

# 金融监管政策出台如何影响资金面？

——2020年第二季度货币市场与流动性季报

## 摘要

继5月下旬资金面边际收紧之后，6月24日银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》。在资金利率中枢抬升后，监管政策的变化是否会对流动性形成进一步的冲击？本文简要回顾了不同时期金融监管趋严背景下货币政策与货币市场特征，并侧重梳理其对流动性的影响。总结来看，金融监管政策出台会通过市场情绪与预期对资金面形成短期扰动，资金价格的边际抬升或持续1-2个月，如果货币政策边际放松“呵护”资金面，这种影响或较小。2016年至2017年监管与货币政策的双管齐下“去杠杆”使得市场情绪较为脆弱，政策的密集出台对资金利率抬升影响明显。2018年以后监管政策与货币政策基本形成了“严监管+稳货币”的政策思路，以更好地协同配合进行金融供给侧改革，监管政策对资金面的影响边际减弱。

回顾2020年第二季度，资金利率呈现先降后升的态势。4月初至5月中旬，银行间流动性处于高位，DR001一度创下历史新低。5月下旬后，由于经济基本面改善，金融市场风险情绪回升，流动性边际收紧，隔夜套利规模下降。

展望2020年第三季度，货币政策虽然已从“应急模式”退出，但流动性有望维持充裕。流动性供给上，结构性货币政策工具或将成为重要的基础货币供应方式，总量宽松窗口仍在，政策层面多次提及的降准或在7月落地。在8月存量贷款换锚全部完成之后，LPR有进一步下降的可能性。流动性需求上，关注特别国债发行与政府债券缴款压力，7月资金面扰动因素较多，或需央行操作以平抑资金面波动。

**关键词：** 监管政策、货币政策、流动性

宏观研究部

**雷迅**

分析师

电话：021-22852651

邮箱：leixun@cib.com.cn

**郭于玮**

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

**鲁政委**

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP  
获取更多研究成果

## 一、核心观点综述

6月24日,银保监会发布《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》(银保监发〔2020〕27号)。《通知》延续前期政策层对资金“空转”套利的严监管态度,再次强调不得利用低息贷款投资各类金融产品进行“空转”套利,让人不禁与央行自5月下旬起边际收紧流动性以约束“空转”套利的行动进行联系。那么,金融监管会如何影响货币政策风向与操作,进而影响货币市场(流动性)变化,金融监管与货币政策是如何加强协同的?

2016年以来的金融监管加强正在深刻地改变着我国金融业态和市场形势,本文简要回顾了不同时期金融监管趋严背景下货币政策与货币市场特征,并侧重梳理其对资金面的影响。

### 1. 金融监管政策的出台对货币市场形成短期扰动: 2016-2017 去杠杆

#### 环境下的资金面特征

2016年上半年,在宽松的货币环境下,金融体系杠杆率有所上升。自2016年第三季度起,货币政策与监管政策双管齐下,引导金融杠杆下降,监管政策与货币政策双紧使得市场情绪脆弱,监管政策影响较为明显。

**货币政策先行,提高资金成本倒逼去杠杆。**央行自2016年8月下旬起开始逐步收紧流动性,开展“收短放长”操作,不断拉长逆回购与MLF资金期限,以调控货币市场上资金利率水平,挤压期限错配及杠杆水平,货币政策明确转向。2016年全年新增MLF中80%以上的资金来源于高成本、长期限的资金投放,资金利率水涨船高。进入2017年,央行在第一季度先后两次分别上调公开市场操作利率10bps,以货币政策工具收紧市场流动性,压低资金利率、推进金融去杠杆。后续则注重协调货币与监管政策力度,4月至年底公开市场操作利率保持不变,并在6月份流动性投放上边际有所宽松。整体来看,“去杠杆+严监管”基调下,央行货币政策在维持金融稳定的前提下,实际操作具有中性“偏紧”特征,但显示对于防控金融风险的决心。

