

“央妈”态度未变，“真宽松”继续

---资金面月度分析报告

一、5月份资金面回顾

我们上篇报告提到“央妈终睡醒”，通过下调回购利率，间接引导银行间回购市场开盘利率，使得银行间资金成本持续下降。与此同时，上海银行间同业拆借利率也不断下行，3个月 Shibor 已下至 2.86%，为 10 年以来首次下到 3% 以下，银行吸存价格也逐步走低，银行间流动性宽松效果也正向实体传导，央行降低社会融资成本效果终将落到实处。银行间隔夜回购利率降至 1% 左右，7 天回购利率降至 2% 以下，其他各期限回购利率均有大幅下行。具体看，（图 1、图 2），5 月份 1 天回购加权平均利率为 1.18%，较 3 月份下行 105bp，隔夜资金需求继续大幅增加，平均成交升至 1.5 万亿；7 天回购利率平均为 2.06%，大幅下行 78bp，平均成交量持平 4 月份为 1467 亿；14 天回购利率加权平均为 2.49%，较上月下降 93bp，成交量下降至 308 亿；21 天、1M 回购品种利率也分别下降 120、134bp，分别为 2.74%、2.67%，成交量也都有下降，分别成交 11 亿和 36 亿。5 月份各期限回购利率继续下行态势，其达到近年来的低位，成交上个月需求最大，14 天及以上需求较弱，显示市场继续对资金面保持乐观预期。4 月 20 号央行降准以来，同时在银行间市场引导回购利率下行，极大稳定了市场宽松的预期，资金利率将在相当长一段时间维持低位。

