

固定收益研究/动态点评

2020年08月07日

张继强 SAC No. S0570518110002
研究员 SFC No. AMB145
zhangjiqiang@htsc.com

张亮 SAC No. S0570518110005
研究员 021-28972035
zhangliang014597@htsc.com

吴宇航 SAC No. S0570119090051
联系人 wuyuhang@htsc.com

相关研究

- 1《固定收益研究：资管新规过渡期延长的喜与忧》2020.08
- 2《固定收益研究：信用债周度跟踪》2020.08
- 3《固定收益研究：债券置换丰富债务管理工具》2020.07

中性态度溢于言表

二季度货币政策执行报告点评

核心观点

二季度货币政策执行报告整体上继续传递货币政策向常态回归的信号，与7月份政治局会议和下半年央行工作会议的精神保持一致，市场对此已经有了较为充分的预期。与此同时，货币政策也需要从疫情防控和经济发展实际出发，“加强与财政部门有机协同”，短期内不具备收紧的基础，市场利率围绕OMO和MLF利率平稳运行是关键。经济向潜在增速回归、货币政策中性决定了债市还难有趋势性机会，8月份供给压力是扰动因素，MLF和同业存单利率制约下行空间。中美利差仍大，利率上行空间也有限。市场波动区间将收窄，久期策略防守反击，信用票息策略继续坚持。

宏观判断：经济向潜在增速回归，不存在通胀基础

海外方面，央行指出部分经济体经济指标逐步改善，但仍需关注疫情爆发、企业倒闭、杠杆率快速上升、金融风险等问题。国内方面，经济已由第一季度“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”。下半年的核心任务在于稳定总需求，继续向潜在增速回归，同时全球经济面临衰退、中美关系充满不确定性。通胀方面，央行指出“物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础”，较一季度报告更加有定力，我们认为，在就业压力下，关心通胀不如关心房价，通胀不是货币政策主要考量。

以改革的方式降成本，债券利率上行尚未引发信贷利率上行

5月以来货币政策由救急模式向常态回归，债券利率出现较大幅度的上行，但是债市利率上行尚未引发信贷利率的上行。6月，贷款加权平均利率为5.06%，比去年12月下降38BP，同比下降60BP，明显超过同期LPR降幅。后续央行将继续推动LPR改革，于8月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机制，综合融资成本有望继续下降。

货币政策中性态度溢于言表，关注宏观杠杆率攀升

货币政策取向是“灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计与调节”，实现稳增长与防风险长期均衡，支持实体经济恢复与可持续发展。显然，货币政策开始在短期与长期之间做平衡，中性态度溢于言表。同时，报告指出上半年宏观杠杆率出现阶段性上升，随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归，这意味着杠杆率攀升可能已经成为货币政策的一大约束。政策协调方面提及“加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行”。

市场利率围绕OMO和MLF平稳运行是核心要点

4月份央行调降超储利率，事后看用意是督促银行放贷。货币市场利率一度大幅低于OMO政策利率，报告认为是受海外零利率等影响，非货政本意并进而引发了结构性存款套利等问题。5月下旬以来，央行货币政策收敛，引导货币市场利率向OMO政策利率回归，目前资金利率和债市利率已经完成了重定价。从疫情防控和经济发展实际出发，货币政策短期内不具备收紧的基础，但引导市场利率围绕OMO和MLF利率平稳运行是核心要点，OMO对应回购利率，MLF对应同业存单利率。

LPR改革推动利率并轨及降成本，结构性政策工具将是主力

去年8月份央行完善LPR形成机制，目前“MLF利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制已经形成。后续央行将继续推动LPR改革。此外，央行肯定了结构性货币政策取得的较好效果，包括建立对金融机构的正向激励机制、流动性精准滴灌、降低实体融资成本等。在复杂的宏观经济背景下，结构性货币政策工具将继续发挥促进经济结构调整和精准滴灌的作用，提高政策的“直达性”，更好地服务实体经济。