**监管政策跟进,地毯式监管检查后相关政策陆续落地。**2016年下半年,一行三会逐步针对金融机构“增同业、加杠杆、做表外”等金融乱象加大整治力度,7月出台《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》,11月出台《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》与《商业银行表外业务风险管理指引(征求意见稿)》等重量级监管文件。同时10月央行研究将表外理财纳入广义信贷测算,从总量上控制中小银行表外规模扩张速度,切断银行通过表内外腾挪资产规避监管指标的路径。监管层多渠道抑制场内杠杆、产品结构杠杆和同业杠杆,“去杠杆+严监管”逻辑确立。2017年监管政策分两阶段持续推进。其一,以“三三四十”为代表的监管风暴4月初开启,银监会连续下发8项文件,对银行进行地毯式排查,矛头直指金融风险防控。8项文件各有侧重,监管的领域几乎涉及票据、理财、同业、对公等几乎所有主

请务必参阅尾页免责声明

流交易品种，行为的内在逻辑也不断深入到交易模式、会计科目设置、内外合作等深层次问题。主体思想是对银行业内存在的风险进行摸底排查，引导行业支持实体经济的发展，并对下一步的监管工作进行部署。其二，2017年11月出台《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，12月出台《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》拉开了新一轮监管序幕。此轮监管重点围绕资管行业四大风险点，即监管套利、多层嵌套、刚性兑付以及资金池业务四个方向，并且在去杠杆、股权管理、引导主动管理方面均落地相应文件。

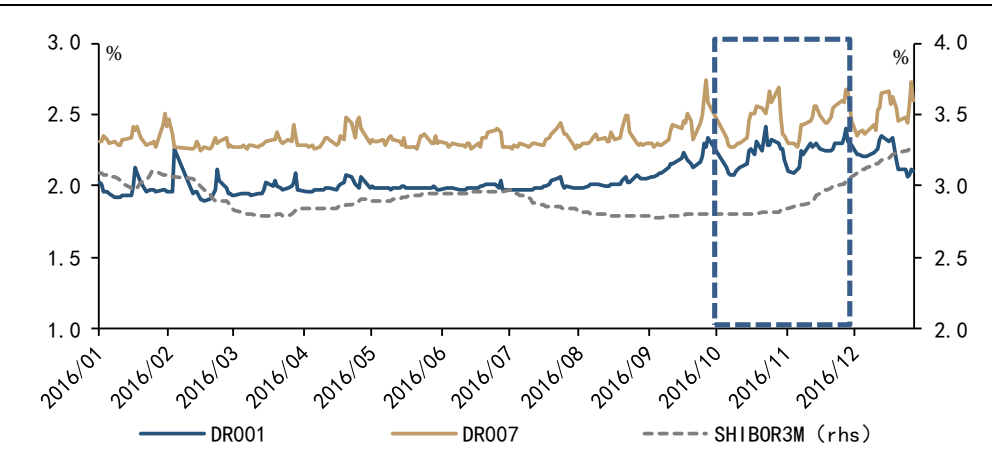
图表1 部分对流动性格局有影响的重要监管政策文件（2016年-2017年）

时间	部分影响流动性格局的重要监管政策文件
2016/9-2016/12	20160727《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》 20161129《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》 20161123《商业银行表外业务风险管理指引（征求意见稿）》 20161025《关于将表外理财业务纳入“广义信贷”测算的通知》
2017/1-2017/5	20170329《关于开展银行业“违法、违规、违章”行为专项治理工作的通知》 20170329《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理的通知》 20170406《关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》 20170407《关于集中开展银行业乱象整治工作的通知》 20170410《关于银行业风险防控工作的指导意见》 20170412《关于切实弥补监管短板提升监管效能的通知》
2017/7-2017/12	20170716《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》 20170831《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理的规定》 20170831 同业存单发行期限管理 20171117《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》 20171206《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》 20171222《关于规范银信类业务的通知》 20171229《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》 20171229《关于进一步加强证券基金经营机构债券交易监管的通知》

