

流动性宽松：珍惜股债双牛的难得时光

——疫情观察系列

宏观专题报告

2020年03月06日

报告摘要：

抗击疫情背景下，4月底之前流动性有望持续宽松，珍惜股债双牛的难得时光。

● 银行间市场和债市流动性较为充裕

节后DR007和SHIBOR中枢值均较节前下降30BP左右，其中10BP的下降是央行下调政策利率导致的，另外20BP则是由于疫情背景下复工率较低，导致实体企业资金需求较少造成的。节后流动性宽松降低了无风险收益率，对股市形成提振。

● 实体流动性也较为宽松

受疫情影响，春节期间居民消费较为低迷，春节前企业部门流向居民部门的奖金并没有通过旅游、餐饮等消费留回企业部门，沉淀在居民手中；商品房成交较往年同期低迷，延缓了货币资金从居民部门流向企业部门的速度，导致企业活期存款大幅下降，M1和M2剪刀差走阔。在持有大量现金的情况下，居民有足够的将闲置资金投往股市，这是节后股市走牛的原因之一。从信用利差来看，节后随着流动性宽松，信用利差不仅没有受疫情影响而走阔，反而有所收窄。体现在股市上就是投资者风险偏好有所抬升，风险溢价降低，利好科技板块。

● 股市流动性也较为充裕

节后以来，股市融资融券余额、北上资金、成交额、换手率等指标均创近几年新高，股市加杠杆程度和流动性较高，反映出投资者对股市信心明显增强。这为股市持续上涨奠定基础。在疫情全球扩散的背景下，受益于中国管控力度较强的因素，A股有望成为全球资本市场避风港，境外资金或进一步流入。

● 流动性宽松有望持续到4月底

未来来看，虽然复工率在逐渐回升，但实体企业资金需求短期内仍然难以恢复至正常时期水平，且在全球降息背景下我国货币政策或维持宽松态势，股市依然能享受到流动性红利。另一方面，根据钟南山教授预测，本轮疫情或在4月底得到控制，也就是说针对疫情的管控或在4月底才能彻底放松。在此之前，工业生产和消费可能继续受到限制，实体企业资金需求继续维持疲软态势，另一方面央行货币政策应该会继续宽松以稳定经济运行。实体企业资金需求疲软叠加货币宽松或使流动性继续维持宽松状态，对资本市场形成利好。

● 风险提示：

货币政策宽松不及预期、复工率回升快于预期、美股下跌拖累A股等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

1. 银行间和债市流动性较为充裕	3
1.1 银行间市场资金利率中枢值有所下移	3
1.2 今年以来同业存单发行利率明显下降	4
1.3 流动性宽松或是股市向好的原因之一	5
2. 受疫情导致的复工率较低影响，实体流动性较为宽裕.....	6
2.1 受疫情影响，M1 和 M2 剪刀差走阔	6
2.2 从信贷和社融来看，实体流动性较为充裕	7
2.3 从信用利差来看，市场风险偏好有所抬升	7
2.4 从期限利差来看，短端利率快速下行，流动性较为充裕.....	8
2.5 从贷款利率来看，实体企业融资成本有所下行.....	8
3. 股市流动性较为宽裕	10
3.1 融资融券余额创四年来新高	10
3.2 北上资金持续增加，A 股吸引力明显加强.....	10
3.3 股市成交额处于近几年较高水平	11
3.4 股市换手率处于近几年较高水平	11
4.流动性宽松利好资本市场	13
4.1 流动性宽松，股债双牛	13
4.2 流动性宽松有望持续到 4 月底	13
风险提示	13

