

2020年05月31日

深度研究

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

具有中国特色的“扭曲操作”

——如何在收紧流动性的同时降准降息？

投资要点：

相关报告

- 《人工智能时代的经济增长、产业格局与大国博弈：智能经济》——2020-04-29
- 《近期全球金融市场动荡的背后：金融海啸距离我们有多远？》——2020-04-10
- 《政治局会议背后的逻辑是什么？：经济增长与就业压力加大》——2020-03-28
- 《武汉疫情如何影响2020年中国经济？：变的是短期增长节奏而非中期增长趋势》——2020-02-01
- 《站在2025年看中国系列：人口与需求结构：奶粉VS早教孰弱？医疗VS养老谁强？》——2020-01-23

- **货币市场短端利率反弹引发困扰。**近期，货币市场短端利率定价基准DR007似有触底回升之势，引发市场广泛关切。一些投资者对于央行是否会按照《政府工作报告》的部署继续推进降准降息感到困惑，而且现在就收紧流动性似乎与经济的基本面也不匹配。我们认为，央行当前的操作具有某种“扭曲操作”的意味：货币市场短端利率可能被抬升，但是MLF、LPR乃至存款基准利率都仍然有下降的可能。当然，这种“扭曲操作”颇具中国特色，它不是针对收益率曲线长端和短端的对冲操作，而是针对存在一定隔离的货币债券市场利率与信贷市场利率的对冲操作。
- **在利率双轨制的局面下，货币债券市场的定价基准是货币市场短端利率，而信贷市场的利率水平则既与存款基准利率有关，也受到包括MLF在内的多种央行政策工具利率的影响。**与成熟市场经济国家不同，从计划经济转轨的中国的利率体系突出表现为多重分割与双轨制。一方面，在货币、债券市场，由当前超额准备金的供给与需求共同决定的货币市场短期利率是基准利率；货币市场短期利率传导到短期、长期国债市场利率，并通过风险溢价影响信用债市场利率；反过来，央行各类货币政策工具虽然在这一市场操作，但它们的利率对这一市场的各期限的市场利率影响有限。另一方面，在信贷市场，不仅仅存款基准利率影响巨大，对货币债券市场利率影响不大的包括MLF、再贷款等货币政策工具的利率对反而对这一市场的利率影响非常直接。
- **“扭曲操作”既着眼于抑制套利活动，也有助于支持实体经济。**近期货币市场短端利率的上升可能意味着政策当局有意收紧货币债券市场的流动性以防过度套利，这也意味着资本市场流动性最宽松的环境可能已经过去；而央行MLF等工具的降息以及可能的存款基准利率降息则有望带动信贷市场利率的下行，考虑到贷款是社融最主要的组成部分，扭曲操作总体上进一步放松了实体经济面临的流动性环境，有望对经济反弹构成支撑。这样看来，未来降准可能更多的是替代到期的货币政策工具并支持货币信贷的平稳扩张，未必会带动新一轮的货币市场短端利率的下行。

风险提示：经济、地产下滑超预期；政策不达预期；疫情恶化超预期；

内容目录

1、 问题与结论.....	4
2、 中国利率体系解析.....	6
2.1、 货币、债券市场收益率曲线的形成	6
2.2、 存贷款部门利率体系简介.....	11
3、 具有中国特色“扭曲操作”的现实意义	14
3.1、 货币债券市场流动性收紧防范套利	14
3.2、 存贷款体系利率下行提振实体经济	14
3.3、 货币市场与信贷市场利率背离的历史案例.....	15
4、 风险提示	16

