

2020年07月26日

货币、信用环境的常见误读

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

近期，市场对货币和信用环境是否转向，存在诸多分歧。我们从货币流动性环境是否具备转向条件、货币政策传导机制变化和信用修复是否结束等方面进行详细分析。

● 一问：货币流动性环境是否具备转向条件？

近期，货币市场利率表现明显分化，主要缘于银行超储率过低。7月以来，7天货币市场利率在利率走廊下限附近波动，而14天以上货币市场利率明显抬升，3个月SHIBOR上涨至2.56%、接近春节刚结束的水平。不同期限利率表现不同，与银行超储率过低有关，6月超储率只有1.6%、为2018年以来同期新低；而央行公开市场主要投放7天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口。当前货币流动性环境尚不具备转向的宏观基础，降准补充银行流动性的必要性上升。经济生产经营行为正逐步修复，但需求整体偏弱、就业等压力较大；经验显示，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，流动性偏紧可能导致融资成本上升、不利于报表进一步修复。结合2018年以来降准规律来看，降准必要性上升、时间窗口或已临近。

● 二问：宽货币一定带来宽信用么？

货币到信用的传导机制不同以往，沿用传统框架容易产生偏误。传统框架下，央行直接调控贷款利率，对实体需求刺激迅速。2016年以来，央行逐步转向间接调控为主，手段上从数量转向价格调控，通过政策利率向市场利率传导，进而影响融资成本，时滞相对较长。“房住不炒”定位下，房地产带来的信用派生弱于传统周期。此外，存贷款利率非对称式变化，加大银行净息差压力，增大传导阻力。没有宽货币配合，信用修复较难；但宽货币不一定带来宽信用，过于宽松的流动性环境也可能导致资金空转等。经验显示，经济承压下，央行加码宽松刺激需求，有助于信用修复；但货币政策所面临的宏观形势复杂多变，仅靠货币加码较难刺激需求修复、还可能出现资金空转、违规套利等，信用修复还需财政政策等配合。

● 三问：信用环境的拐点已现？

社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复即将结束。上半年社融变化，显著受政府债券发行节奏等影响；考虑到后续影响趋弱等，社融增速或在三季度前后见顶回落，年底水平仍明显高于2019年底、中性情景或超13%。从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。下半年广义“赤字”还有7.8万亿元空间，占全年规模的70%。中性情景下，预计全年广义财政支出增速或在5-10%左右，下半年增速将较上半年的0.6%大幅抬升。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；M2增速或继续抬升，中性情景下，年底M2增速或达到13%，甚至更高。

● **风险提示：**金融风险累积导致政策出现重大调整；财政盘活存量或项目落地不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-“每周三问”系列（一）政策环境转向了吗？》-2020.7.24

《宏观经济专题-“大国财政”系列（一）：财政分析新框架》-2020.7.23
《宏观经济点评-美国疫情的3个“真相”》-2020.7.20

目 录

1、 一问：货币流动性环境是否具备转向条件？	3
2、 二问：宽货币一定带来宽信用吗？	4
3、 三问：信用环境的拐点已现？	6
4、 研究结论	7
5、 风险提示	8