1. 银行间和债市流动性较为充裕

1.1 银行间市场资金利率中枢值有所下移

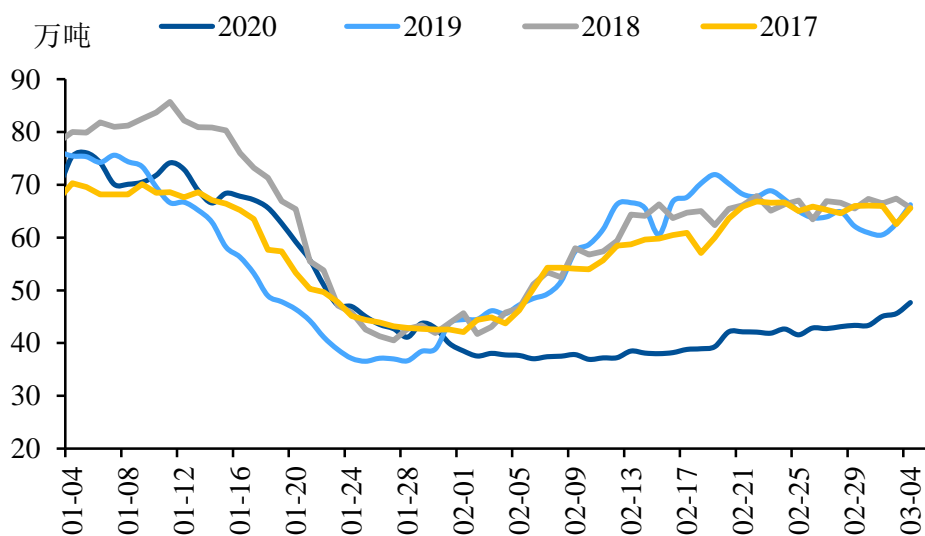
节后 DR007 和 DR014 中枢值下降大约 30BP。从存款类机构质押式回购加权利率来看，今年春节假期以来 DR007 和 DR014 利率明显下降（图 1），从节前 2.4% 的中枢值下降至 2.1% 的中枢值，下降了大约 30BP 左右。其中 10BP 是央行下调 OMO 利率所贡献的；另外 20BP 是由于复工率较低导致实体企业资金需求低迷所造成的（图 2）。

图 1：DR007 和 DR014 中枢值有所下移



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：复工率仍处低位，实体企业资金需求较往年同期低

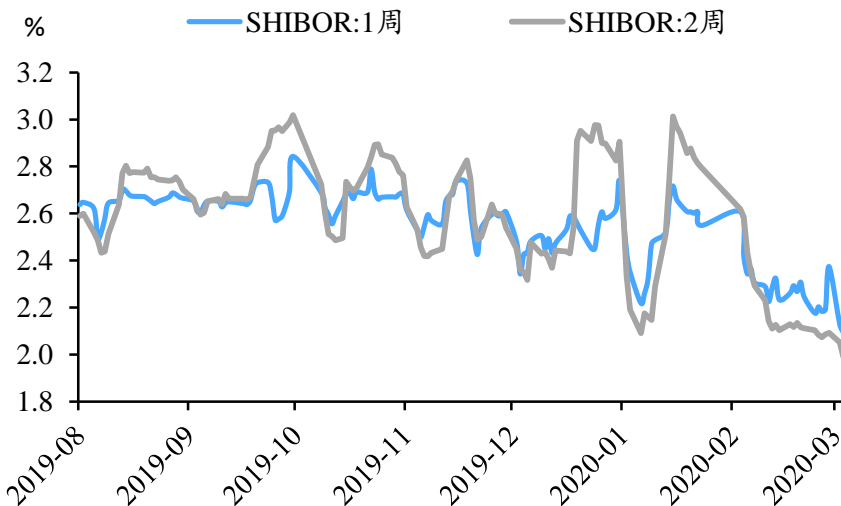


资料来源：wind，民生证券研究院

节后 SHIBOR 中枢值下降大约 30BP。节后，上海同业拆借利率 SHIBOR 中枢值同

样有所下降（图 3），SHIBOR 一周的利率中枢从节前的 2.5% 下降至节后的 2.2%，下降 30BP。和 DR007 一样，主要原因是复工率较低导致实体企业资金需求低迷所造成的。