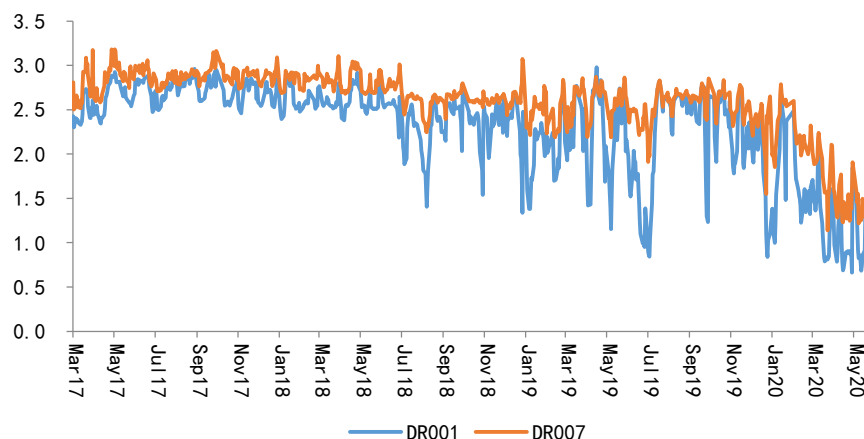
图表目录

图表 1: DR001 和 DR007 利率	4
图表 2: 各期限国债收益率	4
图表 3: DR007 与 1 年期国债收益率	6
图表 4: DR007 与 1 年期国债利率的相关性 (2016-今)	6
图表 5: 1 年期国债与 10 年期国债利率的相关性	7
图表 6: DR007 和它的利率走廊	8
图表 7: 7 天期限的政策指导利率与市场利率	9
图表 8: 14 天期限的政策指导利率与市场利率	9
图表 9: 1 个月期限的政策指导利率与市场利率	9
图表 10: 3 个月期限的政策指导利率与市场利率	9
图表 11: 6 个月期限的政策指导利率与市场利率	10
图表 12: 1 年期限的政策指导利率与市场利率	10
图表 13: 包商银行事件期间 DR007 一度走低	11
图表 14: 包商银行事件期间更长期限的利率受影响有限	11
图表 15: 1 年期 MLF, 1 年期 LPR 以及一般贷款加权平均利率	12
图表 16: 5 年期 LPR 及个人住房抵押贷款利率	12
图表 17: 中国的存款基准利率体系	13
图表 18: 2015 年初-2015 年年中货币政策的扭曲操作安排	15

1、问题与结论

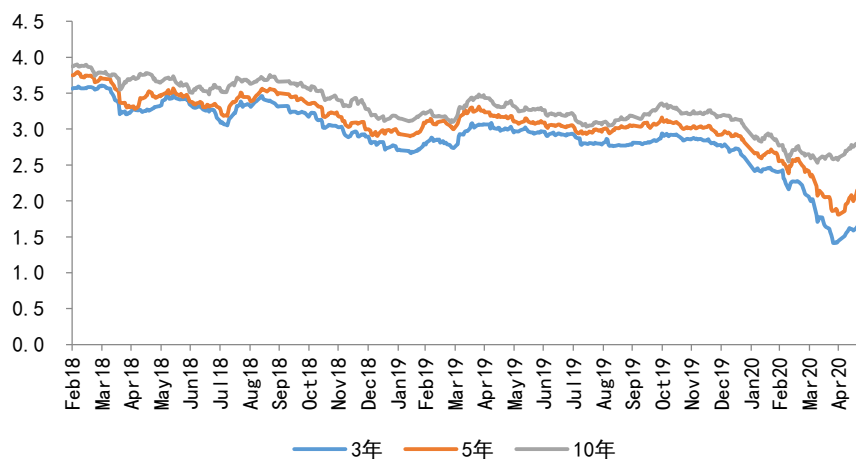
近期以来，我国货币市场短端利率定价的基准 DR007 从底部持续回升，引发了市场的广泛关切。4 月政治局会议及 5 月《政府工作报告》都提到“降准降息”，然而迄今为止更宽松的政策没有见到，反而货币市场代表性的短端利率持续上行，并且已经开始触发债券市场的调整，似乎令投资者无所适从。

图表 1: DR001 和 DR007 利率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图表 2: 各期限国债收益率