资料来源：WIND，兴业研究

资金利率走势受监管政策影响深远。短期监管政策通过市场情绪与预期对资金面形成明显扰动，中长期“去杠杆+严监管”下央行货币政策转向、收紧流动性、推升资金利率。2016年9月初起，资金利率拐点出现，脱离2015下半年以来的稳定运行区间，向上突破并一路波动上行直到年底，期间DR001由2.0%攀升至年底2.3%，DR007由2.3%攀升至年底2.6%，SHIBOR3M也由2.8%攀升至年底3.2%，平均上行幅度在30bps以上。

图表 2 关键资金利率运行情况（2016 年）

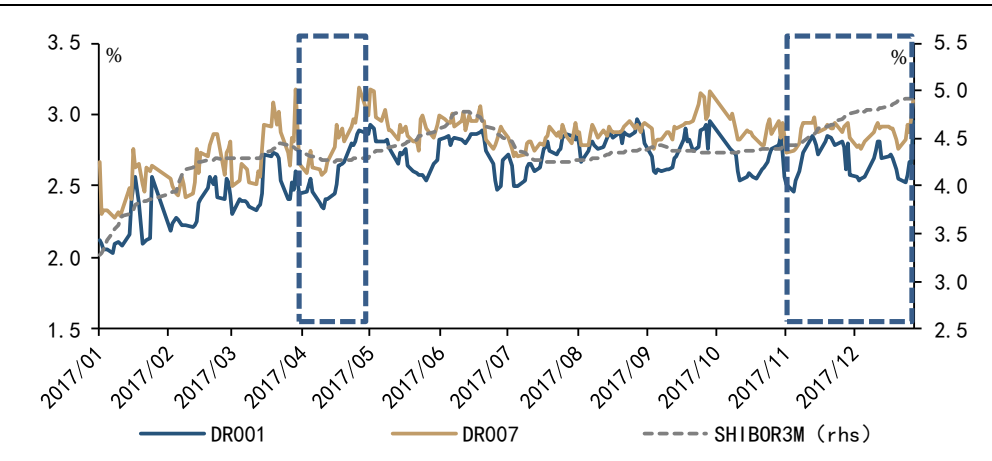


注：虚线框代表对流动性有影响的重要监管政策出台时间窗口，下同。

资料来源：WIND，兴业研究

2017 年，在央行引导下，货币市场利率整体处于高位，走势上呈现先上再稳的三阶段特征，但短期内监管政策的集中出台对资金面扰动明显。一是 2017 年 1 月至 3 月，彼时正值金融去杠杆上半场，各类监管政策虽逐步加码但落地不多，对市场影响更多停留在预期层面。资金利率波动中上行更多受央行抬高利率中枢影响。DR001 由年初的 2.1% 升至 2.4%，DR007 由 2.3% 升至 2.6%，SHIBOR3M 由 3.3% 升至 4.4%。二是 4 月至 5 月，受“三三四十”文件影响，市场恐慌流动性的骤然趋紧，资金利率再次上行，幅度在 30bps 以上，期间 DR001 探至 2.7%，DR007 探至 2.9%，SHIBOR3M 探至 4.6%。同时波动明显放大，常超过 50bps，显示情绪与预期对市场波动的爆发力。三是 6 月至 12 月，监管政策发力逐渐对金融机构产生实质性的去杠杆效应，金融机构面临更大的收缩同业业务和通道业务的压力。央行用货币政策与监管政策交替缓步收紧的协调模式来维持资金利率中枢的相对稳定以对冲严监管下的去杠杆冲击。11 月“资管新规”征求意见稿出台，市场反应相对 4、5 月份有所收敛，未出现利率的整体上行，但以 SHIBOR3M 与 NCD 利率为代表的中期利率在震荡中继续上行，SHIBOR3M 由 11 月初 4.4% 上行至年末 4.9，3 个月 NCD 由 4.7% 上行至年末 5.5%。短端资金利率 7 月起高位窄幅波动，第四季度利率中枢甚至有所下行，期间 DR001 稳定在 2.6% 左右，DR007 稳定在 2.9% 左右，显示 2017 年下半年金融机构根据监管要求逐步调整业务，市场情绪与预期有所修复。