风险提示：中美摩擦进一步升级，社融增速低于预期。

事件

8月6日，央行发布《2020年二季度货币政策执行报告》。

点评

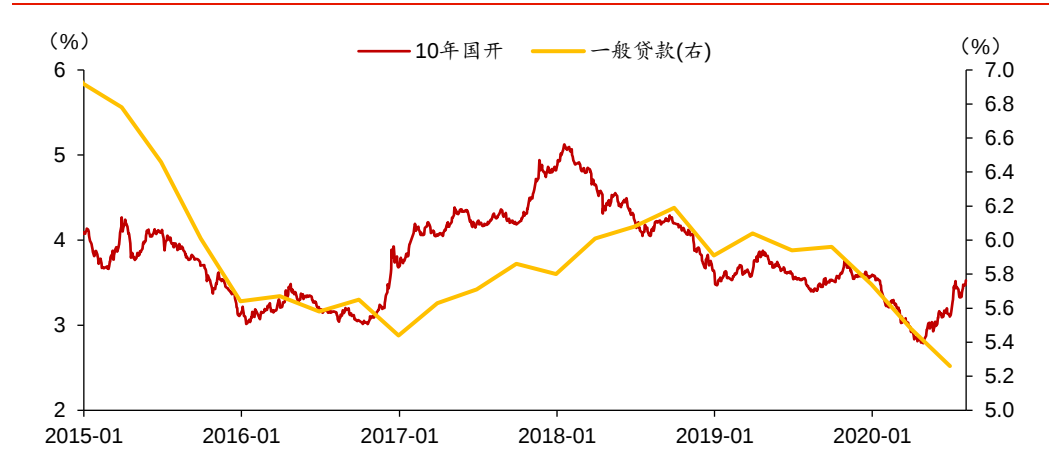
宏观判断：经济向潜在增速回归，不存在通胀基础

海外方面，央行指出部分经济体经济指标逐步改善，但仍需关注疫情爆发、企业倒闭、杠杆率快速上升、金融风险等问题。国内方面，目前我国疫情防控和恢复都走在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”。下半年的核心任务在于稳定总需求，继续向潜在增速回归，同时全球经济面临衰退、中美关系充满不确定性。通胀方面，央行指出“物价涨幅总体下行，不存在长期通胀或通缩的基础”，较一季度报告更加有定力，我们认为，在就业压力下，关心通胀不如关心房价，通胀不是货币政策主要考量。

以改革的方式降成本，债券利率上行尚未引发信贷利率上行

5月以来货币政策由救急模式向常态回归，债券利率出现较大幅度的上行，但是债市利率上行尚未引发信贷利率的上行。6月，贷款加权平均利率为5.06%，比去年12月下降38BP，同比下降60BP，明显超过同期LPR降幅。二季度信贷利率的下降主要得益于LPR改革以及存量贷款定价基准转换。截至6月末，存量贷款定价基准转换进度已达55%，其中存量企业贷款转换进度为76%。后续央行将继续推动LPR改革，于8月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作，疏通货币政策传导机制，综合融资成本有望继续下降。