资料来源: Wind, 国海证券研究所

那么在我国经济面临供给回升快于需求回升，通胀持续回落，负产出缺口可能仍在扩大，失业率近期仍有上行的局面下，央行为什么已经开始回收流动性了呢？降准降息还会继续吗？如果货币市场利率推动整体社会融资成本反弹，在通胀回落的情况下，居民和企业面对的真实利率可能反而上升，又如何稳定就业和经济呢？

我们认为央行当前的操作具有某种“扭曲操作”的意味：货币市场短端利率可能

上行，但是更长端的 MLF，LPR 乃至存款基准利率都仍然有下降的可能。然而，这个扭曲操作并不是成熟市场经济国家在收益率曲线上针对长端和短端对冲性的操作，而在某种程度上是在货币债券市场和信贷市场这两个存在一定隔离的市场分别提升和降低利率的行为——是针对中国现实国情而采取的具有中国特色的操作。

我们认为，在中国货币债券市场与信贷市场资金仍然存在明显双轨且当前后者利率整体偏高的情况下，政策当局可能选择在货币市场适当提升短端利率引导流动性收紧并遏制套利活动，同时选择合适的时机调降 MLF、LPR 或者存款基准利率以推动信贷市场降息直接支持真实的信贷需求。整体而言社融的质量会改善，而实体经济也会得到支撑。在这种情况下，我们预计未来的降准更多的是替代其它流动性工具以及支持社融和 M2 的正常扩张，未必会重新拉低货币市场短端的利率。

- 对于货币和债券市场而言，央行的具有中国特色的“扭曲操作”可能意味着流动性最宽松的时期已经过去。事实上，如果央行未来在存贷款市场降息——包括调降存款基准利率，会促进信贷的投放并推动经济持续复苏，长端债券利率可能面临的是上行压力；
- 对于股票市场而言，央行“扭曲操作”对流动性的影响理论上喜忧参半。机构投资者的资金成本会因为货币市场利率的上行而上行，流动性边际紧缩；但是如果存款降息，一部分参考存款利率的个人投资者的资金机会成本可能会进一步下降，对市场构成一定支撑。当然，由于绝大多数个人投资者的资金成本可能已经参考与货币债券市场挂钩的理财产品、货币市场基金等利率，股票市场整体而言也应该感受到流动性收紧的压力。
- 对于实体经济而言，债券市场利率的上行会增加企业融资的难度；但是贷款利率的下行乃至存款利率的下行会刺激投资和消费。考虑到我国社融中贷款的影响远远大于债券市场，整体而言实体经济或仍将受益于扭曲操作而继续复苏。

2、中国利率体系解析

对于成熟市场经济国家而言，其短端利率由央行设定，市场依据短端利率在未来的预期和期限溢价决定长端利率，再加上风险溢价决定信用债和贷款的利率。然而，中国的利率体系是从计划经济转轨的利率体系，突出表现为多重分割与双轨制，与发达国家有所不同。

对中国货币、债券市场而言，伴随着利率市场化的推进，利率形成机制越来越接近于成熟国家经济体——更长期限利率由货币市场短端利率在未来的预期和期限溢价决定。虽然中央银行的多种政策工具都在这一市场操作，且有自己的利率水平，但是这些利率大多对收益率曲线的直接影响比较有限，更主要还是相关操作通过货币投放的数量影响超额准备金的规模，再影响货币市场短端利率然后向货币、债券市场更长期限的利率进行传导。