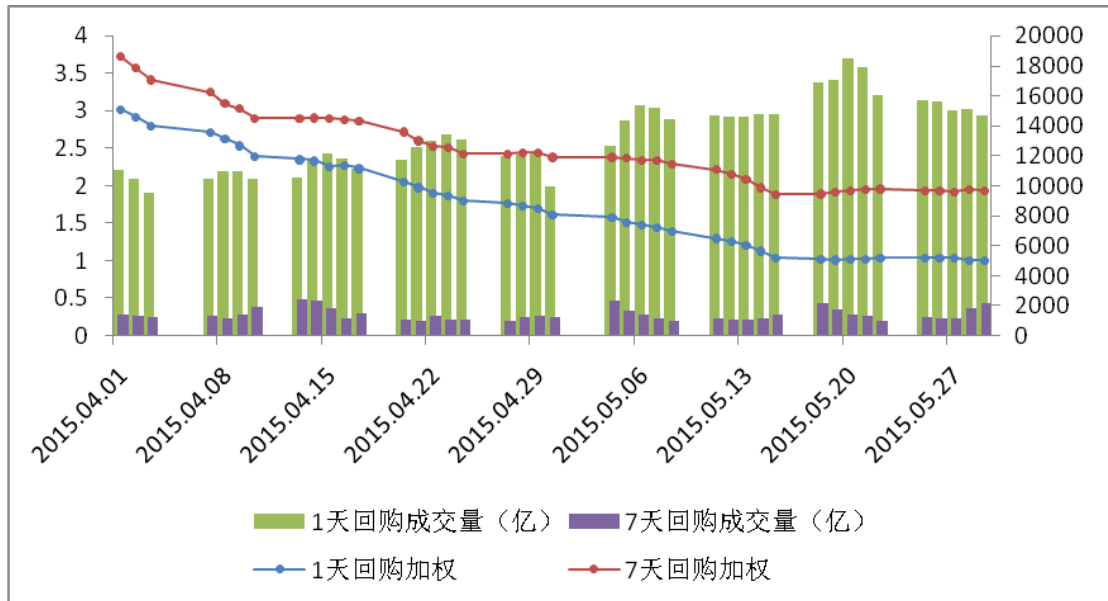


图 1：银行间 1 天和 7 天回购利率加权价格及成交量

资料来源：Wind 资讯，华龙证券

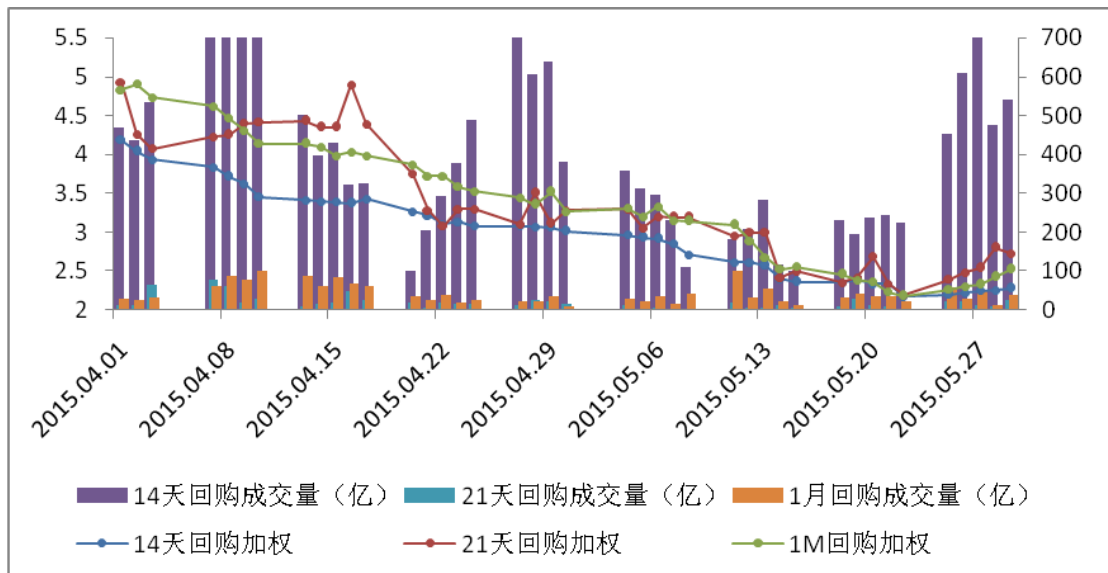


图 2：银行间 14 天、21 天及 1 个月回购加权利率及成交量

资料来源：Wind 资讯，华龙证券

另外，能比较准确反映银行资金需求情况的上海银行间同业拆放利率（Shibor）方面，7 天 shibor 大幅下行至 1.97% 左右，一直变化较小的 3 个月 shibor 继续下行至 3% 以下（图 3），从这些情况看，央行引导利率下行的力度相当大。另一方面，对银行边际负债成本影响越来越大的理财产品预期收益率方面开始有所下行（图 4），但下行幅度仍然较小。当前 3 个月理财产品预期收益率为 5.16% 左右，6 个

月理财产品预期收益率为 5.27%左右，仍均位于 5% 以上的较高水平。银行发行的理财产品预期收益率仍处于高位，我们认为一方面由于理财产品前期配的高收益资产的续作，仍有息差空间，另一方面，类固定收益产品仍比较丰富，比如“打新”等。使得发行的理财产品收益率下降较慢。