图表目录

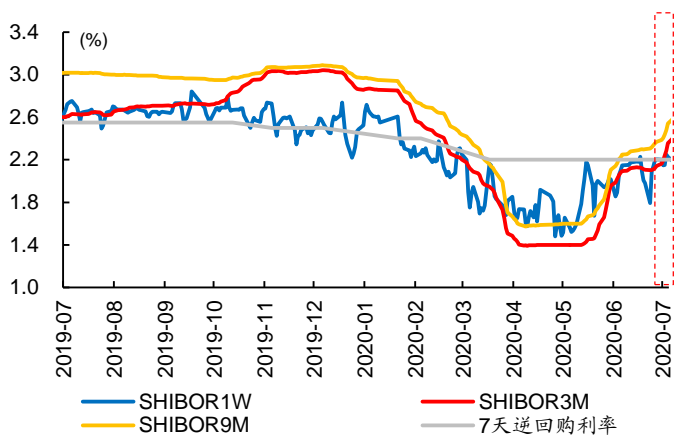
图 1: 货币市场利率表现明显分化	3
图 2: 超储率与货币市场利率走势呈负相关	3
图 3: 经验显示，经济未完全企稳前，货币不会全面转向.....	3
图 4: 利率较高，可能对企业债券融资形成压制	3
图 5: 2014 年以来，央行通过降准补充基础货币缺口.....	4
图 6: 传统框架下，经济承压时央行下调存贷款基准利率.....	4
图 7: 银行负债成本较为刚性，资产收益下降压缩净息差.....	4
图 8: 宽货币不一定带来宽信用	5
图 9: 传统周期下，货币、财政和房地产政策配合稳增长.....	5
图 10: 2020 年 3 月至 5 月，资金套利空间明显增大	5
图 11: 2020 年 3 月至 5 月，结构性存款显著增加.....	5
图 12: 2020 年上半年政府债券净融资显著高于往年同期.....	6
图 13: 中性情景，社融增速或在 2020 年三季度前后回落.....	6
图 14: 2020 年上半年广义财政支出增速大幅低于预算.....	6
图 15: 2020 年上半年，政府性基金支出持续抬升	6
图 16: 稳增长加码下，企业中长期融资持续修复	7
图 17: 实体需求修复带动贷款需求增长	7
图 18: 2020 年下半年广义财政“赤字”仍有较大空间.....	7
图 19: 2020 年下半年 M2 增速或继续抬升	7
表 1: 2018 年以来降准操作逐步常态化	4

近期，市场对货币和信用环境是否转向，存在诸多分歧。我们从货币流动性环境是否具备转向条件、货币政策传导机制变化和信用修复是否结束等方面进行分析。

1、一问：货币流动性环境是否具备转向条件？

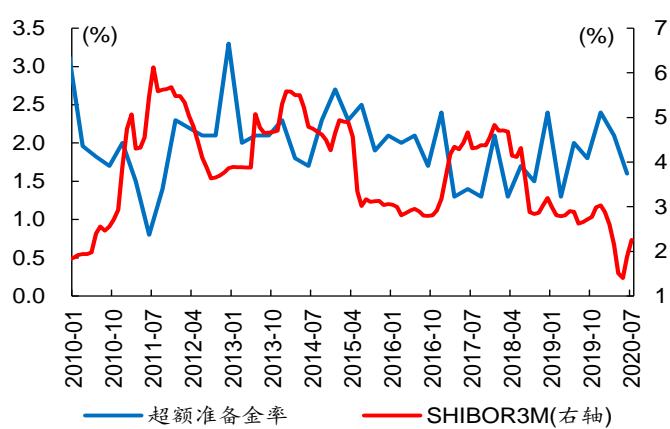
近期，货币市场利率表现明显分化，主要缘于银行超储率过低。7月以来，7天货币市场利率在利率走廊下限附近波动，而14天以上货币市场利率明显抬升，3个月SHIBOR上涨至2.56%、接近2月中旬水平。不同期限利率表现不同，与银行超储率过低有关，6月超储率只有1.6%、为2018年以来同期新低；而央行公开市场主要投放7天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口。

