

研究报告

2017 年第 84 期

2017.8.4

执笔：刘新 朱妮

liuxin@icbc.com.cn

流动性紧中趋缓，市场利率平滑下行

—2017 年上半年货币政策回顾及下半年展望

要点

- 2017 年上半年，在“紧货币，严监管”的政策组合下，流动性维持紧平衡，资金利率中枢抬升。其中，M2 同比增速创历史新低；资金利率中枢较上年末整体上升，波动加剧；债券市场收益率走高，抬高企业融资成本。
- 7 月份以来，受缴税、发债、分红等因素扰动，流动性大起大落，市场对于货币政策的未来走向出现了分歧。
- 我们认为，在通胀压力较轻、金融去杠杆取得初步成效、人民币汇率企稳升值、美元加息影响减弱的背景下，下半年的货币政策将保持稳健中性，但相较于上半年紧平衡的市场状况，下半年的市场操作可能边际趋松，市场流动性将紧中趋缓，市场利率或将平滑下行。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

7月以来，央行忽而“防汛”、忽而“抗旱”，“削峰填谷”式的流动性维稳操作展现得淋漓尽致。7月上旬，出于“削峰”的目的，央行持续停做逆回购，累计净回笼2800亿；中旬以来，出于“填谷”的目的，央行对全月到期MLF进行足量续做，并持续开展大额逆回购操作，已累计净投放近7000亿元。

鉴于此，市场对于货币政策的未来走向出现了分歧：有观点认为，央行维持资金面紧平衡的态度比此前更加坚定，在守住不发生系统性风险的底线前提下，央行会维持资金偏紧、价格中枢高位的格局不变；还有观点认为，央行货币政策不会进一步收紧，流动性最紧时刻已过。

那么，7月份市场流动性大起大落的原因何在？下半年货币政策会有什么变化？市场流动性和资金价格又会有怎样的走势？在回顾上半年货币政策情况的基础上，本文试图对上述问题进行分析。

一、上半年：“紧货币、严监管”，流动性维持紧平衡

2017年上半年，央行实施稳健中性的货币政策，一行三会采取了“紧货币、严监管”的政策组合。

首先，央行在货币投放总量上更加谨慎。2017年上半年，央行通过加大公开市场操作频率和各类借贷便利工具操作力度的方式，实现了基础货币供应量的“收缩”。一季度，央行基础货币投放量（约1.89万亿元）明显小于同期跨年资金到期量（约2.15万亿元）；1-4月的投放量（2.64万亿元）也只刚刚能够弥补跨年资金到期造成的流动性缺口（2.6万亿元）。4月以后，考虑到密集出台的金融去杠杆政策对实体经济带来的影响，央行适当加大了基础货币投放力度。1-6月，央行通过货币投放工具向市场投放基础货币约3.89万亿元，比同期跨年资金到期量（约为3.49万亿元）略多4000亿元。不过，与2016年同期（2016年上半年投放基础货币3.42万亿元，而同期的跨年到期资金仅为7855亿元）相比，今年上半年央行在基础货币供应方面更为谨慎，体现了货币政策维持资金“紧平衡”的政策取向。

在基础货币总量收紧的同时，央行还在一季度末首次将表外理财纳入广义信贷进行考核，通过抑制银行信贷规模扩张冲动，降低货币乘数，减少货币供



应量的增长。

其次，3月下旬至4月中旬，严监管系列政策密集出台，针对金融机构表外业务、同业业务、投资业务、理财业务等开展集中整顿和检查。银监会强调银行业重点防范信用风险、流动性风险等六大领域风险，并要求加大治理金融乱象的力度，做到全面排查，列出清单，逐一整改；证监会出台了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，对结构化资管产品杠杆水平进行了限制；保监会出台了《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》，明确保险资管不得发行具有“嵌套”交易结构的产品；而由央行主导，银监会、证监会、保监会、外管局等部门正在合力酝酿的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，覆盖了原证监会管辖的券商资管、公募基金，以及银监会管辖的银行理财产品、信托产品，保监会管辖的保险产品，被认为是未来相当长时间内将对大资管市场产生影响的纲领性文件。从金融监管部门的动作来看，防风险、去杠杆政策正在全面落实。

“紧货币+严监管”这一政策组合对金融市场和实体经济带来一定的冲击。一是M2同比增速连创历史新低。5月份M2同比增速为9.6%，6月份为9.4%，不仅低于12%的年度增长目标，也较上年同期分别下降2.2和2.4个百分点。