图表3 关键资金利率运行情况（2017年）



资料来源：WIND，兴业研究

## 2. “严监管”延续，央行“稳货币”操作减弱监管政策对货币市场的 边际影响：2018-2019“稳杠杆+稳增长”背景下的资金面特征

2018年以来，在“防范化解重大风险”被列为三大攻坚战之首的背景下，金融严监管行动延续。但在内外部环境多重因素的影响下，2019年后“六稳”成为主要目标。宏观调控政策和金融监管政策出现调整，寻求“防风险”与“稳增长”的动态平衡。金融监管政策出台对货币市场资金利率影响边际减弱。

监管政策上“严监管”取向不变，但政策推出步伐有所放缓，更多针对乱象根源，建章立制，一系列治乱象、补短板、促改革的措施相继落地，为建立长效机制打下基础。2018年1月初以《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》为代表的监管文件密集发布，4月“资管新规”正式稿靴子落地，标志着大资管领域全面监管的统一框架正式形成。7月发布的资管新规细则文件，基本延续了打破刚兑、消除期限错配、拆解资金池、压缩并清理存量、去嵌套、强化穿透管理等原则。随后，结构性去杠杆节奏放缓，旨在平衡“防风险”与“稳增长”，对冲经济下行压力和中美贸易摩擦冲击。2019年起政策开始呈现边际放松，关注重点转为纾解民企融资困境，不断扩大对外开放和加快推进制度改革，同时注重前期监管成果的检查与确认。如5月银保监会印发《关于开展“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作的通知》回顾前期整治工作并定下后续目标。

图表4 部分对流动性格局有影响的重要监管政策文件（2018年-2019年）

时间	部分影响流动性格局的重要监管政策文件
2018/1-2018/5	20180105 《商业银行大额风险暴露管理办法（征求意见稿）》 20180106 《商业银行委托贷款管理办法》 20180113 《中国银监会关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》 20180427 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 20180504 《商业银行大额风险暴露管理办法》 20180525 《商业银行流动性风险管理办法》

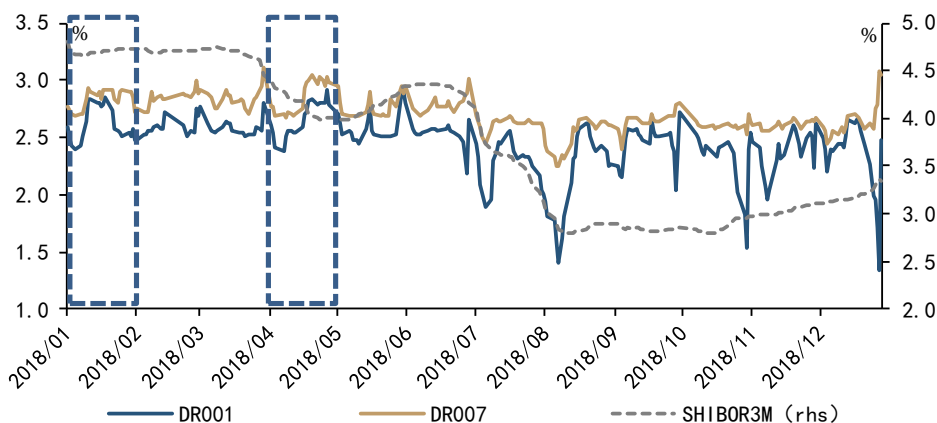
2018/7-2018/12	20180720《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》 20180808《2018年降低企业杠杆率工作要点》 20180928《商业银行理财业务监督管理办法》
2019	20190520《关于开展“巩固治乱象促促进合规建设”工作的通知》 20191018《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》