图1：货币市场利率表现明显分化



数据来源：Wind、开源证券研究所

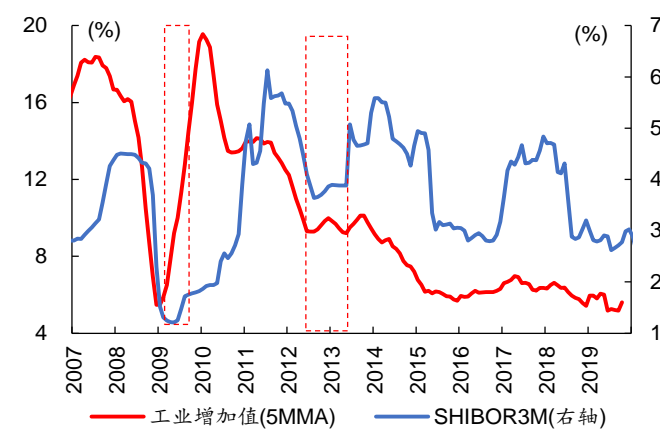
图2：超储率与货币市场利率走势呈负相关



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

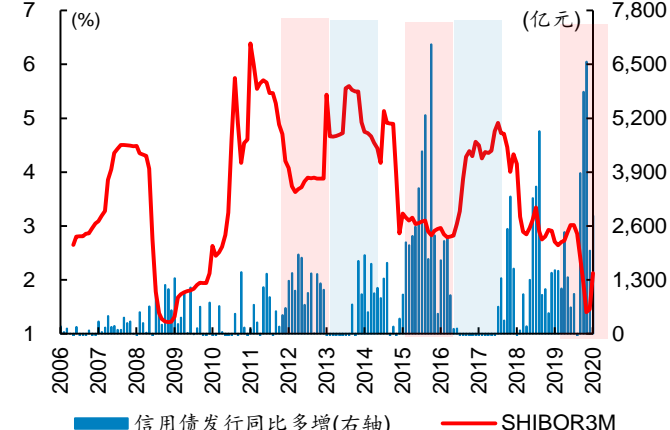
当前货币流动性环境尚不具备转向的宏观基础。随着国内疫情平复，经济生产经营活动逐步恢复，但需求整体偏弱、就业等压力较大。经验显示，在应对内部外部冲击时，央行往往率先启动；随着冲击减弱、经济逐步修复，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，银行流动性偏紧可能导致融资成本上升，加大企业融资压力、不利于报表进一步修复。

图3：经验显示，经济未完全企稳前，货币不会全面转向



数据来源：Wind、开源证券研究所

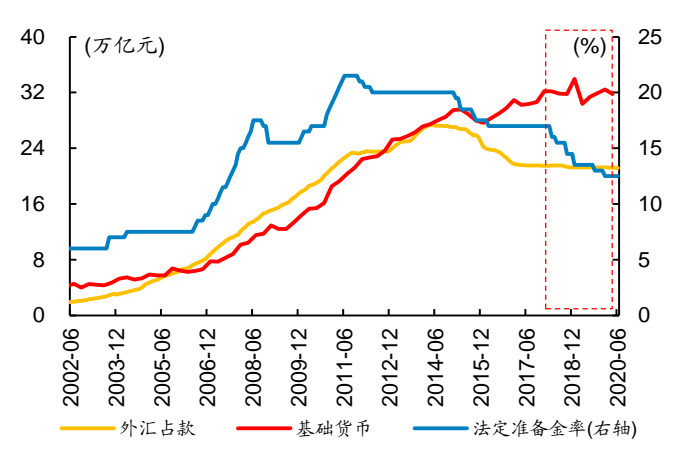
图4：利率较高，可能对企业债券融资形成压制



数据来源：Wind、开源证券研究所

降准补充银行流动性的必要性上升，结合历史规律来看，操作时间窗口或已临近。考虑到3季度地方债和特别国债等发行，超额准备金或继续被消耗，进一步加大银行流动性压力，需要央行流动性的支持。回溯历史，降准是近年来补充银行流动性的重要操作；2018年以来操作逐步常态化，基本上每个季度央行会进行一次全面或定向降准操作，而2020年4月之后央行再未宣布降准。

图5：2014年以来，央行通过降准补充基础货币缺口



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2018年以来降准操作逐步常态化

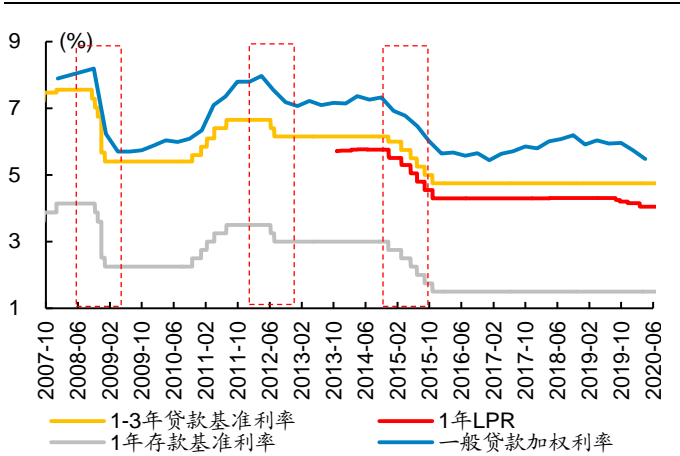
央行宣布降准日期	降准操作
2018年4月17日	4月25日起，下调存款准备金率1个百分点以置换中期借贷便利并支持小微企业融资。
2018年6月24日	7月5日起，下调存款准备金率0.5个百分点，支持市场化法治化“债转股”项目和缓解小微企业融资难融资贵问题。
2018年10月7日	10月15日起，下调存款准备金率1个百分点，置换MLF并支持小微企业、民营企业及创新型企业融资。
2019年1月4日	降准1个百分点，1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。
2019年5月6日	5月15日起，下调服务县域的农村商业银行准备金率1个百分点。2019年6月17日起，再次下调服务县域的农村商业银行准备金率1个百分点。2019年7月15日起，下调服务县域的农村商业银行准备金率至8%。
2019年9月6日	9月16日普降0.5个百分点；同时，再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1个百分点。
2020年1月1日	1月6日普降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），释放长期资金约8000多亿元。
2020年3月13日	3月16日实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。除此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点。
2020年4月3日	定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