图表1：债券利率与贷款利率

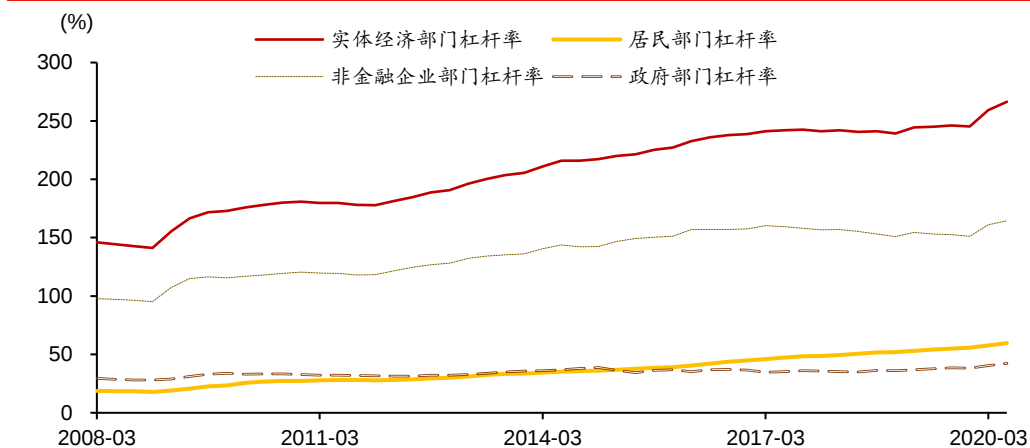


资料来源：Wind，华泰证券研究所

货币政策中性态度溢于言表，关注房价及宏观杠杆率攀升

货币政策取向是“灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社融规模合理增长，完善跨周期设计与调节”，实现稳增长与防风险长期均衡，支持实体经济恢复与可持续发展。显然，货币政策开始短期与长期之间做平衡，中性态度溢于言表，需要为未来留有余地。同时，报告指出上半年宏观杠杆率出现阶段性上升，随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平，这意味着宏观杠杆率攀升可能已经成为货币政策的一大约束。在宏观层面，央行专门提及房地产和餐饮业正在逐步恢复。政策协调方面提及“加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行”。

图表2： 二季度宏观杠杆率继续攀升

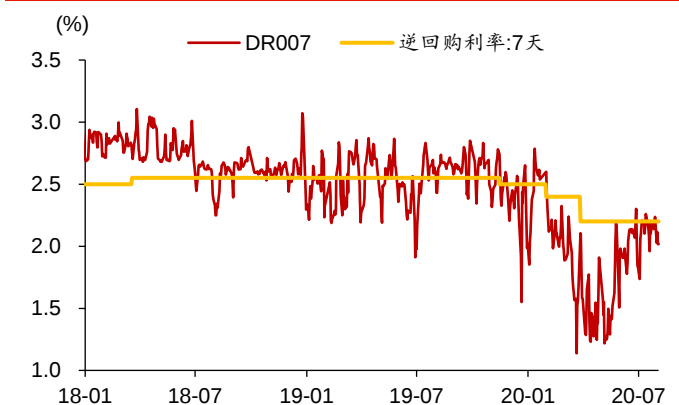


资料来源：Wind，华泰证券研究所

市场利率围绕 OMO 和 MLF 平稳运行是核心要点

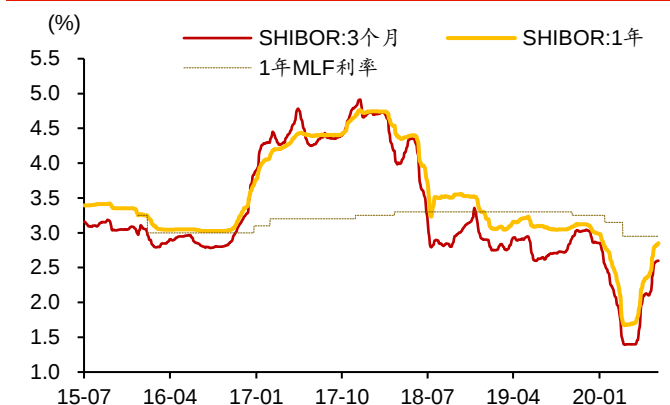
4 月份央行调降超储利率，事后看用意是督促银行放贷。货币市场利率一度大幅低于 OMO 政策利率，报告认为是受海外零利率等影响，非货币政策本意并进而引发了结构性存款套利等问题。5 月下旬以来，央行货币政策收敛，引导货币市场利率向 OMO 政策利率回归，目前资金利率和债市利率已经完成了重定价。从疫情防控和经济发展实际出发，货币政策短期内不具备收紧的基础，但引导市场利率围绕 OMO 和 MLF 利率平稳运行是核心要点，OMO 对应回购利率，MLF 对应同业存单利率。

图表3： DR007 向 OMO 政策利率回归



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： SHIBOR 利率与 MLF 利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