图 3：SHIBOR 中枢值有所下移

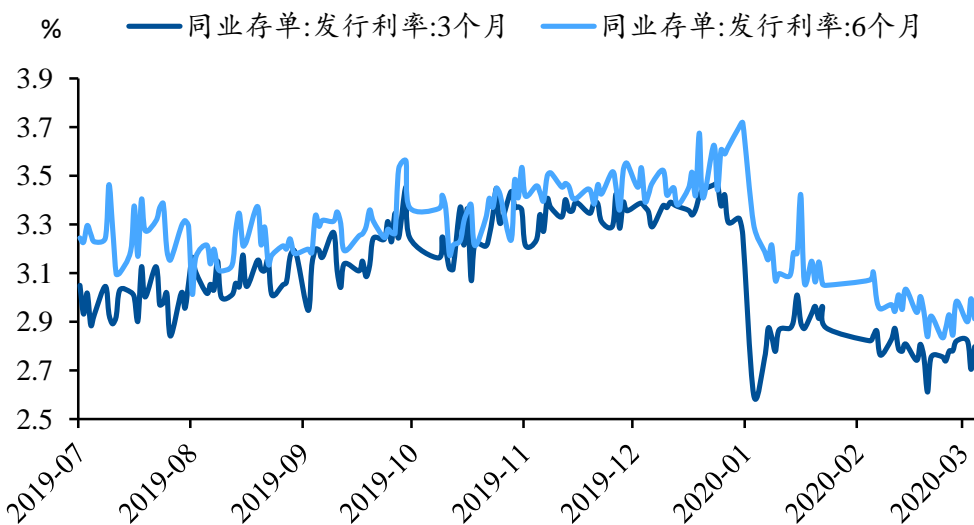


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 今年以来同业存单发行利率明显下降

今年以来同业存单发行利率明显下降。今年以来，随着银行间系统性风险有所减缓，银行同业存单发行利率有所下降（图 4），在资金较为宽松的背景下，大行向中小行拆出资金的成本逐渐走低，在一定程度上起到了缓解流动性分层的作用。

图 4：3 个月期和 6 个月期同业存单发行利率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 流动性宽松或是股市向好的原因之一

以 1 年期国债利率为代表的流动性指标与创业板市盈率呈反比。如果用 1 年期国债利率作为衡量短期流动性的指标，其与创业板市盈率走势呈反比（图 5）。2018 年一度呈正比，原因在于那一年在去杠杆背景下宽货币无法传导至宽信用。2019 年以来，去杠杆政策有所调整，叠加利率市场化改革影响，宽货币开始传导至宽信用，2019 年下半年以来新增信贷和社融屡次超预期，这对权益市场形成提振。今年随着疫情的爆发，央行开始新一轮宽货币的操作，1 年期国债收益率也大幅走低，这导致创业板市盈率也明显抬升。