2、二问：宽货币一定带来宽信用吗？

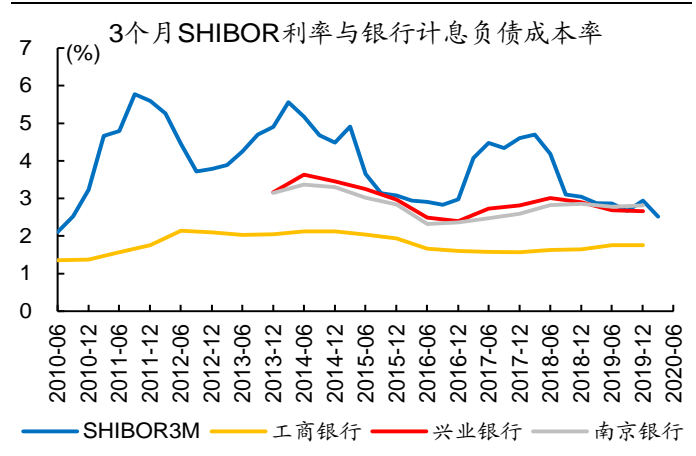
转型“攻坚”阶段，货币向信用的传导机制不同以往，沿用传统货币到信用思维可能导致偏误。传统框架下，央行直接调控贷款利率，对实体需求刺激迅速。2016年以来，央行逐步转向间接调控，通过政策利率向市场利率传导，进而影响融资成本，时滞相对较长。“房住不炒”定位下，房地产带来的信用派生弱于传统周期。此外，当前存贷款利率非对称式变化，加大银行净息差压力，一定程度增大传导阻力。