资料来源：WIND，兴业研究

货币政策由中性“偏紧”转为中性“偏松”以应对经济下行压力与内外部环境变化，同时放松狭义流动性“呵护”资金面平稳运行。2018年央行先后实施了两次定向降准和两次置换性降准，并通过扩大MLF担保品范围和进行信贷窗口指导的方式增加流动性，创设定向中期借贷便利（TMLF）、临时准备金动用安排（CRA）、扩大普惠金融定向降准小微贷款考核标准，不遗余力地解决中小企业融资难融资贵的问题。同时也为资管新规细则的实施创造良好的市场条件，支持监管政策的稳步落地。2019年央行继续积极加强逆周期管理，先后三次降准，同时用改革的办法疏通货币政策传导，全面改革完善LPR形成机制，利率市场化迈出关键一步。频繁运用公开市场操作，推进“稳杠杆”并有效遏制宏观杠杆率过快上升，不断加强对实体经济的支持。

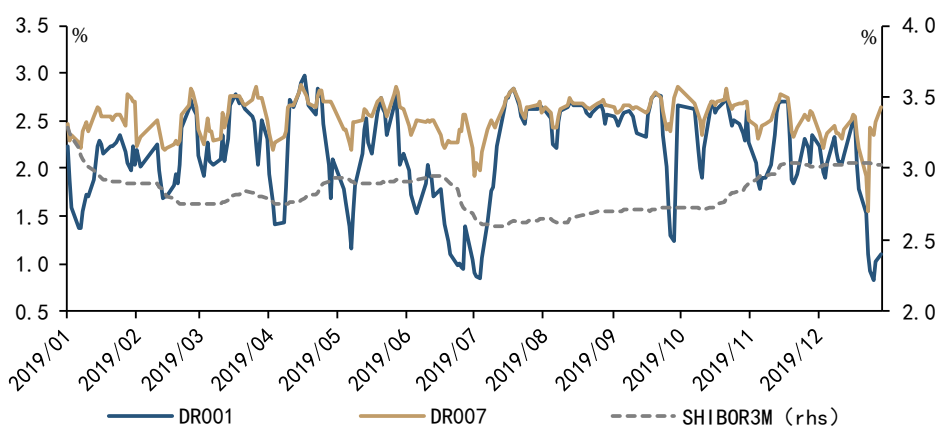
监管政策对货币市场资金利率影响边际减弱，央行“呵护”下资金利率运行基本保持平稳。2018年年初监管政策密集出台，但央行首推CRA、重启63天逆回购、超额开展MLF呵护流动性，资金利率高位企稳，与2017年4、5月相比，监管影响明显减弱。DR001围绕2.6%波动，DR007围绕2.8%波动，中期利率下行明显，SHIBOR3M由4.8%降至4.1%。4月至5月商业银行大额风险暴露与流动性风险管理办法对资金利率形成了一定上行压力，DR001由4月初的2.7%上行至5月末的2.9%，DR007由3.3%上行至3.8%。年中央行上调OMO/MLF操作利率5bps但降准置换MLF，市场确认货币政策边际宽松。下半年央行未跟进美联储加息且进一步通过MLF、定向降准释放流动性，货币与监管政策的边际放松在市场反应明显，资金面维持宽松，资金利率明显回落。2019年资金利率走势大体平稳，但隔夜利率波动较大，呈V型走势。年初，央行通过降准、定向降准并开展TMLF，着力解决流动性约束问题，市场预期“宽货币”格局不改，资金面维持宽松。年中个别银行风险事件发酵，央行维持流动性充裕，资金面先紧后松，利率明显下行。下半年资金面回归常态，经济下行与结构性通胀使货币政策面临两难，11月央行调降MLF和OMO利率，资金利率拐点出现，持续下行直至2020年。全年监管政策并未对资金面形成实质性扰动，货币政策稳流动性对冲严监管的思路在2018年至2019年资金面特征上得到体现。