图 5：1 年期国债利率和创业板市盈率走势成反比



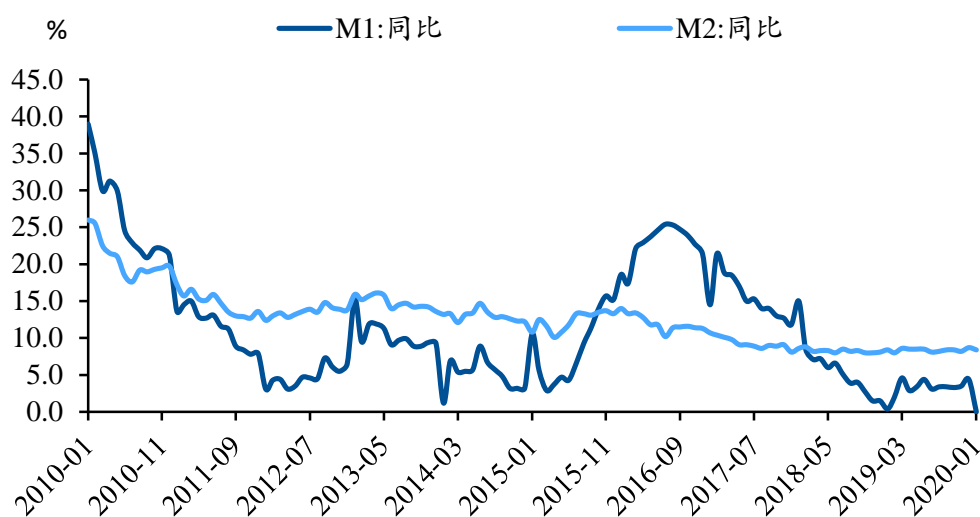
资料来源：wind，民生证券研究院

2. 受疫情导致的复工率较低影响，实体流动性较为宽裕

2.1 受疫情影响，M1 和 M2 剪刀差走阔

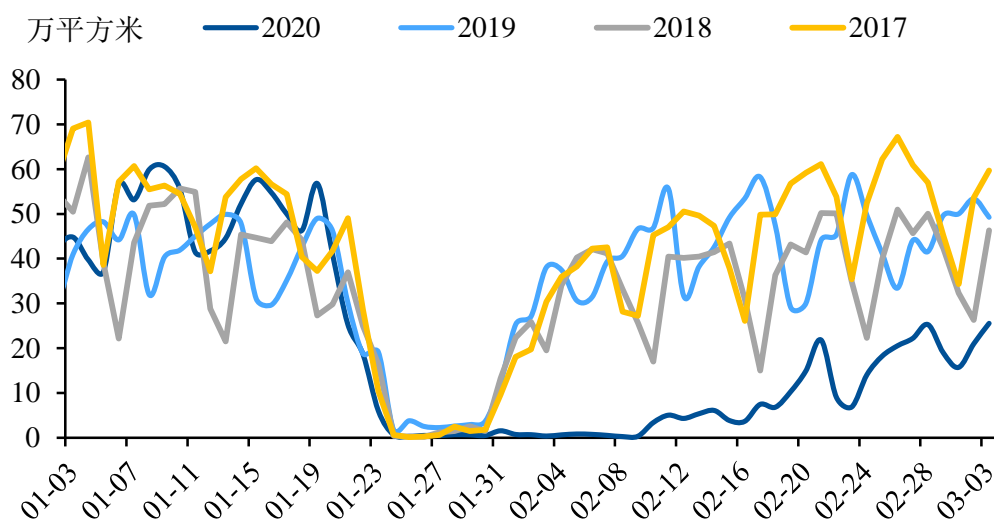
M1 和 M2 剪刀差走阔。1 月份，M1 和 M2 剪刀差走阔（图 6），主要原因在于受疫情影响，春节期间居民消费较为低迷，春节前企业部门流向居民部门的奖金并没有通过旅游、餐饮等消费留回企业部门，沉淀在居民手中。节后，商品房成交较往年同期低迷（图 7），这延缓了货币资金从居民部门流向企业部门的速度，导致企业活期存款大幅下降，M1 和 M2 剪刀差走阔。在持有大量现金的情况下，居民有足够的能将闲置资金投往股市，这是节后股市走牛的原因之一。

图 6：1 月份 M1 和 M2 剪刀差走阔



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：节后商品房成交低迷，本该流向企业的货币资金沉淀在居民手中