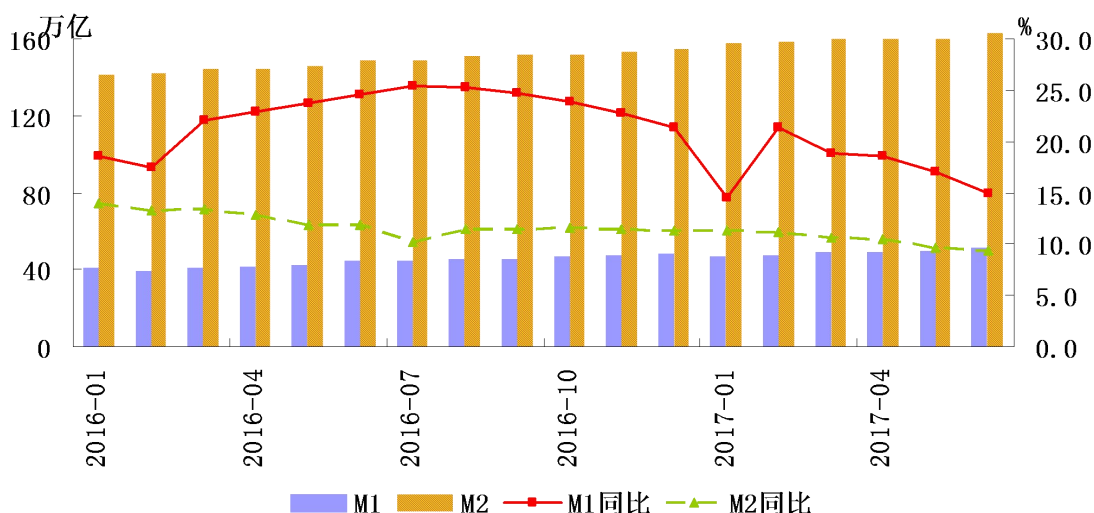


图1 M1、M2余额及同比增速（2016.1-2017.6）

数据来源：WIND，下文除特别注明来源外，其余均来自WIND。

二是资金利率中枢较上年末整体上升，资金波动加剧。截至6月末，隔夜

信用拆借加权平均利率收于 2.78%，较上年末上升 61 个基点；7 天质押式回购加权平均利率收于 3.97%，较上年末上升 95 个基点；7 天存款类机构质押式回购加权利率收于 2.89%，较上年末上升 30 个基点；人民币贷款加权平均利率由 2016 年四季度的 5.27% 上升至 2017 年一季度的 5.53%。