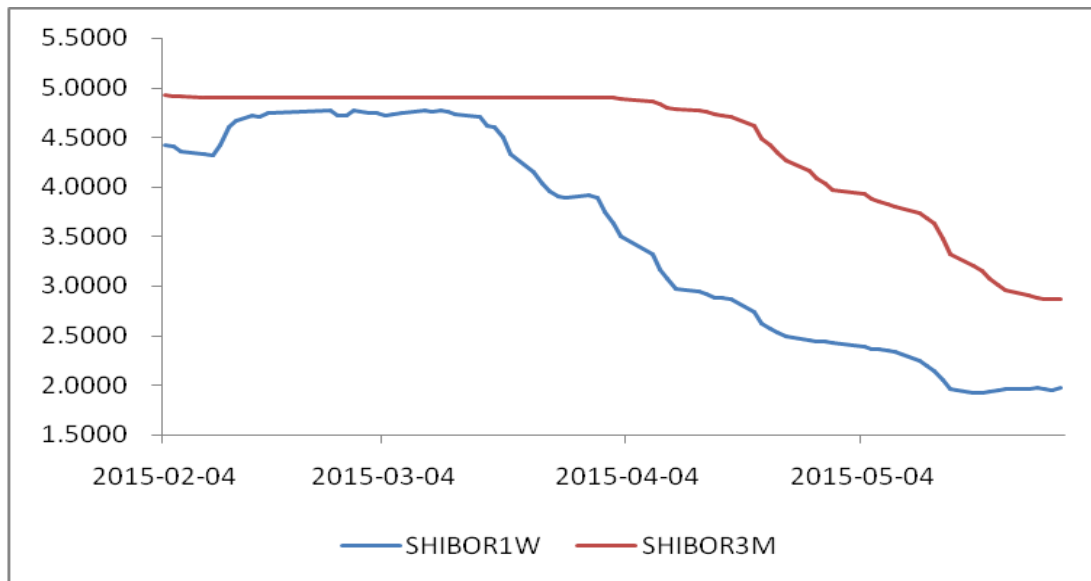


图 3: 1 周和 3 个月 Shibor 利率走势

资料来源: Wind 资讯, 华龙证券

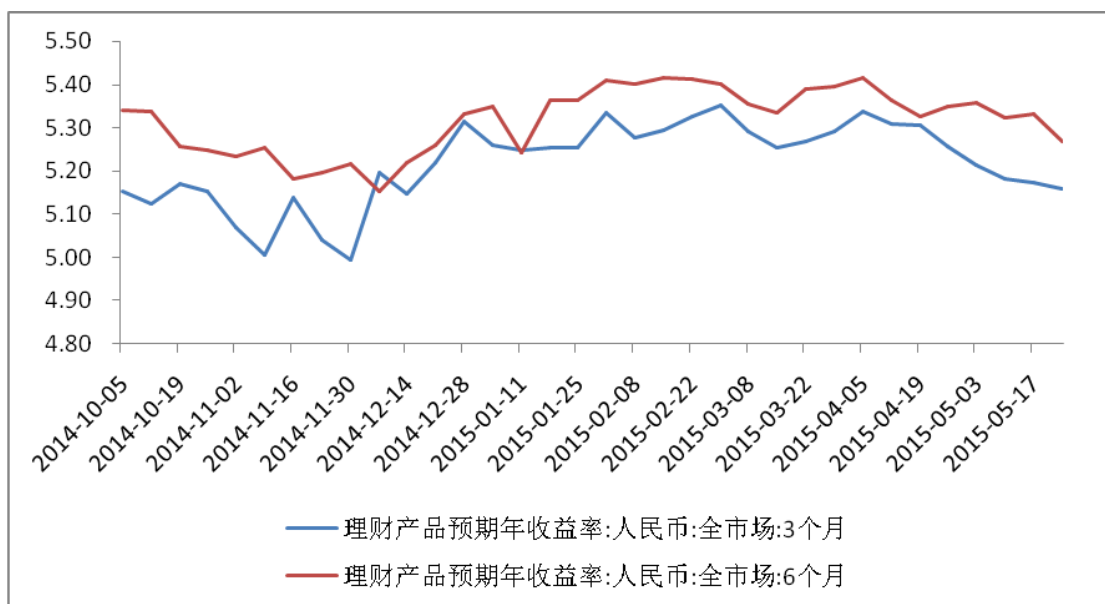


图 4: 3 个月和 6 个月理财产品收益率走势

资料来源: Wind 资讯, 华龙证券

5 月份银行间资金面持续宽松，7 天回购利率下至 2% 以下，隔夜回购利率在 1% 左右徘徊，下行幅度较大，位于近几年的低点。对于此次回购利率的连续大幅下行，我们认为主要来自央行认识的转变，不在人为“高利率”调结构去杠杆。一方面通胀水平持续走弱，利率下行有助于降低实际利率，另一方面，我们之前也提到过，降低融资成本必须首先降低银行间回购利率，否则融资成本难以下降。央行以银行间回购利率和 shibor 为代表的货币市场利率大幅下行，打开短端货币利率的下行空间，且非常连续。同时，我们看到 7 天回购利率开盘价和加权价从大逐渐变小，且在下旬出现负的情况（图 5），这也充分表明市场宽松是为“真宽松”，即从“央妈”引导下行到市场主动接受下行。一方面央行利用下调逆回购利率以及引导开盘利率下行，打开了短端利率下行的空间，另一方面也从量上给予充分的保证，4 月 20 日超预期降准，效果开始显现，这次直接释放基础货币预计 12000 亿左右。我们测算 4 月份金融机构超储率在 3.2% 左右（此计算基数不含非银金融机构同业存款部分），考虑财税缴款以及 5 月底央行被动定向正回购等因素，5 月份超储水平预计 3% 左右。这个超储水平足以支撑当前较为宽松资金面状况，这也是当前“真宽松”的基础，未来这种真宽松能否持续，我们在下文试图进行解答。

