促进降低小微、民营企业贷款实际利率，直接支持实体经济。

(3) 预计未来降息，MLF、LPR 利率下调几率较大，但逆回购利率将保持不变。货币政策回归常态化，当前经济弱复苏的背景下，货币政策将继续引导实体经济融资成本的下降。预计 MLF 利率存在 5bp 左右下降空间，相应的 LPR 利率也将有所下调。过去逆回购利率的调整具有部分随行就市特征，当前货币市场利率估计围绕逆回购利率小幅波动，因此，逆回购利率下调的可能性相对较低。

图表 1：预计再定向降准一次，幅度 50bp

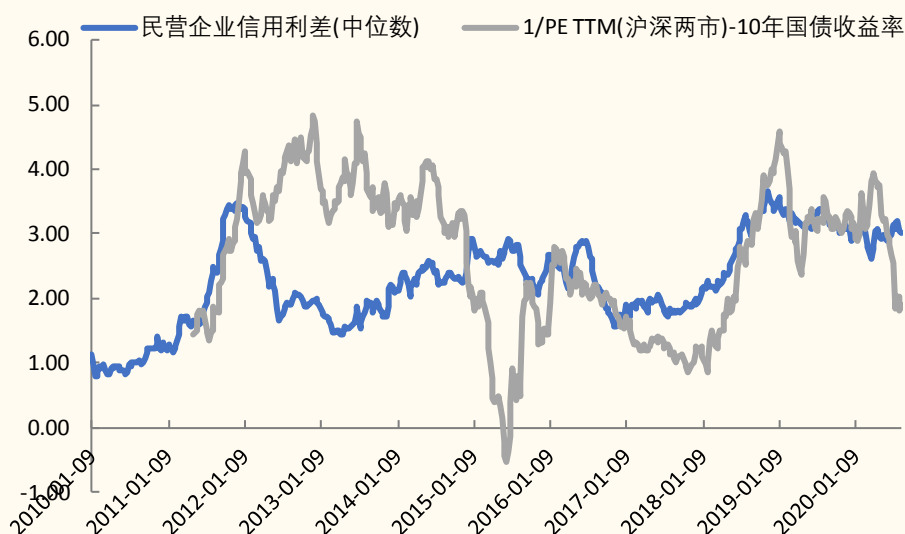


来源：Wind，国金证券研究所

三、对市场的意义：A 股向上方向确定，债券相对空间有限

(1) 股市：流动性宽松、风险偏好提升、企业盈利改善三大因素合力支撑 A 股上行。A 股风险溢价已经有所回落，随着经济复苏预期逐步强化，风险偏好改善支撑 A 股估值。第一，当前经济总体呈现弱复苏，需要依托一定的逆周期政策支持；第二，广义财政力度更大将对货币政策的需求更高。第三，为应对疫情全球央行极度宽松的货币政策趋势已经形成，当前谈宽松货币政策的退出还为时尚早，流动性宽松将对风险资产形成支撑。从全球来看，A 股资产具有较低估值、中国率先从疫情中走出也具有较高的比较优势，因此将受益于全球流动性宽松的格局。最后，企业盈利也将随着经济增速的改善逐季修复，也将对 A 股形成支撑。

图表4: A股风险溢价处于已经有所回落(%)



来源: Wind, 国金证券研究所

(2) 债券: 长端收益率相对偏空, 短端收益率维持震荡, 下行空间有限

长端收益率相对偏空。往前看, 考虑到疫情对国内外经济冲击最严重的时候均以过去, 叠加海外经济活动逐步恢复正常, 以及货币、财政大规模经济刺激下, 经济复苏方向是明确的。因此, 长端收益率相对偏空。**短端收益率维持震荡, 下行空间有限。**央行稳货币阶段全面开启, 考虑到市场已经对降准、降息部分定价, 短端利率下行仍有空间但相对有限。

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_3003