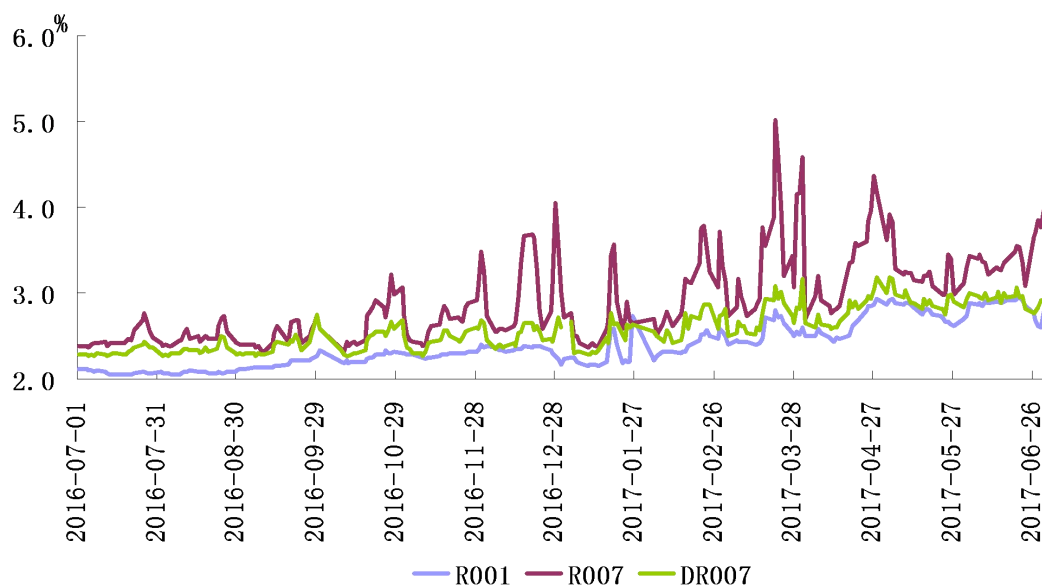


图2 货币市场主要资金利率水平（2016.7.1-2017.6.30）

三是债券市场收益率走高，抬高企业融资成本。截至 6 月末，1 年期、5 年期和 10 年期国债到期收益率分别为 3.45%、3.51% 和 3.57%，较上年末分别上升 80、69 和 53 个基点。受债券市场利率上升影响，上半年企业债券融资规模大幅萎缩，企业债券融资净减少 3709 亿元。其中，二季度以来，弃发债券规模达 2013.23 亿元，占今年年初以来弃发总规模的 61.6%；弃发债券数量 226 只，占今年年初以来弃发债券总数量的 59.3%。

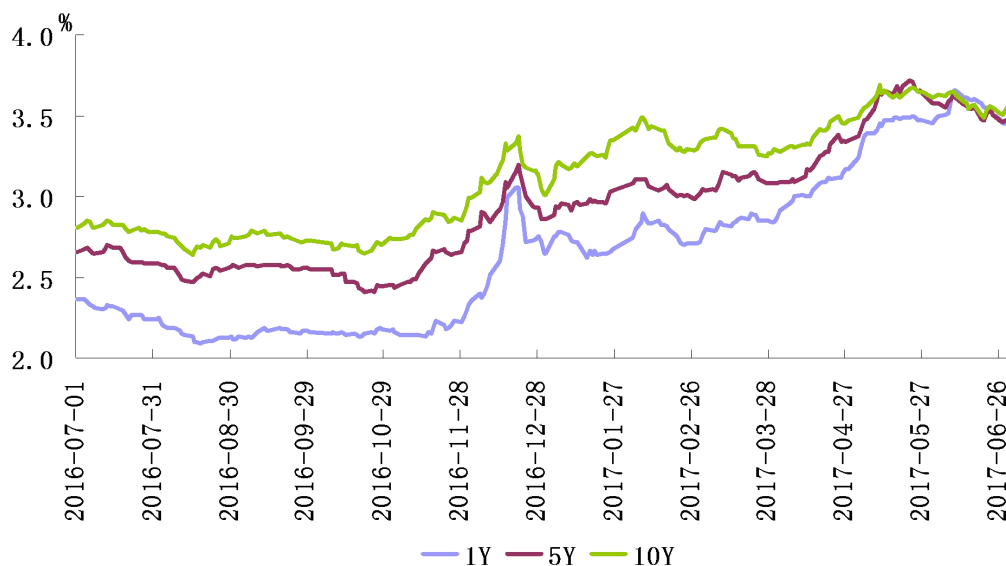


图3 不同期限国债收益率（2016.7.1-2017.6.30）

二、7月份：多因素扰动，流动性大起大落

在平稳度过半年末时点后，季末财政支出加大、季末监管考核扰动消退等因素促使货币市场资金面进一步趋松。然而，7月中旬以来，市场流动性再次收紧：大行惜借、中小机构头寸难平，资金市场突然间就从“出不掉”回到“借不到”的状态，资金利率也调转“车头”重新走高。