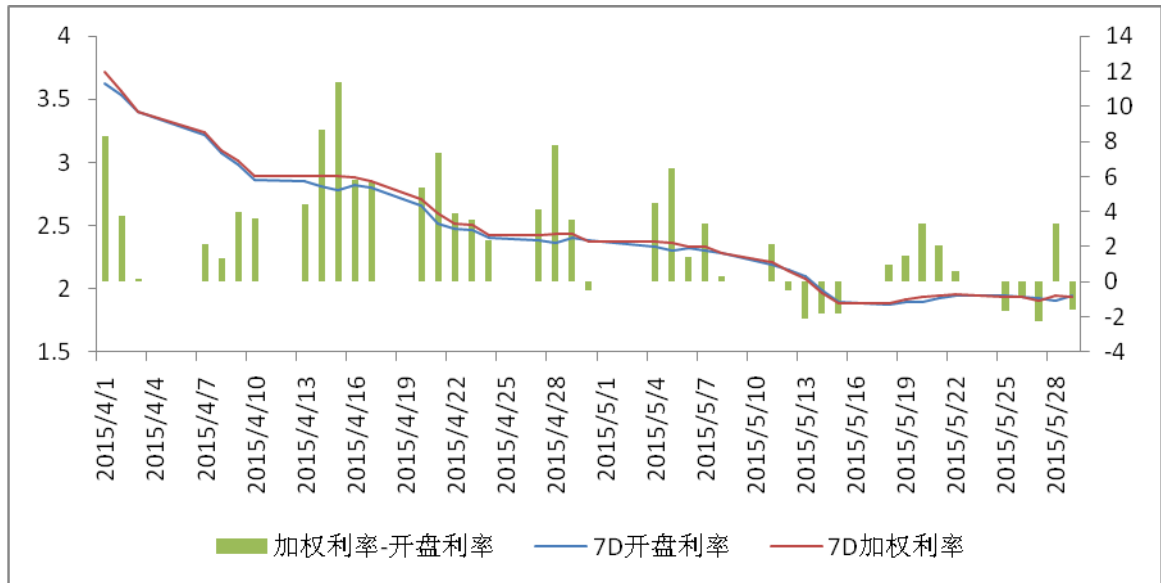


图 5：7 天回购开盘利率和加权平均利率比较

资料来源：Wind 资讯，华龙证券

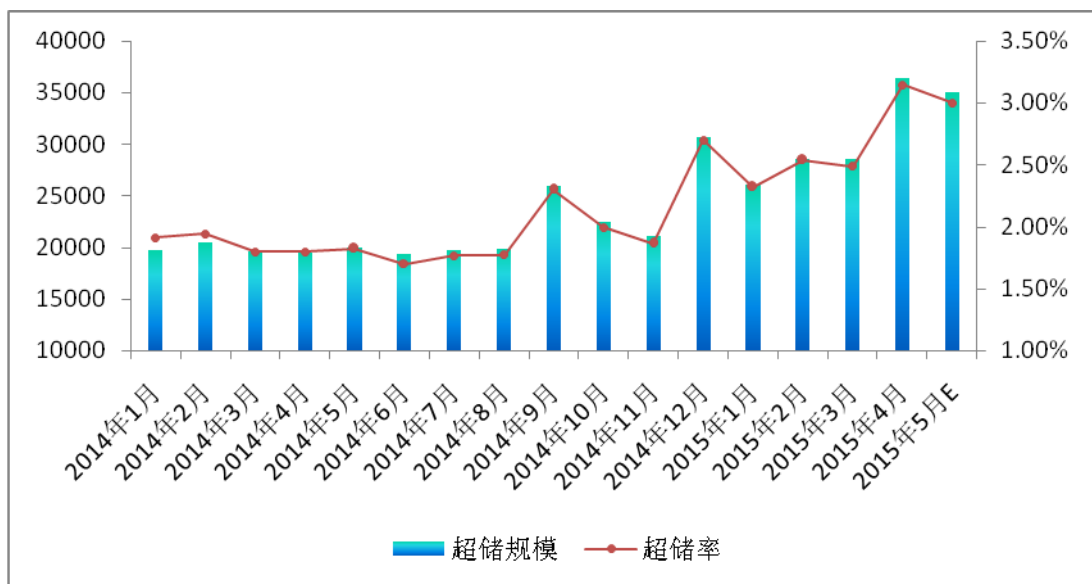


图 6：金融机构超储水平变化

资料来源：Wind 资讯，华龙证券

二、5 月份资金面情况预判

降准后银行超储规模大幅增加，4 月份以来商业银行资金出意愿一直较强（图 7）。这也和 4 月份 M2 再次低于预期一致，显示货币派生能力较弱，主要在于银行风险偏好下将，信贷投放减少，这也

是当前经济基本面弱勢的货币体现。尤其 5 月底市场传出央行对部分大行定向正回购，规模达千亿，是否意味着货币政策正在发生变化。首先我们看，虽然 4 月份工业企业利润同比增长 2.6%，略有好转，但投资等仍较弱，经济下行风险仍较大；另一方面出口持续下滑，带动经济的正效应越来越弱；第三，通胀水平仍在 2% 以下的较低水平；最后，人民币汇率基本稳定。诸多迹象表明央行定向正回购可能并不表明其开始收紧货币，至少目前仍未出现促使货币政策转向的信号。对此我们更加认同，银行由于风险偏好下降，信贷收缩，流动性堆积，而为降低机会成本，主动向央行申请定向正回购的观点。而在当前货币政策宽松方向未变的情况下，央行定向正回购，或许是对当前陡峭收益率曲线的反应，即央行收短放长，“扭曲操作”降低长端利率水平。