图6：传统框架下，经济承压时央行下调存贷款基准利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

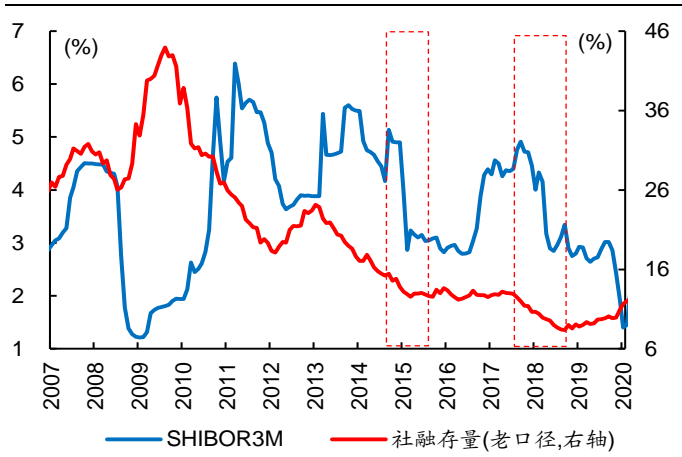
图7：银行负债成本较为刚性，资产收益下降压缩净息差



数据来源：Wind、开源证券研究所

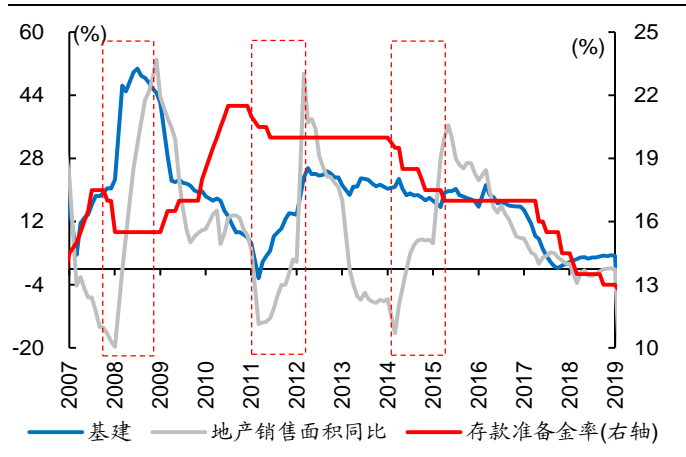
没有宽货币配合，信用修复较难；但宽货币不一定带来宽信用，往往需要财政政策等配合。历史经验显示，经济承压时，央行加码宽松刺激需求、推动信用修复；但货币政策所面临的宏观形势复杂多变，仅靠货币加码较难刺激需求的修复。传统周期下，货币政策与财政政策、房地产政策等配合，共同推动需求和信用环境修复；转型“攻坚”阶段，房地产定位“房住不炒”，政策维稳托底主要靠基建而非房地产。

图8: 宽货币不一定带来宽信用



数据来源: Wind、开源证券研究所

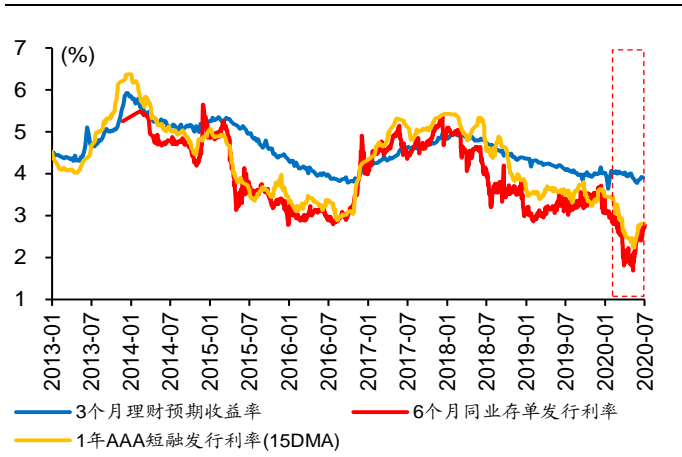
图9: 传统周期下，货币、财政和房地产政策配合稳增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

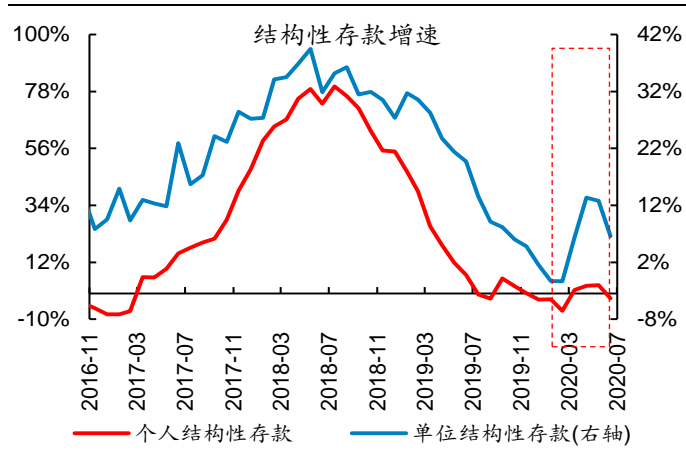
需求低迷下，过于宽松的环境也可能导致资金空转等。疫情背景下，央行加码宽松对冲，货币市场利率和企业债券融资成本均快速回落，大幅低于银行理财收益率和结构性存款利率。在内外不确定性较大下，企业投资意愿偏弱，部分募资或用于购买结构性存款等，可能导致资金空转等。5月以来，央行、银保监会等出台压降结构性存款、防止资金违规流向房地产等措施，加强防范金融风险、打击资金空转。