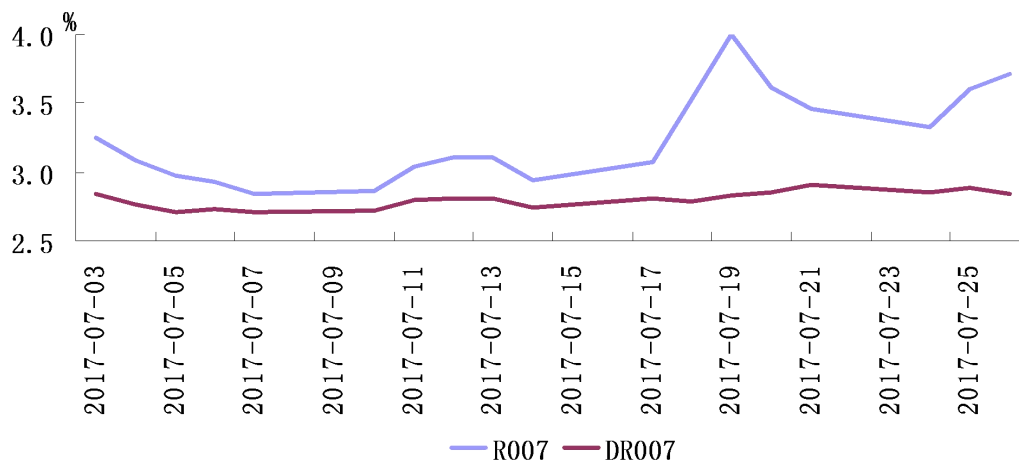


图4 7月市场资金利率水平（2017.7.1-2017.7.26）

7月中旬以来，多种因素对流动性供求造成了影响。一是税款缴纳。7月为季度缴税期，财政库款历来增长较多，过去三年平均每年超过5000亿元，而且

企业缴税往往集中在7月中旬，导致15日前后银行走款压力较大，既影响银行体系流动性总量，也抑制银行融出资金。二是逆回购与MLF到期回笼量较多。7月中旬共有3800亿元逆回购和2190亿元MLF到期。三是国债、地方债发行较多，债券缴款也减少银行体系流动性。7月份共发行地方债131只，发行总额达8453亿元，创年初以来月度发行量新高；共发行国债14只，发行总额达3145亿元，相较于上半年平均每月2404亿元的发行量，节奏明显加快。第四，6、7月份是境外上市中资企业的分红高峰期，企业购汇也会给本币流动性造成扰动。

进一步看，今年以来流动性波动较大的症结仍在于流动性总量不足，低总量决定了流动性的稳定性不强，临时性、季节性因素就容易诱发流动性供求大起大落，流动性大起大落就带来了央行的“双向维稳”需求。

三、下半年：流动性紧中趋缓，市场利率平滑下行

我们判断：下半年，货币政策将保持稳健中性的基调不变，但相较于上半年紧平衡的市场状况，下半年市场操作可能边际趋松，市场流动性将紧中趋缓，市场利率或将平滑下行。“市场操作边际趋松”的含义是，为了防范高杠杆带来的金融风险 and 抑制资产价格泡沫，上半年央行在实施货币政策的力度把握上从稳健略偏宽松调整到更加中性的区间；下半年，央行可能更侧重于关注稳增长方面，市场操作力度上或将在保持中性区间不变的前提下，趋于放松；“流动性紧中趋缓”的主要含义是，下半年市场流动性可能仍处于紧平衡状态，不会大幅宽松，但也不会再趋紧，而是会有所缓和；“市场利率平滑下行”主要有两层含义：一是整体趋势来看，下半年利率大概率不会继续上行，而是保持平稳甚至小幅下行；二是市场利率短期波动的幅度会比上半年减小。

我们作出上述判断，主要基于对央行货币政策实施逻辑的理解。我国货币政策的目标具有多重性，包括经济增长、充分就业、防范风险、物价稳定、汇率稳定和国际收支平衡在内，不同目标之间是存在冲突关系的，比如为了稳增长而实施略宽松的货币政策，可能对本币形成贬值压力，也容易滋生资产泡沫风险。因此，我们需要在分析国内外经济环境变化的基础上，对货币政策上述目标的重要性进行排序，抓住未来一段时间的主要矛盾，从而判断货币政策的



具体走向。

第一，我国经济运行仍然存在下行压力。一是投资增速可能放缓。房地产开发投资同比增速在1-4月（9.3%）创出2015年3月以来新高之后，1-6月仅增长8.5%，下滑了0.8个百分点，调控政策对地产投资的传导效应正在显现。财预[2017]50号文严禁地方政府违法违规变相举债，地方政府的融资能力将受到制约，预计下半年基建投资增速可能放缓。**二是消费增速依然存在下行压力。**今年上半年，剔除价格因素的消费实际增速只有9.3%，低于上年同期0.4个百分点。此外，2016年的小汽车购置税优惠政策透支了今年部分购车需求；房地产市场的降温将导致与住房相关的消费增速放缓。**三是货币市场利率抬升，**将在一定程度上传导至信贷市场，进而抬升实体经济融资成本。有研究表明，我国货币市场利率向贷款市场利率的传导效果大概有30%，传导时滞大概1-2个季度。因此，下半年实体经济融资成本上升带来的经济下行压力不容忽视。