结构性政策工具将是主力

2018 年以来的货币政策宽松周期中，央行非常注重结构性货币政策工具的使用，包括降准置换 MLF、TMLF、CBS 等。今年以来，在疫情的特殊环境下，央行进一步加大了结构性货币政策工具的运用力度，包括“三档两优”存款准备金框架、专项再贷款、再贴现、直达实体经济的货币政策工具等。央行肯定了结构性货币政策取得的较好效果，包括建立对金融机构的正向激励机制、流动性精准滴灌、降低实体融资成本等。在复杂的宏观经济背景下，结构性货币政策工具将继续发挥促进经济结构调整和精准滴灌的作用，提高政策的“直达性”，更好地服务实体经济。

LPR 改革推动存贷款利率并轨及降低融资成本

去年 8 月份央行完善 LPR 形成机制，改革后的 LPR 由报价行在 MLF 利率上加点报出。目前 LPR 已成为银行贷款利率定价的主要参考，并已内化到银行内部 FTP 中，原有的贷款利率隐性下限被完全打破，“MLF 利率→LPR→贷款利率”的利率传导机制已经形成。与此同时，LPR 改革也推动了存款利率市场化，贷款利率下行引导了存款利率、理财利率等下行。因此货币政策向存贷款利率的传导效率明显提高，利率并轨正逐步实现。后续央行将继续推动 LPR 改革，于 8 月底基本完成存量浮动利率贷款定价基准转换工作。

再提低利率政策风险，货币政策预计更有节制

在 2019 年三季度执行报告中，央行就曾指出全球货币政策大放水的弊端，此次再度提及无疑有更深的意味。当前部分发达经济体实施了零利率甚至负利率，全球低利率状况蔓延，央行指出经济潜在增速下降和政策因素等是主要原因，当前的低利率环境也是与更低的实际中性利率和低通胀相适应的。但是低利率政策的效果不及预期，作用还有待观察，包括低利率政策对长期结构性因素作用有限、加大银行利润下降压力，引发流动性陷阱等等。同时也传递了未来货币政策会更加有节制，更加珍惜正常的货币政策空间的信号。

债市启示

二季度执行报告整体上继续传递货币政策向常态回归的信号，宽信用力度边际弱化，同时关注防风险和宏观杠杆率攀升，整体上与 7 月份政治局会议和下半年央行工作会议的精神保持一致，市场对此已经有了较为充分的预期。与此同时，货币政策也需要从疫情防控和经济发展实际出发，“加强与财政部门有机协同”，短期内不具备收紧的基础，市场利率围绕 OMO 和 MLF 利率平稳运行是关键。经济向潜在增速回归、货币政策中性决定了债市还难有趋势性机会，8 月份供给压力是扰动因素，MLF 和同业存单利率制约下行空间。但经济逐渐改善、货币政策收敛的趋势明显，中美利差仍大，利率上行空间也有限。在这种背景下，市场波动区间将收窄，久期策略防守反击，信用票息策略继续坚持。