图10: 2020年3月至5月，资金套利空间明显增大



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2020年3月至5月，结构性存款显著增加

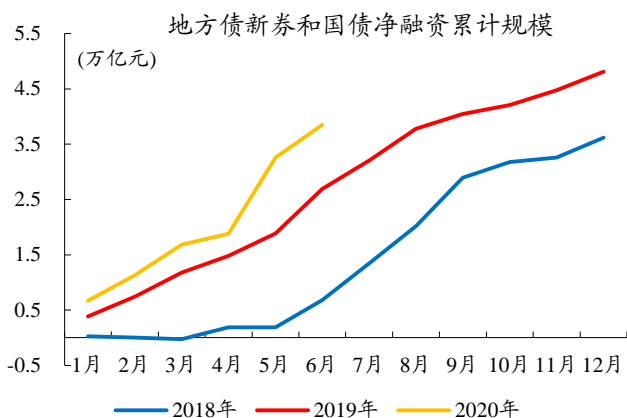


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、三问：信用环境的拐点已现？

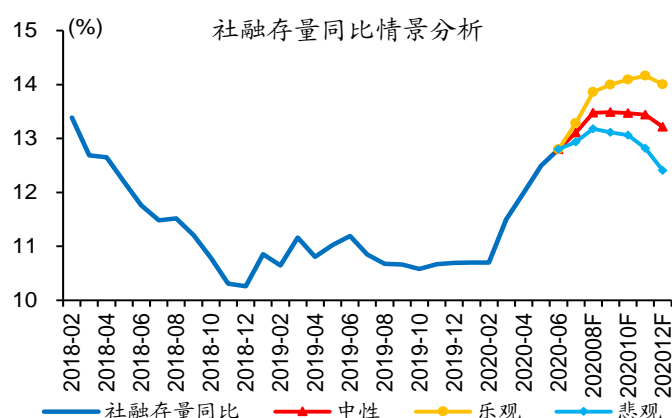
社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复即将结束。上半年社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；地方债新券和特别国债发行规模远高于2019年同期，加之基建投资对贷款等需求的拉动，共同推动社融增速的大幅上升。考虑到政府债券发行影响趋弱等因素，社融增速或在三季度前后见底回落，年底水平仍明显高于2019年底、中性情景或超13%。从债券发行到资金运用，存在一定时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。

图12：2020年上半年政府债券净融资显著高于往年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

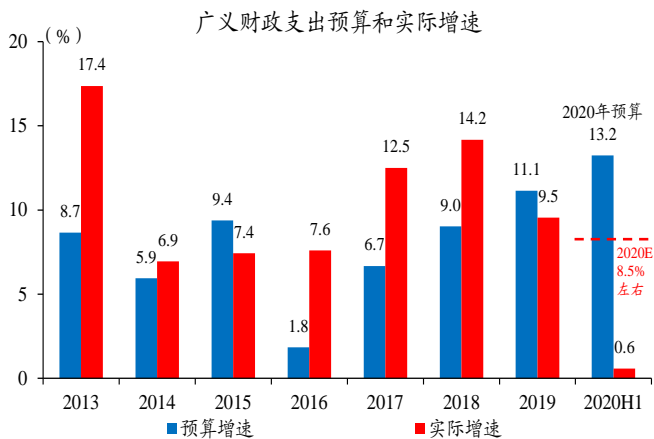
图13：中性情景，社融增速或在2020年三季度前后回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

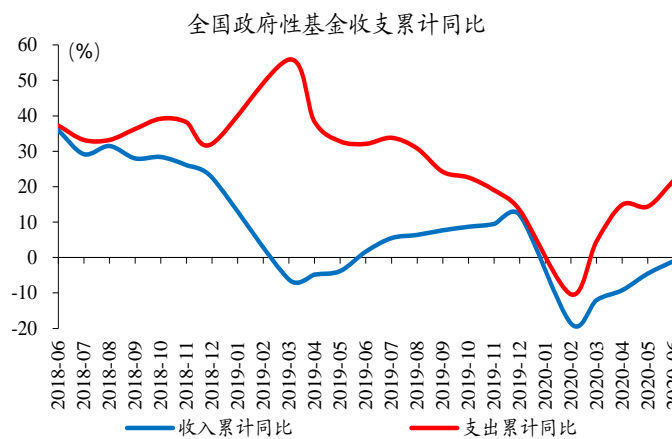
广义支出的拉动开始显现，经济行为与信用修复逐步形成正向反馈。上半年广义财政支出整体偏弱、仅增长0.6%，低于全年预算增速，主要受一般财政拖累；而政府性基金支出持续抬升、6月同比增长40%以上。随着政府投资扩张带动企业中长期融资需求，代表企业中长期资金来源的有效社融持续修复；同时，经济行为与信用修复相互加强，实体需求修复也带动融资需求改善。