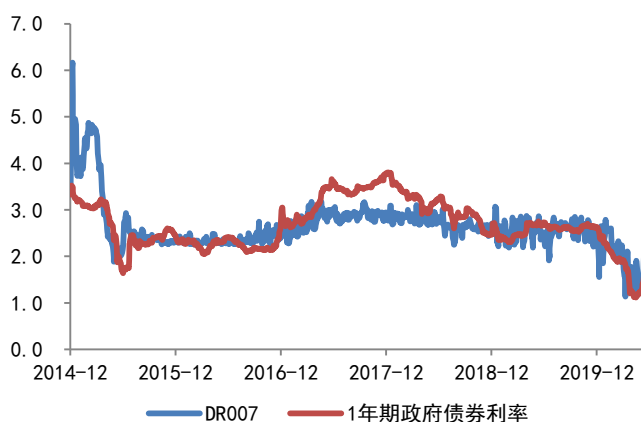
然而，由于银行的金融市场部与存贷款部门的资金因为多方面的因素尚没有完全打通，中国的存款利率体系并不像发达国家那样直接参考债券市场的利率。反过来，不仅仅存款基准利率影响巨大，包括 MLF 等在内的一些央行货币政策工具的利率在信贷市场上反而非常重要——仍然遗留了相当多行政管制的痕迹。

2.1、货币、债券市场收益率曲线的形成

2.1.1、货币市场短期市场交易利率的基准作用

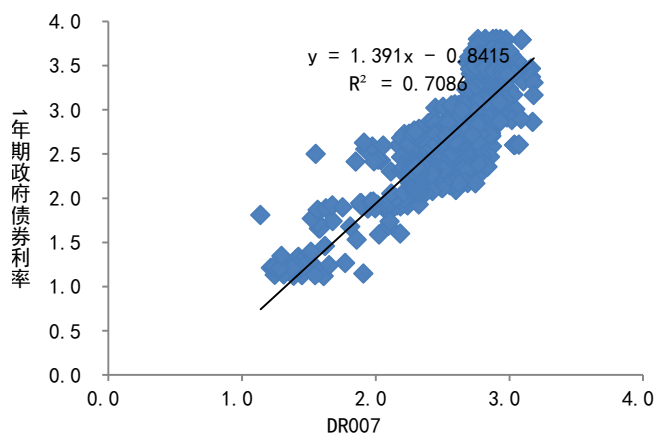
中国的货币债券市场的利率已经基本完全市场化了。目前，货币市场短期利率对于更长期利率的影响是非常显著的，是整个市场的定价基准。例如，数据显示 2016 年以来，1 年期国债收益率的变动有 70% 可以由存款类金融机构回购利率（DR007）的波动解释。

图表 3：DR007 与 1 年期国债收益率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表 4：DR007 与 1 年期国债利率的相关性（2016-今）