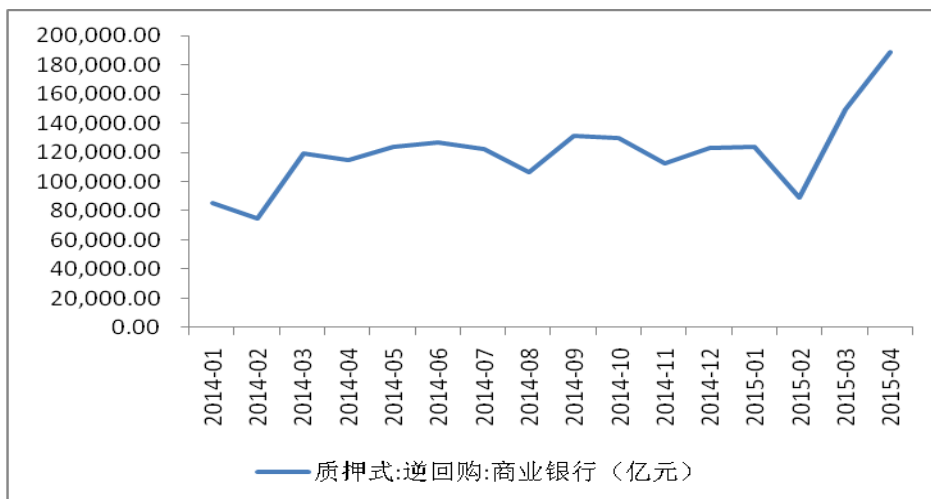


图 7: 商业银行资金融出意愿

资料来源: Wind 资讯, 华龙证券

因而对于央行定向正回购，我们觉得尚不能认定为开始收紧货币的信号。另外商业银行较强的资金融出意愿，我们认为大概率仍将持

续。经济基本面下行探底过程仍在继续，大宗商品数据商-生意社发布的中国大宗商品供需指数（BCI）为-0.36，均涨幅为-2.05%，反映5月份制造业经济仍较上月呈收缩状态，经济下行风险仍然比较大。也就意味着融资需求仍将继续萎缩，而同时信用风险持续增加的情况下，银行风险偏好继续下降，两方共同的结果势必导致信贷增速进一步放缓，银行流动性进一步堆积。同时，降准后商业银行整体超储规模较高，当前仍没有迹象表明超储水平会大幅下降，因此商业银行资金融出意愿仍较强。因此，货币宽松大概率仍将维持，低利率的黄金期仍将持续。但同时也要注意即将到来新股发行及季末因素对资金面的冲击（鉴于当前超储水平仍较高，抗冲击能力较强），综合考虑我们预计5月份7天回购利率在2.0%-2.5%附近。

三、流动性视角下收益率走势分析

最近利率债收益率大幅上行，10年国债再次上到3.58%水平，同时收益率曲线异常陡峭，10y国债和1年国债利差达170bp。从流动性角度看，当前收益率水平变化，一是反映了对当前流动性宽松持续性怀疑，尤其传出央行定向正回购后，国债期货创下单日最大跌幅；另一方面，理财产品预期收益率下行缓慢，银行配置端难以支撑当前收益率水平。

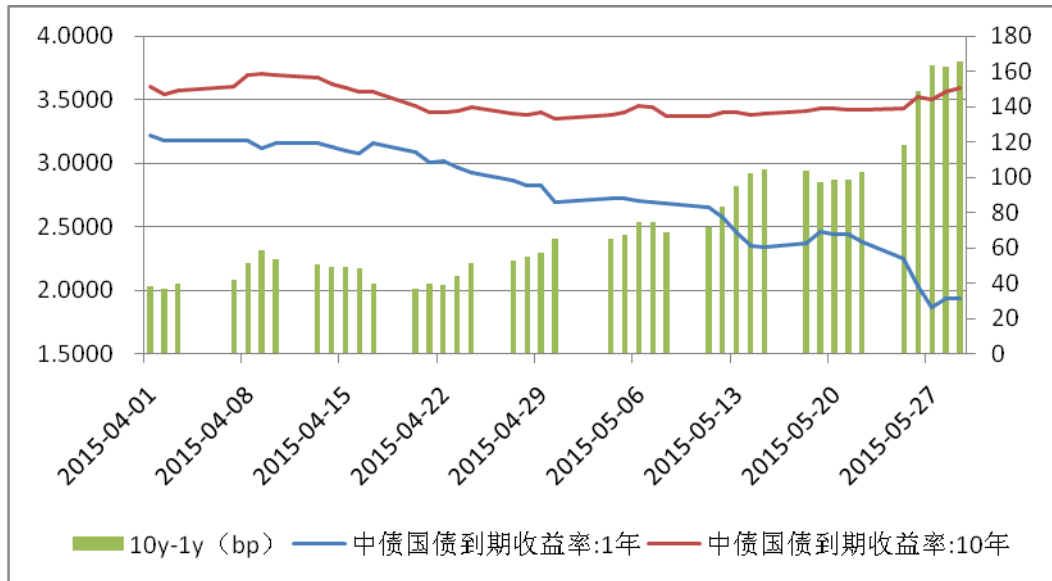


图8：国债到期收益率10y-国开债到期收益率1y

来源：Wind 资讯，华龙证券

对于流动性宽松持续性及央行态度，我们前文提到了宽松仍将持续，央行并无转变政策态度的基础。对于理财产品预期收益率仍处于高位的制约，短时间恐难一时改变，尤其新股发行及权益类资产较为火爆的情况下，但随着类固定收益下降及资金持续宽松，理财产品预期收益率下降应只是时间问题。另外，我们如果拿3月shibor和10年国债先比，其利差已达70bp左右，低资金成本提高较厚的息差。那么问题再次回到低资金成本究竟能持续多久的问题，也即最终对基本面的判断，以及央行货币政策何时发生转变的问题，这也正是当前市场纠结的关键。而我们基于对经济基本面仍在下跌寻底过程中，资金面宽松仍将维持的判断，对于利率债大跌或就是机会。

四、6月份融资策略建议（仅供参考）

我们认为货币市场利率的低位状态短时间仍将维持，即便可能即将面临新股密集发行和季末因素冲击，流动性仍难大幅逆转，利用好当前宽松货币环境，仍可作为我们今后的工作重点，我们建议：

1、季末虽预计对流动性冲击有限，但考虑资金融出银行类金融机构季末各项风险指标限制，我部低等级信用债应仍尽早安排跨季；

2、季末叠加打新对资金面的短时冲击难以估量，为尽可能降低融资风险，建议分散每日到期量，以免过于集中，可逐步减少隔夜，适当增加7天融入。