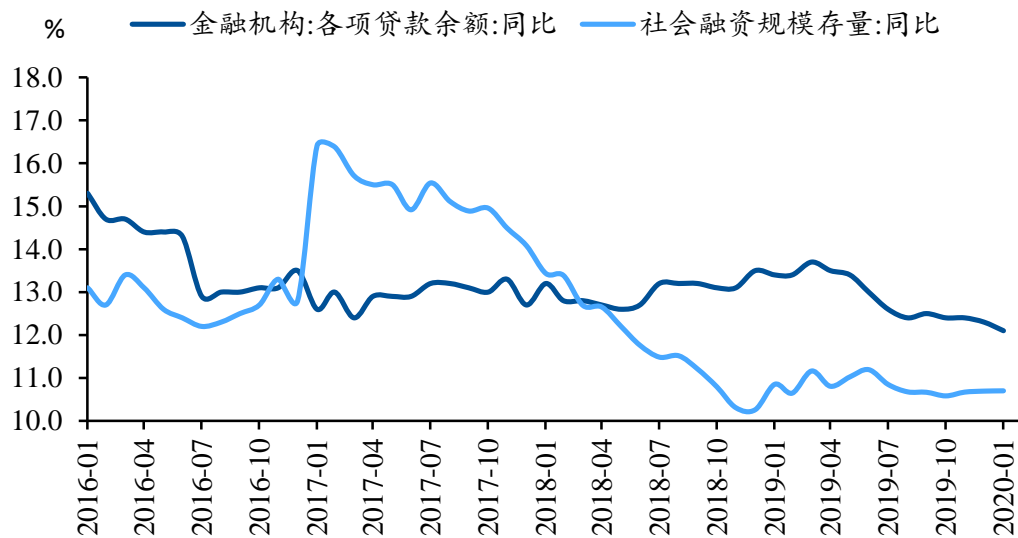


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 从信贷和社融来看，实体流动性较为充裕

去年四季度以来信贷和社融屡次超出市场预期，实体流动性较为宽裕。去年四季度以来，信贷和社融规模屡次超出市场预期（图 8）。特别是今年一月份，信贷规模 33377 亿元，社融规模 50700 亿元，均远超市场预期。说明在 LPR 改革的背景下，宽信用取得一定进展，实体企业流动性较为充裕，对股市形成一定提振。

图 8：去年四季度以来信贷和社融增速较为平稳

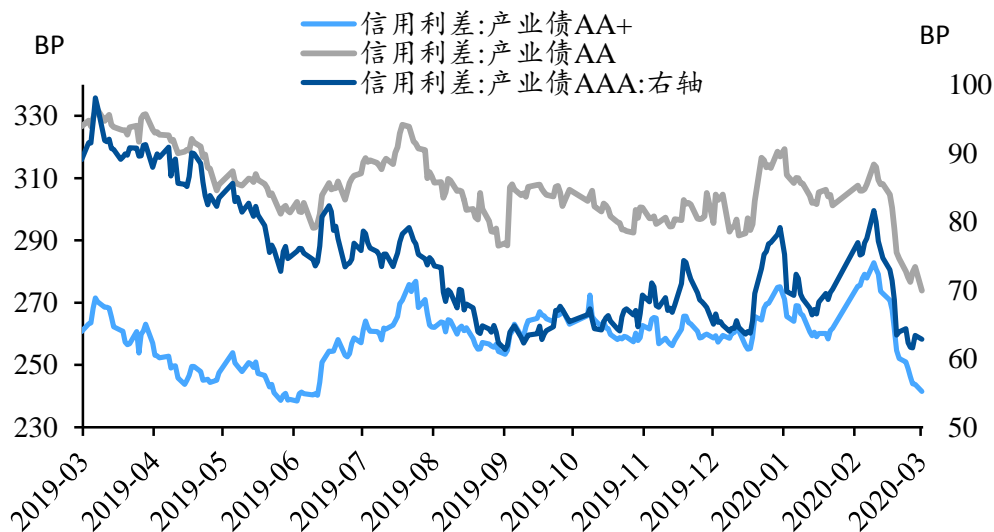


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 从信用利差来看，市场风险偏好有所抬升

节后产业债信用利差明显收窄。如果用不同评级产业债信用利差来作为市场风险偏好的参考标准之一，可以看到，节后随着流动性宽松，产业债信用利差不仅没有受疫情影响而走阔，反而有所收窄（图 9）。体现在股市上就是投资者风险偏好有所抬升，利好科技板块。

图9：节后产业债信用利差明显收窄

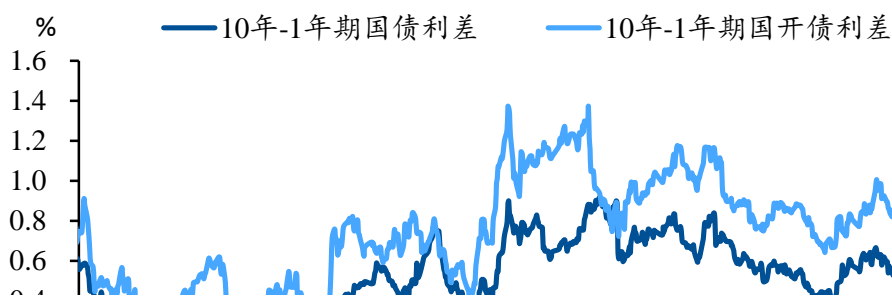


资料来源：wind，民生证券研究院

2.4 从期限利差来看，短端利率快速下行，流动性较为充裕

今年1月以来期限利差快速上行，反映流动性较为充裕的现象。今年1月以来，以国债和国开债为代表的10年期和1年期期限利差有所走阔（图10），特别是节后，短端利率下行速度较长端利率快，反映出流动性较为充裕的事实。

图10：今年1月以来期限利差快速上行



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_6775