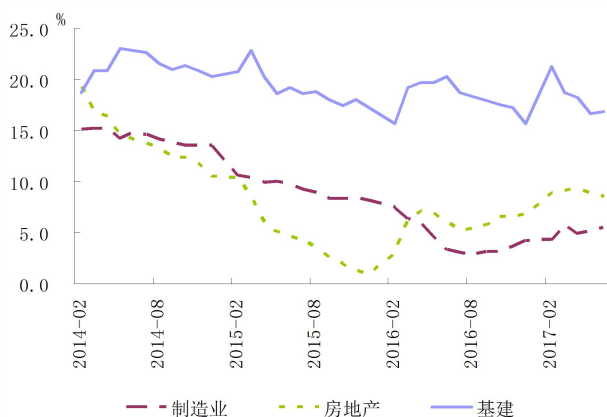


图5 三大投资增速（2014.1-2017.6）

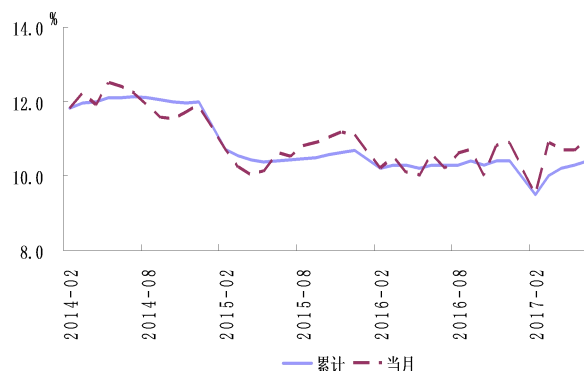


图6 社会消费品零售总额增速（2014.2-2017.6）

第二，物价水平趋降，通胀压力较轻。上半年，CPI累计上涨1.4%，远低于年初设定的3%的目标。其中，食品价格同比增速连续5个月为负，非食品价格增速也在2%左右。PPI在2月份创下7.8%的阶段高点后开始逐月回落，1-6月累计增长6.6%，环比增速已经连续3个月为负。2016年9月，PPI同比增速开始转负为正，考虑到基数效应，预计下半年PPI将延续下降态势。

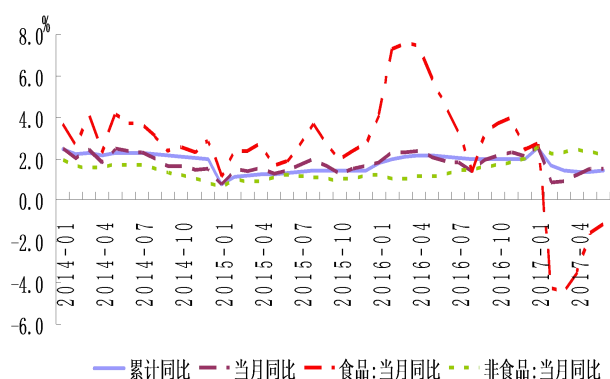


图7 CPI同比及分项变化 (2014.1-2017.6)

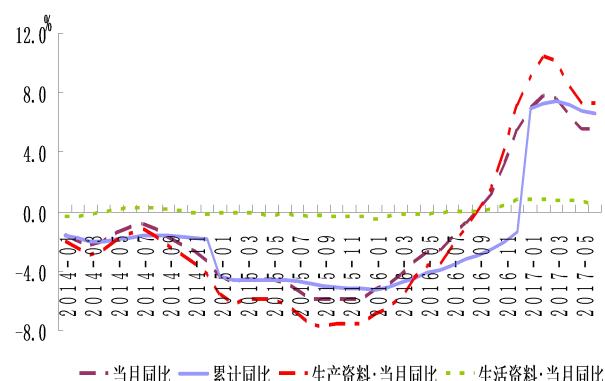


图8 PPI同比及分项变化 (2014.1-2017.6)

第三，金融去杠杆、防风险初见成效。一是M2增速下滑至10%以下，创历史新低。二是商业银行的“股权及其他投资”科目下滑明显，上半年该科目净增加仅772亿元，而2016年同期该科目的净增量为5.74万亿。三是同业理财缩水。由于同业业务监管趋严，今年以来同业理财市场持续萎靡，各家银行不约而同地转战零售及私银市场募集资金。受同业理财收缩影响，5月底银行理财规模28.4万亿元，较4月的30万亿元下降了1.6万亿元。