图表 5 关键资金利率运行情况（2018 年）



资料来源：WIND，兴业研究

图表 6 关键资金利率运行情况（2019 年）



资料来源：WIND，兴业研究

### 3. 监管持续加强对资金“空转”套利的约束是 2020 年 5 月资金面变化的主要推手吗？

2020 年金融市场见证了太多黑天鹅，从国内 COVID-19 疫情爆发到海外疫情蔓延，年初以来各部门政策的重心转向疫情防控，整体成效可谓有目共睹。在疫情防控常态化以及复产复工持续推进的背景下，近期监管层加大了对结构性存款产品与资金“空转”套利的约束，以期能更好地引导资金支持实体经济。

监管政策上，3 月央行出台《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》，对存款管理进行了全面性的规范，明确要求整改“创新”产品，将结构性存款保底收益率纳入自律管理。此后监管层多次发出整治结构性存款、打击资金“空转”套利的政策信号，近日银保监会发布的《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》再度强调打击资金“空转”套利的问题。

图表 7 部分强调治理结构性存款的监管政策文件

时间	部分强调治理结构性存款的监管政策文件
2020	20200309 《中国人民银行关于加强存款利率管理的通知》

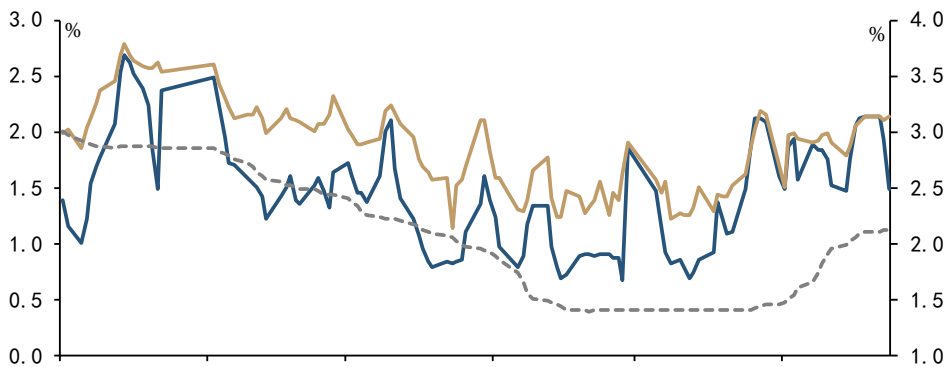
20200624 《关于开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作的通知》

资料来源：WIND，兴业研究

同时，约束包括债市杠杆和资金“空转”套利的行为在货币政策上也有相应回应，5月下旬央行收紧流动性引导资金利率上行，显示配合监管的态度。但我们也应该注意，5月央行的收紧同时也是对极低的资金利率进行修正，在海外复工持续开展，我国经济复苏加快，疫情造成的恐慌情绪平抑后，货币政策逐步回归常态化宽松，因此约束资金“空转”套利并不是央行引导资金利率上限的唯一原因。

资金利率方面，央行第一季度大规模的宽松行动所投放的大量低成本资金使得市场流动性极度充裕，资金利率大幅下行，4月初央行降低超储利率进一步打开了资金利率下行空间，DR007中枢下行至1.5%，显著低于政策利率水平。5月下旬随着金融市场恢复稳定，央行也需要从极度宽松的货币环境中退出。在此背景下，资金利率拐点出现，波动上行，中枢抬升，DR001回归至1.8%以上，DR007回归至2.0%以上，向政策利率靠拢，波动明显加大，显示市场预期尚未稳定。“防止”资金空转或是货币政策常态化回归的一个触发点，后续企业融资成本持续上升并不符合目前货币政策“降低社会融资成本”的主要目标，或难以持续上行。

图表8 关键资金利率运行情况（2020年）



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\\_4266](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4266)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn