

下半年货币政策维持适度宽松，流动性整体波动或有限

执笔：陈夏昕

电话：0591-87892

投询资 Z0011393

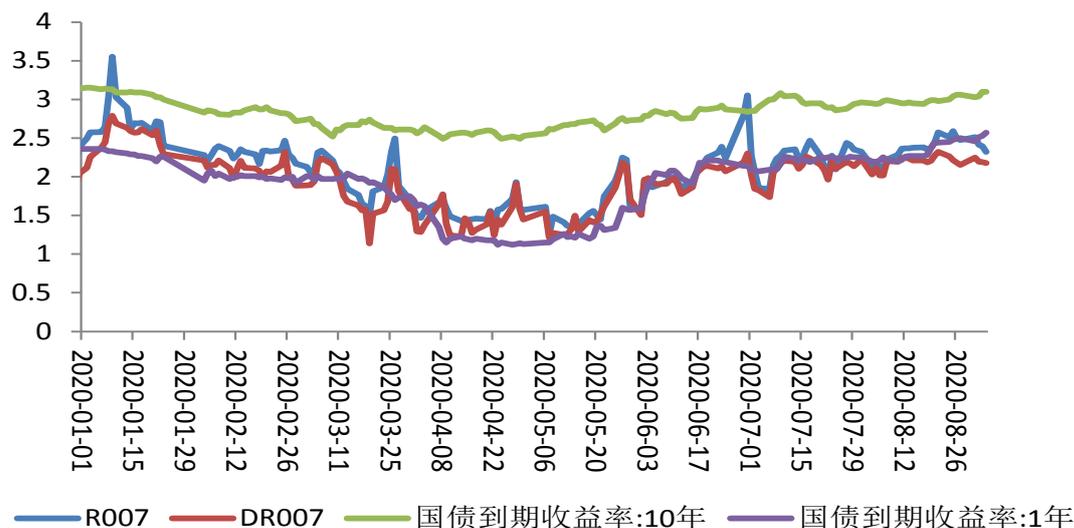
市场流动性是影响债市走势的重要因素，在 2013-2014 年、2016-2017 年两轮金融去杠杆，或 2014-2016 年货币宽松，反映出流动性对债券市场的重要影响。本文通过回顾上半年流动性走势，然后货币政策、财政政策、利率债供给、监管因素等角度分析下半年流动性走势。

一、上半年流动性回顾：疫情冲击影响货币政策，流动性先松后紧

2020 年 1 月受春节节假日叠加地方债集中发行影响，市场流动性趋紧。为缓解短期资金压力，央行采取加量投放逆回购并开展 3000 亿 1 年期 MLF，叠加普降存款准备金率 0.5 个百分点，平抑流动性紧张局面。由于疫情对经济造成重大冲击，一季度经济大幅负增长，倒逼央行采取阶段性宽松货币政策以托底经济增长，央行节后不仅通过公开市场开展巨量逆回购、MLF 操作投放流动性，还下调逆回购和 MLF 中标利率引导市场资金利率下行，降低企业融资成本。另外，还出台一系列强力措施，包括三次降低存款准备金率、增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策等。

二季度随着疫情防控取得阶段性胜利，国内经济企稳，房价等资产价格上涨及宏观杠杆率上升，央行逐步退出疫情期超宽松货币政策，4 月起连续两个月暂停逆回购操作，到期缩量续作 MLF 回笼长期流动性等。货币资金利率在 5 月底开始触底反弹，DR007 波动中枢由 1.5% 回升至 8 月 2.2%。

图 1：R007、DR007、1 年期和 10 年期国债收益率走势



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 2：公开市场货币投放情况

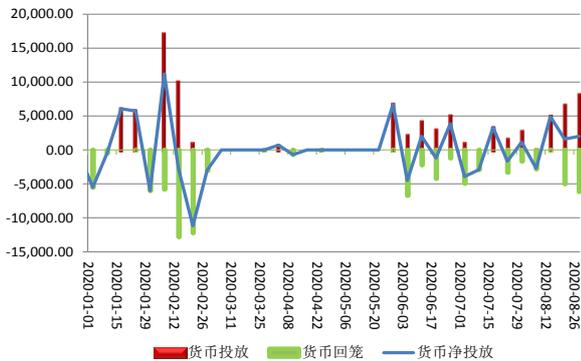
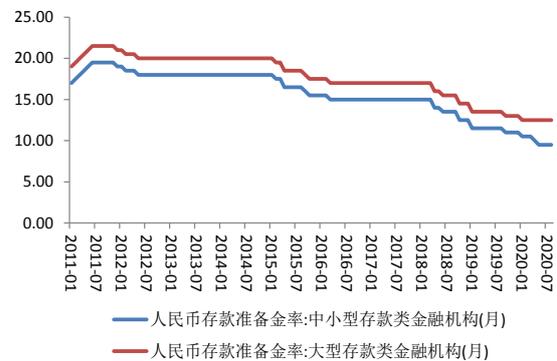


图 3：存款准备金率



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 4：逆回购投放量和中标利率

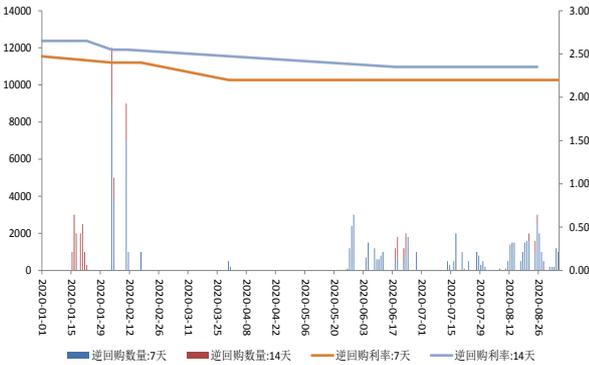


图 5：MLF 投放量和中标利率



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

二、货币政策总量维持适度宽松，结构性仍有宽松空间

5 月以来货币政策边际收紧。下表整理了春节以来央行和中央政治局会议释放出的货币政策信号，可以发现 5 月后中央政治局会议不再提出要“引导贷款市场利率下行”，并且央行开始考虑超宽松货币政策的退出方法，并强调货币政策的适度问题。因此，5 月后货币政策边际收紧使得流动性持续收紧，资金利率的中枢上移，是此轮债市调整的最主要原因。

下半年货币政策总量再宽松空间有限，结构性宽松仍可期待。二季度货币政策执行报告指出“第二季度经济增长明显好于预期，下半年经济增速有望回到潜在增长水平”，表明央行认为下半年经济下行风险有所缓和。二季度报告在延续 7 月底政治局会议精神，新增“完善跨周期设计和调节”和“实现稳增长和防风险长期均衡”等内容，及专栏里面提及“怎样看待全球低利率”里强调低利率会导致“资源错配”、“脱实向虚”等诸多负面影响，反映出央行对疫情期间超宽松货币政策可能引发金融风险的警惕，下半年货币政策总量宽松可能性下降。由于 7 月以来宏观经济复苏趋势有所放缓，生产、需求和就业恢复速度不一，国际环境复杂多变，国内经济发展仍需要宽松货币政策

环境支持，由于总量工具容易造成更大的结构扭曲，而结构性货币政策工具，包括“三档两优”存款准备金框架、再贴现再贷款政策、创新直达实体的两项工具等，能够提高资金利率效率，因此结构性货币宽松仍有空间。

表 1：今年以来货币政策基调变化

时间	机构	相关内容
2月7日	央行	保持金融体系充足的流动性。2月1日人民银行会同财政部、银保监会、证监会、外汇局联合出台了30条政策措施；人民银行设立3000亿元专项再贷款，实施优惠贷款利率，加强对重要医用、生活物资重点企业的金融支持。在货币政策方面，下一步，一是要加大逆周期调节的强度，保持流动性合理充裕，为实体经济提供良好的货币金融环境。二是要进一步深化利率市场化改革，完善市场报价利率传导机制，即LPR传导机制，提高货币政策的传导效率，降低社会融资成本。三是继续发挥结构性货币政策工具的作用，像定向降准、再贷款、再贴现这样一些结构性货币政策工具的引导作用，加大对国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。
2月21日	中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，发挥好政策性金融作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，缓解融资难融资贵，为疫情防控、复工复产和实体经济发展提供精准金融服务。
2月24日	央行	稳健的货币政策将更加灵活适度。一是继续保持流动性合理充裕，通过政策利率的引导作用让整体市场利率继续下行，降低企业的融资成本。二是要更大力度的运用好结构性货币政策工具。三是要更加充分地发挥好政策性金融的作用。
2月26日	央行	人民银行认真贯彻稳健的货币政策要更加注重灵活适度的要求，在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上，增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。
3月13日	央行	央行决定于2020年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。在此之外，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，支持发放普惠金融领域贷款。以上定向降准共释放长期资金5500亿元。
3月27日	中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模，引导贷款市场利率下行，保持流动性合理充裕。
4月3日	央行	央行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行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，共释

		放长期资金约 4000 亿元。中国人民银行决定自 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%。
4 月 17 日	中央政治局会议	稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。
5 月 10 日	一季度货币政策执行报告	下一阶段，稳健的货币政策要更加灵活适度，强化逆周期调节，保持流动性合理充裕。增强调控前瞻性、精准性、主动性和有效性，进一步把握好流动性投放的力度和节奏，维护货币市场利率在合理区间平稳运行。
5 月 15 日	中央政治局会议	积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度，就业优先政策要全面强化。
6 月 18 日	央行	疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要注重政策设计激励相容，防范道德风险，要关注政策的“后遗症”，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。
7 月 10 日	央行	<p>针对疫情出台的一些特殊的、阶段性的货币政策工具。这些措施都是针对疫情的特殊情况和不同的特点设计的，本身就是一个临时性的政策措施，它们是针对不同时点需要来设定的。当政策设定的情形不再适用的时候就自动退出了。</p> <p>货币政策的立场仍然是稳健的，货币政策更加灵活适度，我们现在更加强调适度这两个字。适度有两个含义，一个含义是总量上要适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。第二个是价格上要适度。一方面要引导融资成本进一步降低，向实体经济让利。同时也要认识到利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低。</p> <p>下半年稳健的货币政策要更加灵活适度，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕。</p>
7 月 30 日	中央政治局会议	货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。
8 月 3 日	央行	下半年货币政策要更加灵活适度、精准导向，切实抓好已出台稳企业保就业各项政策落实见效。
8 月 6 日	二季度货币政策执行报告	下一阶段，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会融资规模合理增长，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。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。
8月25日	国务院例行吹风会	稳健的货币政策要更加 灵活适度、精准导向 ，完善跨周期设计和调节。总量上，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，支持经济向潜在增速回归。结构上，有效发挥结构性货币政策工具的精准导向作用，引导新增融资重点流向制造业、中小微企业等实体经济，支持经济高质量发展，促进提升潜在产出水平。价格上，继续发挥贷款市场报价利率改革的潜力，综合施策，推动降低综合融资成本，确保实现为市场主体减负 1.5 万亿元的预期目标。

资料整理：央行、政府网站、福能期货研究院

三、下半年外汇占款或保持平稳

上半年外汇占款波动有限。上半年美欧等主要经济体加大财政刺激力度并维持超宽松货币政策，国际金融市场上非美元货币相对美元整体走强，人民币汇率走势整体稳定，围绕中枢 7 双向波动。外汇占款整体波动不大，呈现净流出走势。

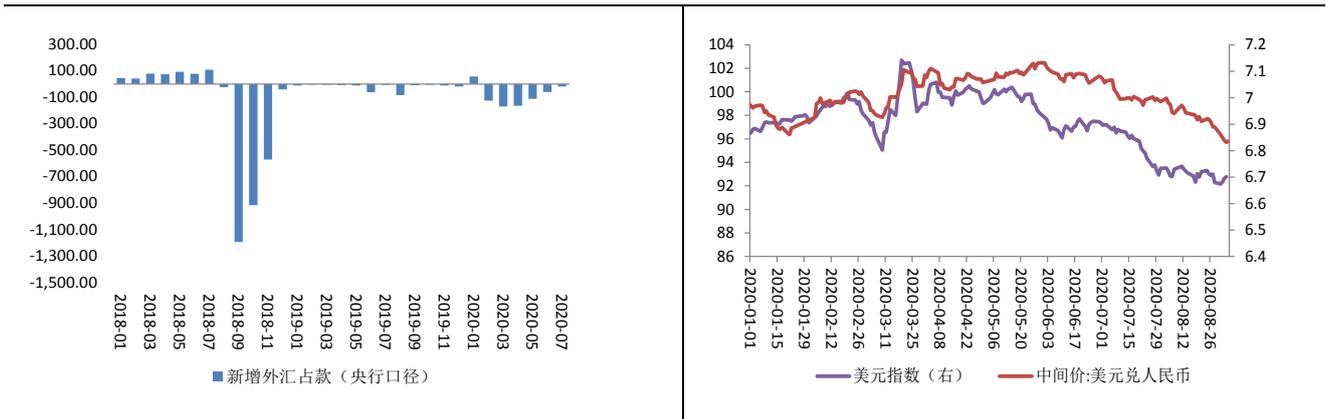
下半年外汇占款或保持平稳。从美国 8 月 ISM 制造业数据 56，为 2019 年 1 月以来最高水平，反映美国制造业经营情况有了实质性改善。由于美国制造业指数是基于在公共卫生事件大流行后经济急速衰退之后的复苏，因而经济增长速度不能完全反映真实经济情况，目前增长速度仍远低于正常水平。另外，美国就业市场仍显疲软，截止 9 月 3 日，4 周平均申请失业救济人数高达 99.175 万，持续申请失业救济人数高达 1325.4 万，普遍居高不下，美国经济复苏道路依然曲折。

近期美联储修改长期货币政策框架，美联储延续“充分就业”和“物价稳定”的双支柱框架，但是对两个支柱含义的解读发生了变化。充分就业方面，美联储从过去关注“对最大就业水平的偏离”转变为关注“与最大就业水平的差距（缺口）的评估”，即修改后仅关注就业不足的情况；物价稳定方面，美联储将 2% 的长期通胀目重新定义为“寻求实现平均 2% 的通胀”，意味着美联储允许通胀率在经济复苏期间突破 2%。这意味着对高通胀更为容忍、更为宽松的政策态度。

考虑到我国疫情防控力度较为有效，经济复苏进度快于欧美国家，加上货币政策逐渐走向正常化，因此人民币较美元有着升值空间，有助于吸引外资流入。但考虑到全球疫情影响仍然严峻，秋冬季流感季叠加疫情二次爆发可能，预计对全球经济仍有可能产生冲击，外围经济复苏仍存不确定性，加上中美关系紧张，避险情绪上升可能会引发资本外流。因此，整体来看，外汇占款或保持平稳。

图 6：新增外汇占款

图 7：人民币汇率中间价和美元指数



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

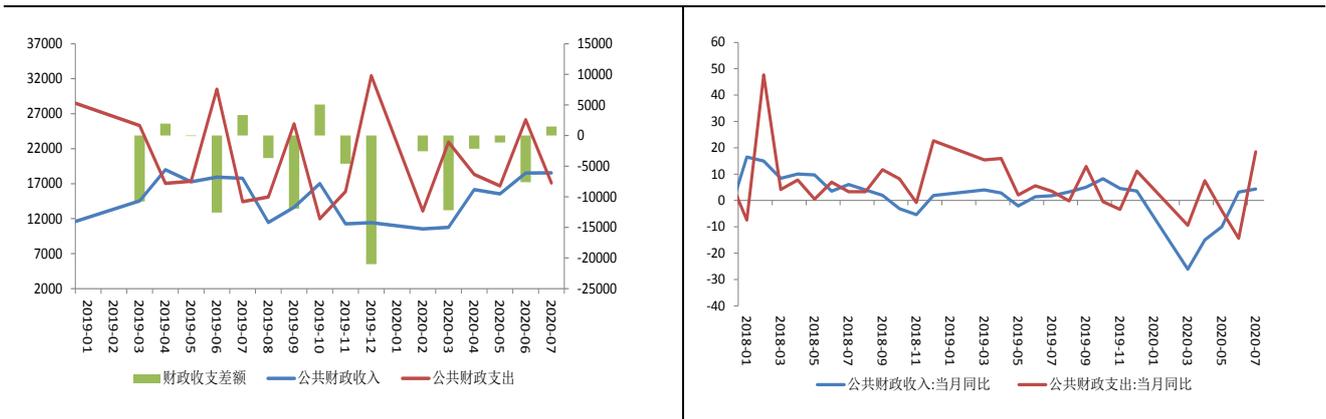
四、下半年财政政策仍有发力空间，财政投放缓解流动性压力

下半年是财政政策仍有空间。上半年受疫情影响和两会推迟，财政政策出现半真空期，财政支出投放力度不及往年。截止7月，一般公共预算收入累计完成114725亿元，实现全年目标63.64%，低于2019年同期65.26%；一般公共预算支出累计完成133499亿元，实现全年目标53.86%，同比降低4.79%。全国政府性基金预算收入累计为39173亿元，实现全年目标48.1%，同比下降1.54%；全国政府性基金预算支出累计为52985亿元，实现全年目标42.01%，同比下降2.52%。

随着下半年经济企稳，财政收入增速有望回升，加上财政支出节奏被疫情打乱慢于往年，预计下半年财政政策有望发力，叠加基数因素，财政支出增速有望回升。此外，尽管财政收支差额为18774亿元，高于去年同期12340亿元，但今年两会提高目标财政赤字率为3.6%以上（财政赤字37600亿以上），即今年后五个月至少还有18826亿元额度可使用，去年同期余额仅为15260亿元（2019年财政赤字额度为27600亿元），意味着下半年财政政策仍有发力空间。

图8：财政收入、支出与财政收支差额

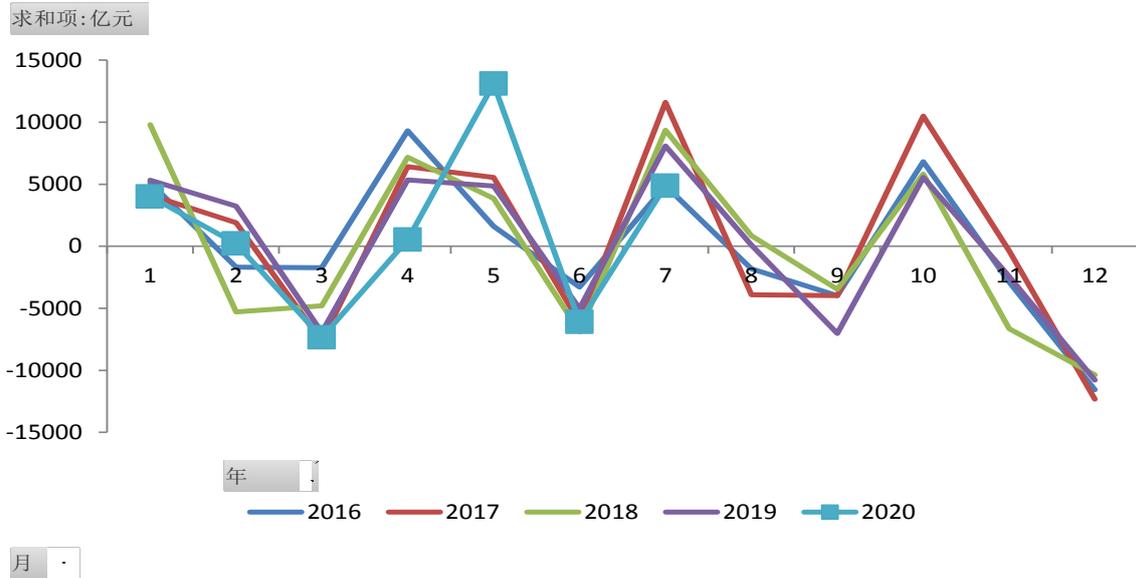
图9 财政收入与财政支出同比增速



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

从财政存款的季节性因素来看，9-12月仍有财政存款投放市场。财政存款投放市场，使得基础货币投放增加，缓解双节和季末流动性偏紧的局势，对流动性有着正面作用。因此，从财政角度来看，下半年流动性压力有所缓解。

图 10：历年财政存款



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

五、利率债供给冲击影响仍需警惕

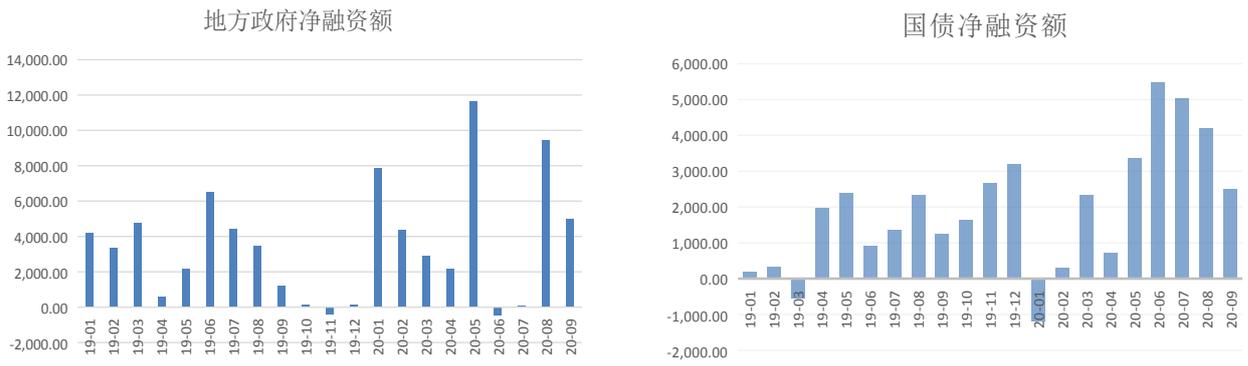
从债券供给角度来看，三季度通常是利率债供给的高峰期。根据今年财政赤字 37600 亿元，地方财政赤字为 9800 亿元，可推得中央赤字预测为 27800 亿元。2020 年 1-8 月已发行国债 40003.3 亿元，包括抗疫特别国债 10000 亿元，由于抗疫特别国债不计入财政赤字，并且最后一笔特别国债在 7 月 30 日发行完毕，故排除后净融资额为 10193 亿元，剩余净融资规模为 17606.9 亿元。由于 9-12 月国债到期偿还量为 10105.4 亿元，因此 9-12 月还需要发行 27712.34 亿元。由于抗疫国债发行导致一般国债发行计划，使得今年三、四季度利率债供给压力仍大，三、四季度总发行量预测分别为 21668 亿元、20710 亿元，净融资额分别为 12764.77 亿元和 14073 亿元，其中 9 月国债总发行量预测为 7002.83 亿元，净融资额为 3533.93 亿元。

地方债方面，根据政府工作报告要求，地方政府一般债务新增规模 9800 亿元，地方政府专项债务新增规模 37500 亿元，合计地方债新增规模为 4.73 万亿。2020 年 1-8 月地方债净融资规模为 3.79 万亿，剩余净融资规模为 9357.37 亿元。考虑财政部要求地方新增专项债于 10 月底前发行完毕，且结合 2019 年前三季度地方债基本完成全年新增发行的特征，预计今年新增地方一般债和专项债很可能于 10 月底前发行完毕，这样 9-10 两个月的月均净融资额达到 5000-6000 亿元。

整体来看，下半年利率债供给压力较为显著，尤其是 9 月和 10 月，预计对流动性造成一定影响，导致银行流动性收紧。

图 11：地方债净融资额（单位：亿元）

图 12：国债净融资额（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

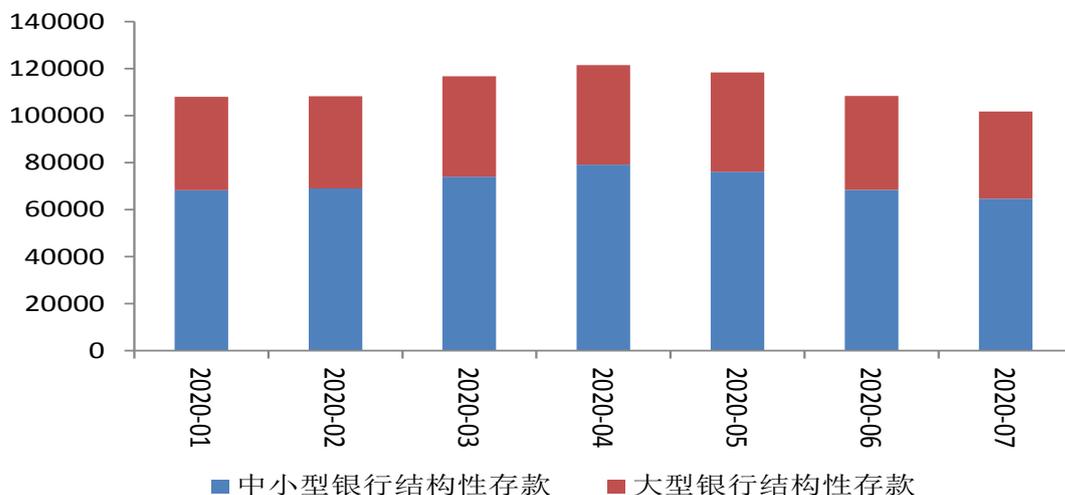
六、银行监管：结构性存款压降对流动性产生一定冲击

结构性存款是当前银行重要负债来源。结构性存款设计灵活、利率较高，成为银行揽储的重要途径。由于今年以来企业短期贷款、债券等融资放量，融资成本下行，低于结构性存款利率，使得部分企业资金空转套利，即利用低成本债务性融资购买高收益的结构性存款进行空转套利。2020年1-4月结构性存款规模持续攀升，截止4月底结构性存款规模较2019年底增加2.5万亿至12.1万亿，创历史新高。

5月以来，监管当局剑指结构性存款套利，窗口指导要求银行在年底前压降结构性存款规模至年初水平2/3以下。由于当前银行超储率低下，结构性存款压降对银行负债端带来明显收缩压力，银行不得不通过加大发行同业存款对冲负债端压力。7月中下旬以来，同业存单发行规模明显放量，推动存单发行利率的持续上升。

截止7月末，银行业金融机构结构性存款余额已降至10.17万亿，距离年初水平2/3的要求约2.98万亿，按照前三个月（5-7月）月均减少6555.3亿元来看，8-12月月均压降额度约为5955.6亿元，未来结构性存款压降压力整体缓和，对同业存单发行利率推升作用将相应减弱。

图 13：大型银行和中小型银行结构性存款



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

图 14：同业存单发行量

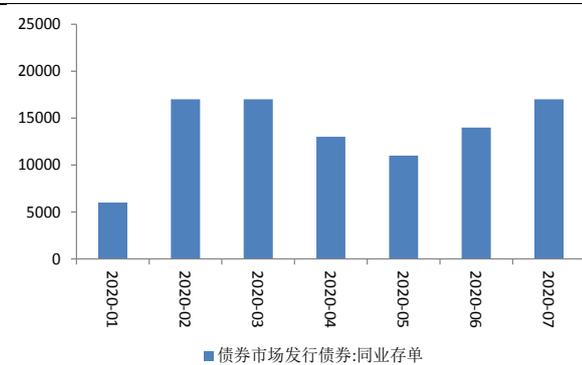


图 15：同业存单发行利率（单位：亿元）



数据来源：Wind 资讯 福能期货研究院

七、总结

考虑到我国疫情防控力度较为有效，经济复苏进度快于欧美国家，货币政策逐渐走向正常化，货币政策基调由疫情期间超宽松转为适度宽松。由于 7 月以来宏观经济复苏趋势有所放缓，生产、需求和就业恢复速度不一，国际环境复杂多变，国内经济发展仍需要宽松货币政策环境支持，由于总量工具容易造成更大的结构扭曲，因此未来货币政策总量宽松空间有限，但结构性宽松仍可期待。因此人民币较美元有着升值空间，有助于吸引外资流入。流动性方面，外汇占款或保持平稳，9-12 月将有财政存款投放市场可部分对冲利率债发行造成的流动性紧张影响，监管方面银行结构性存款压降引发银行负债端缺口有望缓解，加上央行维稳流动性，预计下半年流动性环境大概率维持现状，并且资金利率 DR007 围绕逆回购操作利率的 2.2% 左右中枢。

免责声明：以上作品（包括但不限于研究报告、分析评论文章、视频等）版权属于福能期货，仅作参考之用。不管在何种情况下，本作品都不能当作买卖所述品种的依据。作品是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得传播给其他人员。尽管我们相信作品中数据和资料的来源是可靠的，但我们不对它们的真实性、准确性和完整性等做任何的保证。我们也不承担因根据本作品操作而导致的损失。未经福能期货书面授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本作品的行为均可能承担法律责任。福能期货提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！