图表5：2020 年二季度货币政策执行报告对比

	2020Q2	2020Q1
总体基调	稳健的货币政策更加灵活适度、 精准导向 ， 保持货币供应量和社融规模合理增长 ， 完善跨周期设计和调节 ，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。要增强针对性和时效性，根据疫情防控和经济金融形势把握货币政策操作的力度、节奏和重点，坚持把支持实体经济恢复与 可持续发展 放到更加突出的位置， 综合运用并创新多种货币政策工具 ，保持流动性合理充裕， 疏通货币政策传导机制 ， 有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用 ，提高政策的“直达性”，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关、平稳发展。多渠道做好预期引导工作，保持物价水平基本稳定，深化金融供给侧结构性改革， 推动金融、科技和产业形成良性循环和三角互动 ，协调好本外币政策，处理好内外经济平衡， 加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局 。	稳健的货币政策更加灵活适度，根据疫情防控和经济形势的阶段性变化，把握好政策力度、重点和节奏。 加强货币政策逆周期调节 ，把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置， 运用总量和结构性政策 ，保持流动性合理充裕，支持实体经济特别是中小微企业渡过难关。 充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用 ， 为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务 。处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，保持物价水平基本稳定，多渠道做好预期引导工作。 推动银行多渠道补充资本，提升银行服务实体经济和防范化解金融风险的能力 ， 持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，疏通货币政策传导机制 ， 引导贷款市场利率下行 ，协调好本外币政策，处理好国内经济和对外经济之间的平衡。深化金融供给侧结构性改革，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，促进国民经济整体良性循环。
货币政策展望	一是稳健的货币政策更加灵活适度、 精准导向 ， 引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行 ， 加强与财政部门有机协同，促进政府债券顺利发行，发挥与就业、产业、投资、消费等政策的合力 。 二是积极发挥再贷款、再贴现和直达实体经济的货币政策工具的牵引带动作用， 做好稳企业保就业工作 。 三是...牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位。坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段， 坚持稳地价、稳房价、稳预期 ，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性， 实施好房地产金融审慎管理制度 。	一是稳健的货币政策更加灵活适度， 强化逆周期调节，保持流动性合理充裕 ， 维护货币市场利率在合理区间平稳运行 。 二是充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用， 为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务 。 三是...坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
经济形势判断	全球 国内 新冠肺炎疫情对全球经济增长的冲击显现， 近期随着复工复产推进，部分经济体经济指标逐步改善 。 中长期看，我国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变。 目前我国疫情防控和恢复都在世界前列，经济已由第一季度疫情带来的“供需冲击”演进为第二季度的“供给快速恢复、需求逐步改善”，市场预期总体稳定下半年经济增速有望回到潜在增长水平 。 世界经济衰退风险加剧，国内经济面临挑战增多。... 上半年为对冲疫情影响，逆周期调节力度有所加大，宏观杠杆率出现阶段性上升 。随着经济增速向潜在水平回归， 宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平 。 物价涨幅总体下行， 不存在长期通胀或通缩的基础 。	今年全球经济衰退已成定局 短期面临的巨大挑战改变不了中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面对。世界经济增长风险加剧，国内经济面临挑战增多。... 我国防范疫情输入和国际经济风险的难度不断加大，复工复产和经济社会发展面临新的挑战，结构性、体制性、周期性问题相互交织，经济发展面临的挑战前所未有 。 物价形势总体可控，通胀预期基本平稳， 对未来变化需持续观察 。
货币政策回顾	流动性 宏观审慎 信贷 汇率 1、 灵活开展公开市场操作，保持流动性合理充裕 。2、开展中期借贷便利和常备借贷便利操作。3、加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度。 4、降低中小银行存款准备金率 。 完善系统重要性金融机构监管框架 。 积极运用支农、支小再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微、民营企业，“三农”、扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。 继续推进汇率市场化改革，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。	1、 果断投放短期流动性，有效应对疫情冲击 。2、 适时开展常备借贷便利和中期借贷便利操作开展常备借贷便利操作，及时注入短期流动性 。3、 加大对冲新冠肺炎疫情影响的货币信贷支持力度 。4、 统筹发挥金融系统合力，加大逆周期调节 。 调整全口径跨境融资宏观审慎调节参数，降低实体经济融资成本。 积极运用信贷政策支持再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微、民营企业，“三农”、扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。 继续推进汇率市场化改革，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用。
专栏	完善结构性货币政策工具体系 完善利率传导机制 包商银行风险处置回顾 怎样看待全球低利率	我国货币政策向实体经济传导更为通畅 再贷款再贴现精准助力抗击疫情和经济社会发展 贷款市场报价利率（LPR）改革取得重要成效 新冠肺炎疫情对全球和我国经济的影响及应对分析
其他重点关注	一般贷款加权平均利率为5.26%；金融机构超额存款准备金率为1.6%	一般贷款加权平均利率为5.48%；金融机构超额存款准备金率为2.1%

资料来源：央行官网，华泰证券研究所

风险提示

（1）中美摩擦进一步升级：随着美国大选临近，中美摩擦存在进一步升级的可能，风险偏好的变化可能影响债市表现。

（2）社融增速低于预期：政治局会议和货币政策执行报告均提出社融增速“合理增长”，由于上半年社融增速较快，不排除下半年增速边际放缓的可能，社融增长低于预期可能是债市的预期差。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、张亮，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等

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_3394