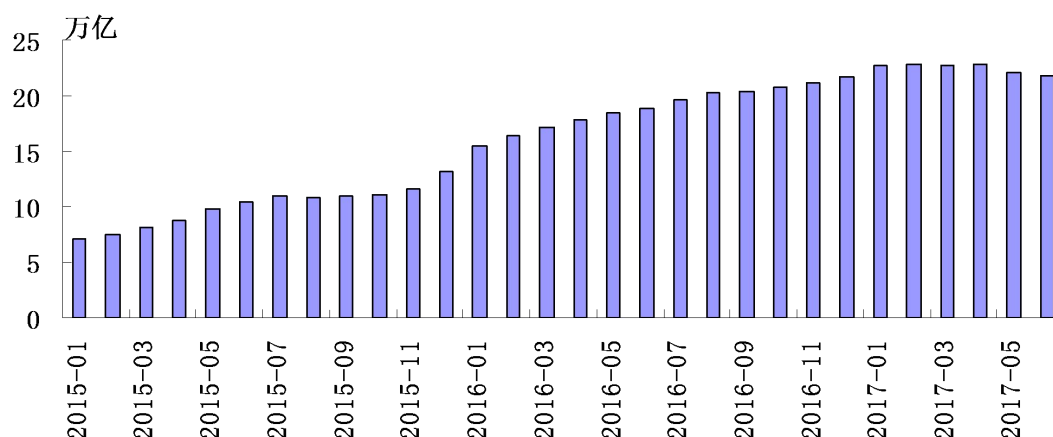


图9 商业银行股权及其他投资科目余额 (2015.1-2017.6)

第四，人民币对美元汇率升值，外汇储备企稳回升。上半年，人民币对美元升值约2.4%，单向贬值预期基本扭转。5月末，人民币对美元汇率中间价报价模型引入了“逆周期调节因子”，能够更好地反映经济基本面和货币的供求情况。在此背景下，预计未来人民币对美元汇率将保持基本稳定。外汇储备余额



已经连续五个月回升。6月末，外汇储备余额 3.06 万亿美元，较上年末上升 463 亿美元，增幅为 1.5%。

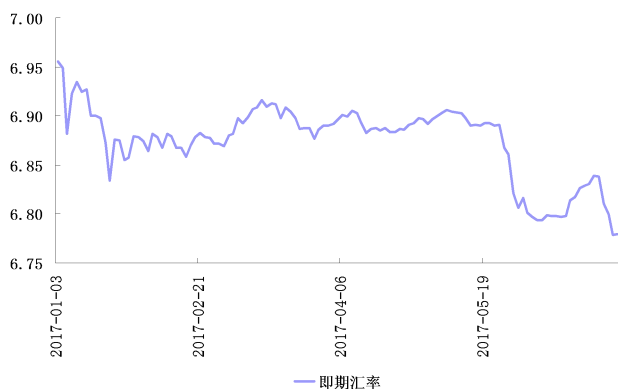


图 10 美元兑人民币即期汇率 (2017.1-2017.6)

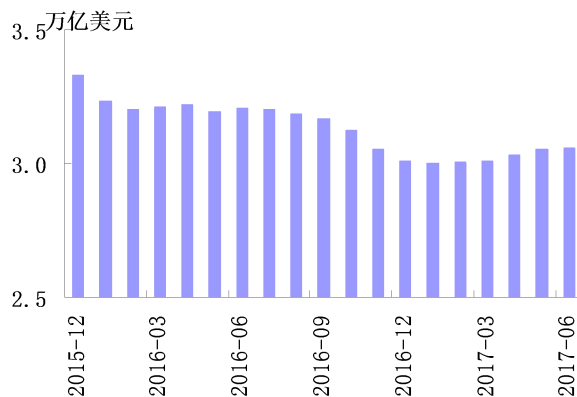


图 11 外汇储备余额 (2015.12-2017.6)

第五，美元加息的外部效应逐渐减弱。为了应对美元加息，央行先是在 1 月底、2 月初上调逆回购操作中标利率和中期借贷便利利率，紧接着在 3 月 16 日将上述两种利率再次提高 10BP。但 6 月中旬美联储再次加息时，人民银行维持公开市场操作利率不变，市场反应也很平稳。可见，美元加息对我国货币政策的影响正逐步减弱，市场对于美元的加息节奏也有了比较充分的预期，下半年即使美元再次加息，也不意味着央行必然会跟随上调操作利率。

综上，在通胀压力较轻、金融去杠杆取得初步成效、人民币汇率企稳升值、美元加息影响减弱的背景下，预计下半年货币政策将更加关注实体经济平稳增长上面。因此，我们判断，下半年货币政策在保持稳健中性的基础上，流动性将紧中趋缓，在此背景下，预计市场利率将平滑下行。