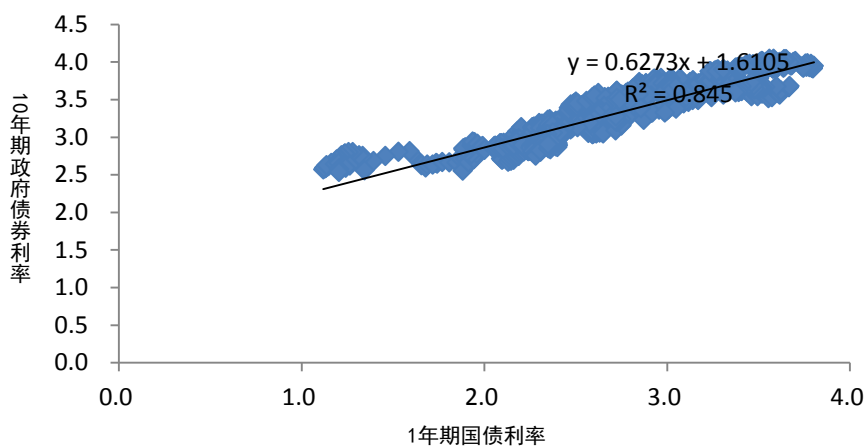


资料来源：Wind，国海证券研究所

而长期国债利率和短期国债利率的波动表现出高度的同步性，也是长期利率由较短端利率在未来预期决定的明证。这说明在中国货币债券市场上，短期货币市场

利率传导到短期国债市场利率，再传导到长期国债市场利率，并通过风险溢价影响信用债市场利率的传导方式基本上是成熟和稳定的。

图表 5: 1 年期国债与 10 年期国债利率的相关性



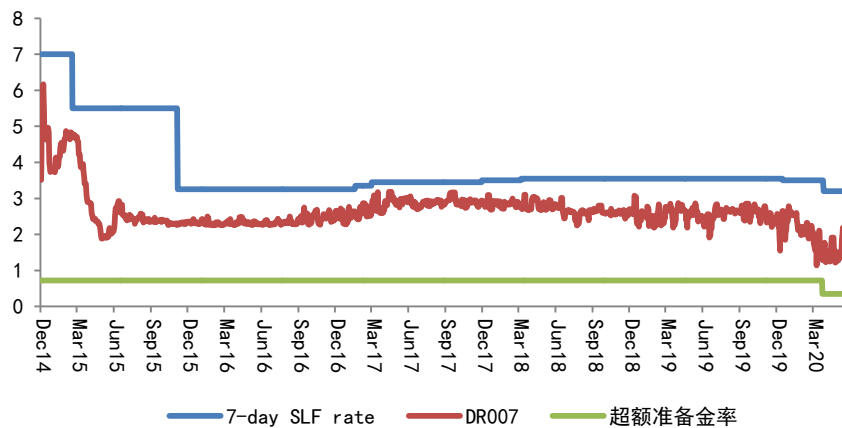
资料来源: Wind, 国海证券研究所

那么作为货币债券市场利率定价基础的货币市场短期利率由什么决定呢? 一般而言该利率水平由当前超额准备金的供给和需求共同决定。

其中, 超额准备金的供给受到准备金率水平、各类央行公开市场操作工具(包括正逆回购、短期和中期借贷便利 (SLF 和 MLF)、短期流动性调节工具 (SLO)、直接吞吐高等级债券、和发行及回收中央银行票据)投放流动性的规模, 以及再贷款(包括补充抵押贷款(PSL))再贴现等多种投放高能货币规模的影响。此外, 外汇占款、财政存款、居民持有的现金规模、离岸人民币市场的基础货币规模等也是影响国内超额准备金供应的因素。人民银行主要通过各类政策操作影响超额准备金的规模, 引导短期利率到政策合意的水平, 并逐步传导到整个货币债券市场上的其它利率。

当然, 与发达国家经济体非常稳定的短期政策利率相比, 受到股票市场 IPO、财政缴款等多方因素的影响, 中国货币债券市场的短期利率的波动较大, 会影响货币政策的信号, 也并不利于形成对未来较稳定的预期利率。实际上, 为了稳定货币市场短期利率, 人民银行也搭建了一个货币走廊体系。但是由于过于稳定的短期利率鼓励债券市场的高杠杆并可能在金融机构预算软约束的环境下增加系统性金融风险, 2016 年下半年以后人民银行有意推升了短期利率的波动性。

图表 6: DR007 和它的利率走廊



资料来源: Wind, 国海证券研究所

2.1.2、央行直接影响期限溢价的情形

上述的利率形成的过程是正常状态的利率形成机制。但是在一些特殊的情况下，央行比较大规模的注入某个期限上的流动性或者回收某个期限上的流动性，会对相关期限利率所蕴含的期限溢价产生影响，当然也会对利率本身产生影响。

例如，2013 年 8 月 2 日，中国人民银行在《2013 年第二季度中国货币政策执行报告》中，提出采用创新货币政策操作方式，同时在公开市场上冻结长期流动性和提供短期流动性。这一操作方式被市场广泛引用为“锁长放短”，即通过续作部分到期的三年期央票收紧长期流动性，与通过公开市场操作和常备借贷便利 (SLF) 释放短期流动性相结合，以达到限制金融机构期限错配，维持货币市场平稳运行的目的。

2.1.3、各类货币政策工具利率对货币债券市场利率的直接影响有限

既然货币债券市场上各期限利率的水平主要是由短期利率和其未来预期叠加期限溢价决定，那么中央银行的各种流动性工具的利率水平又在中国的利率体系中发挥什么作用呢？

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_4863