图14：2020年上半年广义财政支出增速大幅低于预算



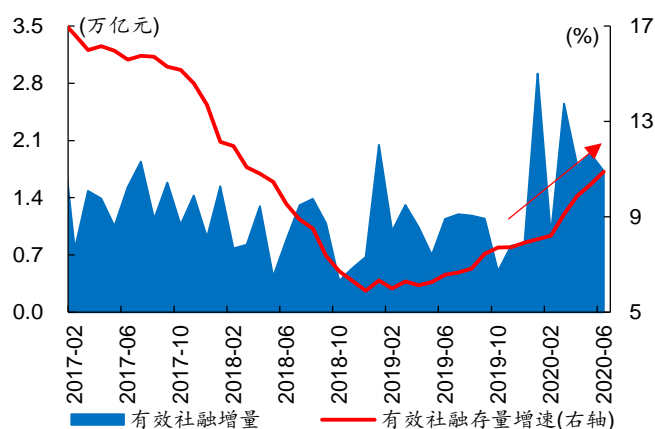
数据来源：财政部、开源证券研究所

图15：2020年上半年，政府性基金支出持续抬升



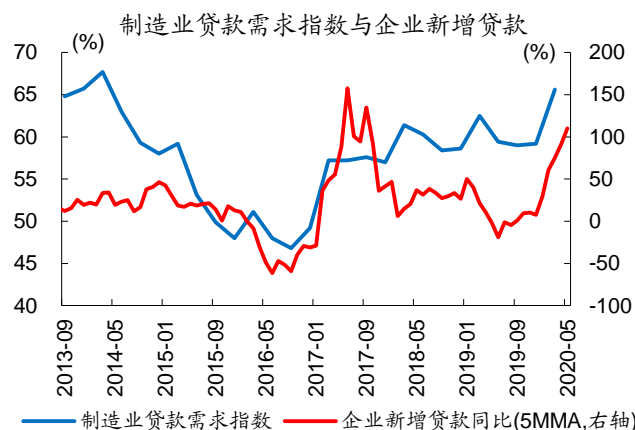
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16: 稳增长加码下, 企业中长期融资持续修复



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 实体需求修复带动贷款需求增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

下半年广义财政支出加快, 或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间, 占全年规模的 70%。中性情景下, 预计全年广义财政支出增速或在 5-10% 左右, 下半年增速将较上半年的 0.6% 大幅抬升。随着广义财政支出加快, 财政存款投放, 及基建等对需求的拉动, 或加快信用派生; M2 增速或继续抬升, 中性情景下, 年底 M2 增速或达到 13%, 甚至更高。

图18: 2020年下半年广义财政“赤字”仍有较大空间

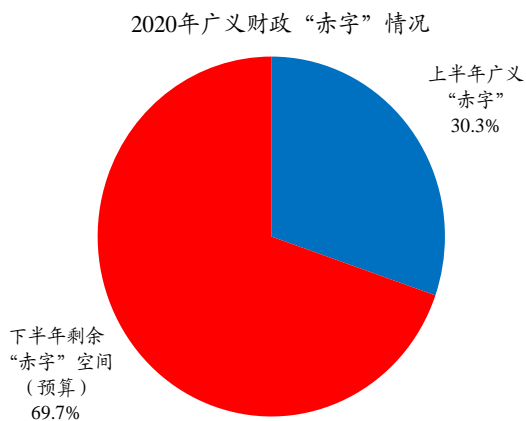
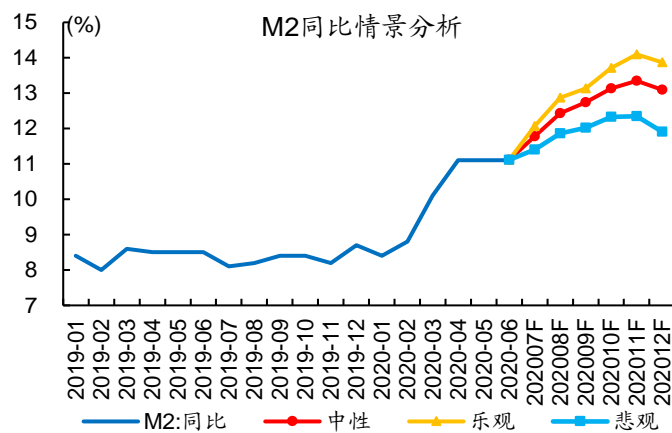


图19: 2020年下半年M2增速或继续抬升



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_3705



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn