

# 2016 年三季度金融市场流动性回顾与展望

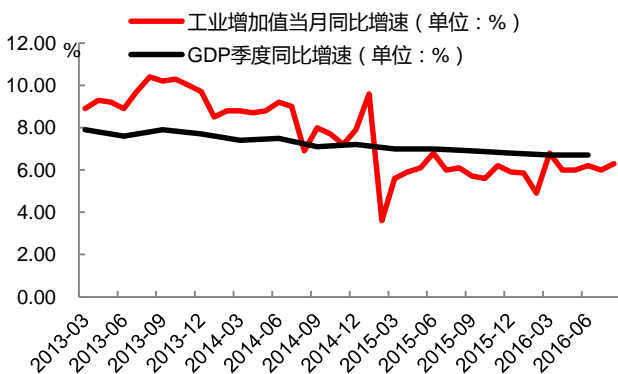
金融机构评级部 朱咏熙

2016 年三季度以来，经济基本面仍处于低位波动，政策面呈现宏观稳、微观趋紧的状况，市场流动性总体宽裕，但金融去杠杆对资金面的影响已初步显现。短期内，随着去产能步伐的加快以及工业品价格的回升，企业盈利有所改善，加之基建及地产支撑作用仍在，宏观经济阶段性回升的概率相对较高。此外，供给侧改革仍将是年内主旋律，宏观政策更稳、微观监管趋紧的态势仍将持续，政策面进一步宽松的概率相对较低。预计四季度，央行将继续适当进行流动性投放，维持市场平稳，但金融业去杠杆对市场流动性的负面冲击不可小觑。

## 基本面：宏观经济低位波动，短期内存在回稳可能

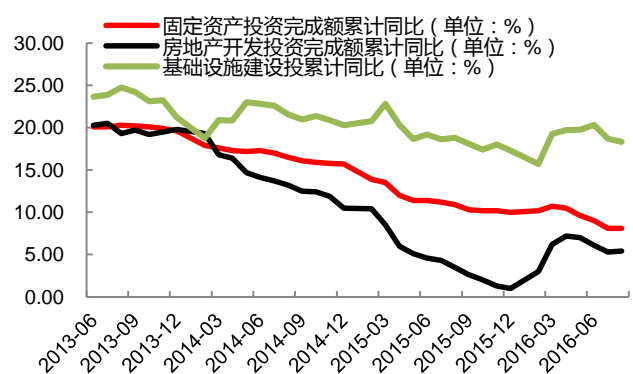
2016 年 6 月-8 月，国内宏观经济继续在“L 型”底部区间波动，6 月表现相对较好，7 月出现较大幅度下行，8 月有所修复；各项数据指标均出现不同程度与市场预期相背离的情况。具体而言，6 月至 8 月工业增加值当月同比增速分别为 6.20%、6.00%和 6.30%，分别较市场预期平均值（根据 wind 数据统计）高 0.15 个百分点、低-0.24 个百分点和高 0.29 个百分点；同期固定资产投资完成额累计同比增速分别为 9.00%、8.10%和 8.10%，呈现先高再低后稳的情况。

图表 1：工业增速低位波动



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表 2：固定资产投资先低后稳

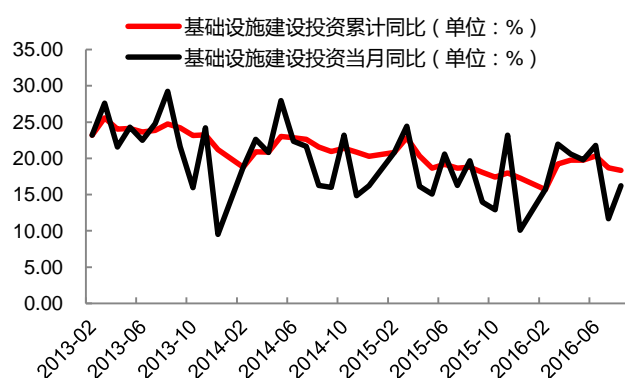


数据来源：wind，新世纪评级整理

从房地产及基建表现看，6 月份开始，受前期房地产需求快速释放的影响，商品房销售增速有所回落，房地产投资增速亦显著下行。7 月份，基建投资大幅回落，当期基建投资累计同比增速 18.71%，当月同比增速为 11.69%，分别较 6 月下降 1.6 个百分点和 10.08 个百分点；8 月份当月增速略有回升，但累计同比增速继续下降。短期（1-2 个季度）来看，由于政策面“稳增长”的导向持续，且 PPP 项目落地速度加快，因而基建投资仍将维持一定增速；购房需求在一二

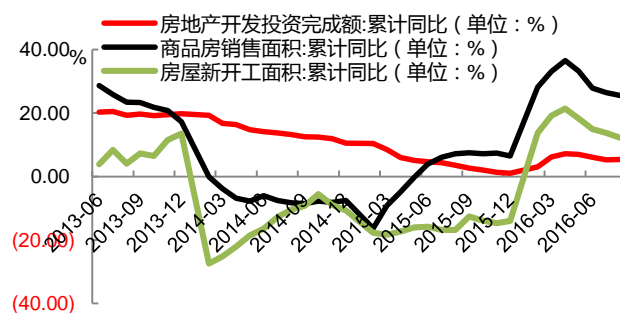
线城市限购预期升温的刺激下，呈现加速集中释放的态势。预计四季度基建及房地产数据短期内将有所改善。但中长期看，房价快速上涨已严重透支购房刚需，房产销售持续快速上涨，进而带动房地产投资持续大幅回升的概率相对较小。此外，受高基数的影响，基建投资已显现疲态维持，未来维持 20% 以上高增速的成本及难度越来越高，因此未来房地产和基建对经济的支撑作用将有所弱化。

图表 3: 6、7 月基建投资显著回落，8 月有所恢复



数据来源: wind, 新世纪评级整理

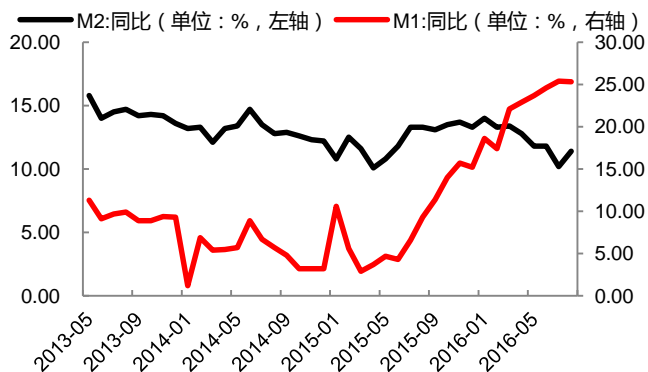
图表 4: 房地产销售及投资有所放缓



数据来源: wind, 新世纪评级整理

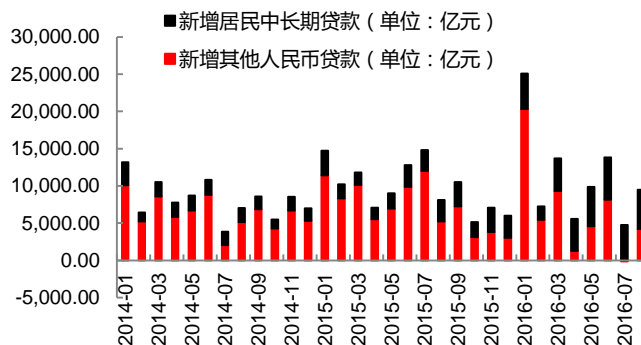
从金融数据来看，年初以来 M1、M2 增速背离的趋势仍在持续。除反映持有活期存款机会成本下降、地方债务置换资金沉淀等因素外，M1/M2 剪刀差的扩大也显示目前实体投资机会稀缺，企业及个人持币观望的情绪较浓。结合新增人民币贷款结构及民间固定资产投资数据看，一方面，6-8 月新增信贷中与房地产抵押贷款规模高度相关的居民中长期贷款占比处于较高水平，企业中长期贷款规模及占比均相对较低；另一方面，6 月份以来，民间投资增速仍在下探，且尚未出现改善迹象。信贷和投资结构数据进一步印证了当下实体企业特别是民营企业投资需求依然较弱的情况。此外，随着金融去杠杆逐步提速和票据监管日趋严格，非信贷资产投放渠道也将受到较大影响，未来金融机构面临的资产配置压力将进一步增大。

图表 5: M1、M2 增速差距进一步增大



数据来源: wind, 新世纪评级整理

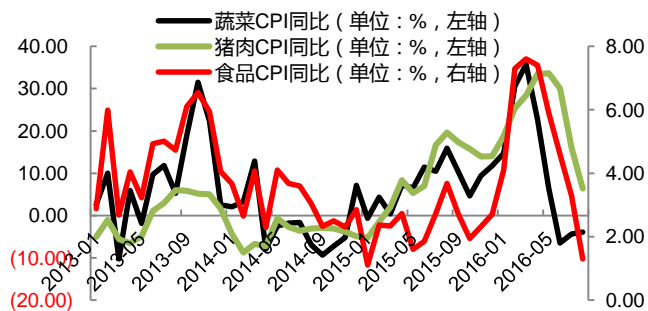
图表 6: 新增居民中长期贷款规模及占比明显提升



数据来源: wind, 新世纪评级整理

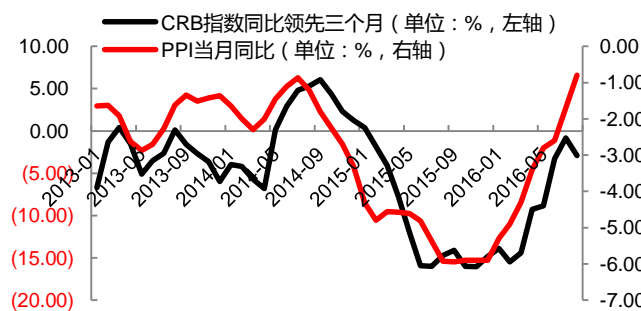
价格水平方面, 5 月底 6 月初以来, 受蔬菜、猪肉价格下行的影响, 食品 CPI 增速明显回落, 进而带动 CPI 同比增速放缓, 通胀压力有所缓解。但从高频数据看, 8 月底以来商务部蔬菜批发价格指数环比增速显著回升, 猪肉价格环比跌幅收窄, 食品 CPI 或触底回升。此外, 房价大幅上涨的影响将逐步传递至生活服务业, 非食品 CPI 在四季度将存在较大的上升压力。因而短期来看, CPI 增速触底反弹的概率较大。此外, PPI 增速维持年初以来的上行趋势, 在国际大宗商品现货价格同比增速快速回升的背景之下, 未来 1-2 季度 PPI 同比增速或由负转正。整体而言, 短期内国内通胀压力仍然存在, 政策调控空间将受到一定制约。

图表 7: 蔬菜、猪肉价格增速放缓带动食品 CPI 下行



数据来源: wind, 新世纪评级整理

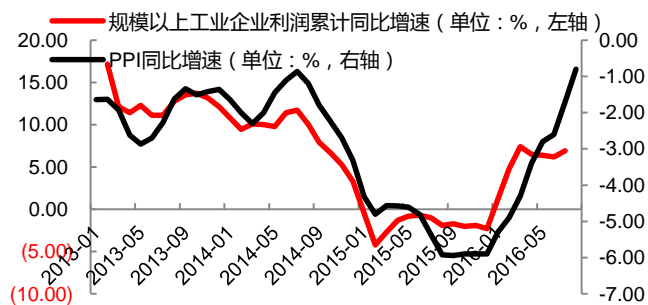
图表 8: 大宗商品价格回升引导 PPI 上行



数据来源: wind, 新世纪评级整理

总体来看, 虽然经济基本面在中期仍存在一定下行压力, 但短期内宏观经济存在边际改善的动能。一方面, 国际大宗商品价格回升、去产能稳步推进等有利因素短期内仍将持续, 工业产品价格增速大概率维持上升趋势, 进而带动企业盈利情况改善; 另一方面, 工业企业产成品库存增速已下探至历史低点, 结合工业品价格上升趋势看, 2014 年下半年开始的去库存周期或邻近终结, 库存投资趋势性上升概率较大。结合上述两方面的分析, 我们认为短期内 (1-2 季度内) 宏观经济增速回稳的可能性较大, 政策面进一步宽松的概率相对较低。

图表 9：工业企业利润有所改善



数据来源：wind，新世纪评级整理

图表 10：产成品库存增速已下探至历史底部



数据来源：wind，新世纪评级整理

### 政策面：宏观“稳”、微观趋“紧”

从政策动态看，6月份以来各项政策继续围绕推进供给侧改革展开。宏观上延续“宽财政、稳货币”的工作思路，微观监管更加注重“防风险”和“去杠杆”。具体来看，继5月“权威人士谈话”后，7月下旬召开的年中政治局会议再度明确将“适度扩大总需求”、“推进供给侧改革”和“引导良好发展预期”作为下半年经济工作及宏观政策的三个要点。在三个要点中，强调供给侧改革居于核心地位，适度扩大总需求应服务于供给侧改革。此外，政治局会议在论述推进供给侧改革五大任务实施策略的过程中，首次将“抑制资产泡沫”作为降低实体经济成本的着力点，这显示出决策层对于过快上涨的房价对实体经济带来的负面冲击的担忧。8月初，中国人民银行发布二季度货币政策执行报告，与一季度相比，在未来货币政策思路上，报告除反映年中政治局会议三个要求外，还新增了“牢牢守住不发生系统性风险的底线”的表述，同政治局会议提出的抑制资产泡沫相呼应。同时，针对市场存在的降准预期，二季度货币政策报告以专栏的形式提到：“频繁降准信号意义较强，容易强化对政策放松的预期，会加大本币贬值压力”；这显示央行对于进一步宽松仍持谨慎态度。结合年中政治局会议和央行政策表态看，四季度宏观政策仍将维持中性，在不过分宽松的基础上，财政政策及货币政策仍将保持一定的力度，为供给侧改革创造有利条件。

从金融市场微观监管看，6月份以来，针对货币脱实向虚倾向加剧、资产泡沫抬头、金融风险不断积聚的情况，在宏观上保持稳健货币政策的前提下，监管层陆续研拟、出台多项监管政策，强化对金融市场微观主体的监管。相关监管政策涵盖票据、基金子公司、银行理财、保险资金使用、P2P等领域，政策内容均围绕去杠杆、去通道、去影子银行和降风险，通过政策限制倒逼金融机构对资产配置和负债结构进行调整，降低金融体系风险，引导资金脱虚入实。金融行业去杠杆步伐的加快，将难以避免地对市场流动性产生冲击。一方面在去杠杆的过程



中，金融机构资产负债配置方向、来源以及期限结构的大幅调整可能引起货币市场供需短时间内失衡，从而带来资金价格剧烈波动；另一方面，为推动金融机构去杠杆，央行可能在流动性投放上加大政策差异化，以使得高杠杆机构感受到流动性压力，主动降低杠杆，这将增加局部结构性资金紧张的概率。目前来看，监管层特别是央行所采用的去杠杆的手段尚较温和，但其对市场流动性的影响已逐步显现，四季度需持续关注金融行业去杠杆政策对金融市场可能带来的冲击。

图表 11: 近期各项金融领域监管措施一览

领域	时间	相关机构	相关监管政策	主要内容
基金子公司	2016.5	证监会	修订、起草《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》、《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标指引》	对基金子公司进行净资本管理，按业务类型计提风险资本；净资本不得低于各项风险资本之和的 100%，不得低于净资产的 40%，不得低于负债的 20%。
银行理财	2016.7	银监会	《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》	(1) 理财业务实施分级管理，基础类理财仅能进行债券投资不能进行非标投资；非标投资只能走信托通道。(2) 对理财债券投资实施杠杆限制和集中度限制。(3) 不得直接或间接投资于上市公司股票及受益权。
票据	2016.5 及 2016.7	银监会	《关于加强票据监管促进票据监管发展的通知》、《关于全面开展银行业“两个加强、两个遏制”回头看工作的通知》	(1) 强化票据内控，坚持贸易真实性要求，严禁资金空转，严格规范同业账户管理。(2) 重点检查开票、承兑、贴现等环节中贸易背景真实性审查；票据转贴现和买入返售、卖出回购业务环节中，是否存在为他行“做通道”“消规模”等行为。
保险	2016.8	保监会	《关于加强保险机构与一致行动人股票投资监管有关事项的通知(征求意见稿)》	(1) 保险公司进行上市公司收购的，应事前向保监会报备，应使用自有资金。(2) 保险及非保险一致行动人共同开展重大股票投资的(持股比例超过 20%)，应进行备案报告，备案后继续投资上市公司股票的，新增投资应使用自有资金，不能使用保费收入。
P2P	2016.8	银监会等四部委	《网络借贷信息中介机构业务活动管理暂行办法(征求意见稿)》	(1) 单一自然人及法人在同一 p2p 平台上借款分别不得超过 20 万和 100 万元，在不同平台借款总额分别不得超过 100 万元和 500 万元。(2) 禁止平台自融、吸收存款、提供担保、设立资金池、期限拆分等。

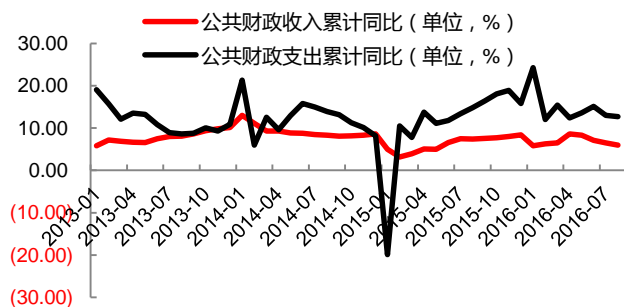
资料来源：公开信息，新世纪评级整理

具体到货币政策，三季度以来宽财政仍在持续，但力度有所弱化；稳货币更趋稳健，流动性管理更为精细。财政收支方面，6-8 月，一般公共支出维持一定的增速，但相较上半年已有所放慢；固定资产投资资金来源中预算内资金增速亦高位回落。从一般性财政收入看，公共财政收入增速，特别是税收收入增速明显放缓，未来随着减税降负政策的推进，财政平衡压力将有所上升。货币政策执行方面，三季度降准降息并未如期而至，央行继续通过中期借贷便利(MLF)和逆回购投放基础货币，在资金紧张时点维护市场流动性。8 月底，央行继年初后重启 14 天和 28 天逆回购，同时对隔夜资金拆借进行窗口指导，以引导金融机构拉

长负债期限，降低杠杆风险。

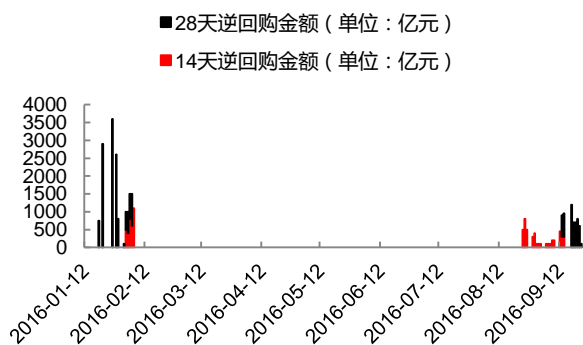
总体而言，三季度政策面呈现宏观“稳”、微观趋“紧”的状况，短期来看这一状况仍将持续。预计四季度，央行将继续适当进行流动性投放，维持市场平稳，但需持续关注金融行业去杠杆对市场流动性的负面影响。

图表 12: 公共财政收支增速略有下降



数据来源: wind, 新世纪评级整理

图表 13: 8月以来底央行重启 14 天及 28 天逆回购

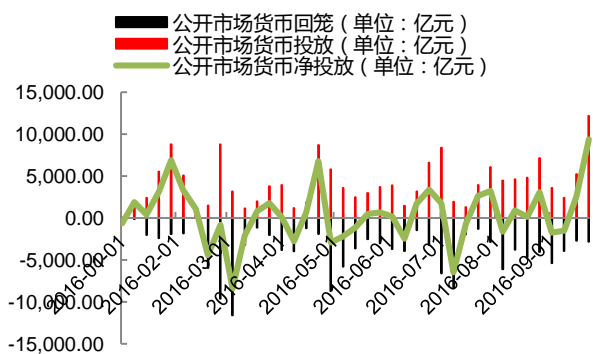


数据来源: wind, 新世纪评级整理

### 资金面状况：流动性总体充裕，资产荒仍在继续

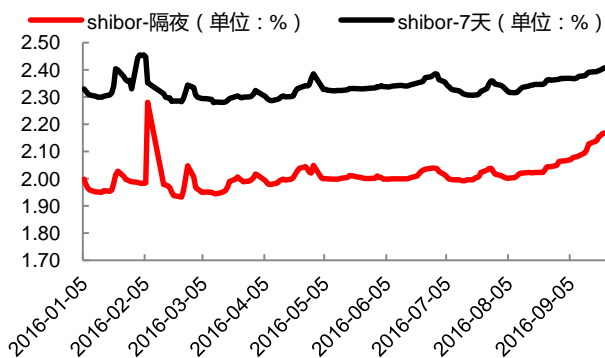
得益于央行对资金面的呵护，除个别时点受季末、月末及缴税等因素的影响资金面略有紧张外，6月-8月货币市场流动性总体保持宽裕。8月末以来，一方面，货币政策基调仍维持中性，降准预期落空；另一方面，央行重启 14 天及 28 天逆回购，并对大行资金融出结构进行窗口指导，引导金融机构拉长负债期限，降低期限错配及杠杆程度。受上述因素影响，8月底以来，虽然央行通过各类工具净投放货币规模依然较大，但在降杠杆、防风险的心理预期下，资金面紧张的情况有所增加。

图表 15: 公开市场投放总体充裕



数据来源: wind, 新世纪评级整理

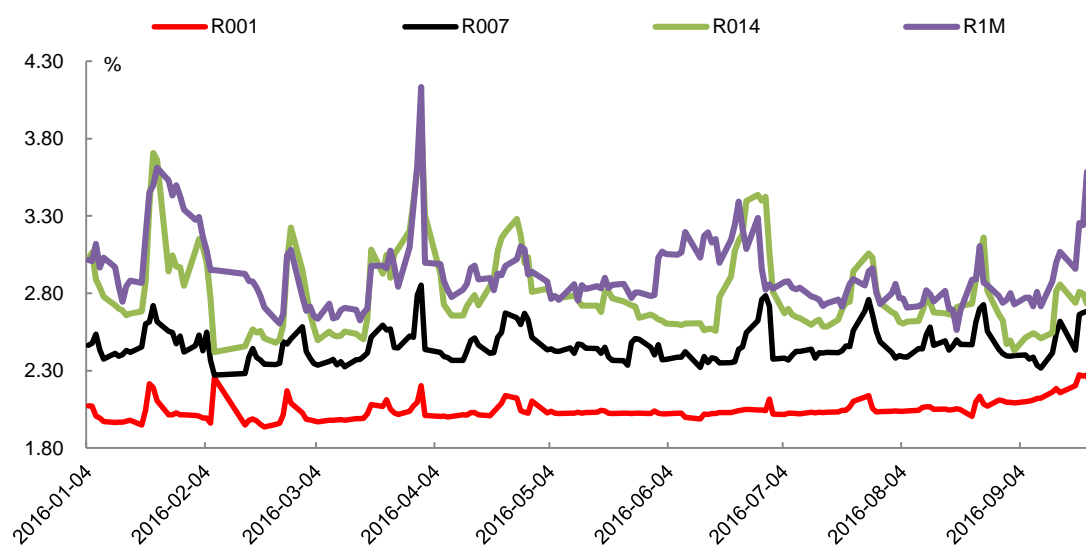
图表 16: 8月下旬以来短端 SHIBOR 显著上升



数据来源: wind, 新世纪评级整理

具体来看，6月份货币市场资金面整体较为宽松，6月末虽为MPA考核实施以来的第二个季末时点，但资金面受到的冲击远小于一季度末；季末跨季资金价格有所上升，部分非银机构融入资金也略有紧张，但整体资金供给仍较为充裕，“钱紧”现象并不普遍。7月份货币市场资金面总体较为宽松，月底个别交易日略为紧张，带动跨月资金价格上行；但随着央行及时投放流动性，资金面重回宽松，并平稳度过月末。8月上、中旬，资金面延续宽松态势。8月下旬，央行重启14天逆回购，并对隔夜资金拆借进行窗口指导，意图引导金融机构去杠杆。市场由此预期货币当局存在收紧流动性的趋势，从而导致资金面相对紧张，短期限拆借利率明显上升。临近月末，央行再度出手注入流动性，资金面紧张的状况有所缓解。9月初，市场流动性整体较为宽松；中旬央行重启28天逆回购，受此影响资金面再度紧张。至季末，央行再度通过公开市场进行大额净投放，资金面全面转松。目前央行引导金融机构去杠杆的态度较为明确，但手段相对温和，在去杠杆过程中仍较为注意维护市场稳定，因而资金面总体仍维持宽松态势。但随着金融行业去杠杆步伐的加快，市场流动性仍面临较大的不确定因素，四季度资金面仍有趋紧的可能。

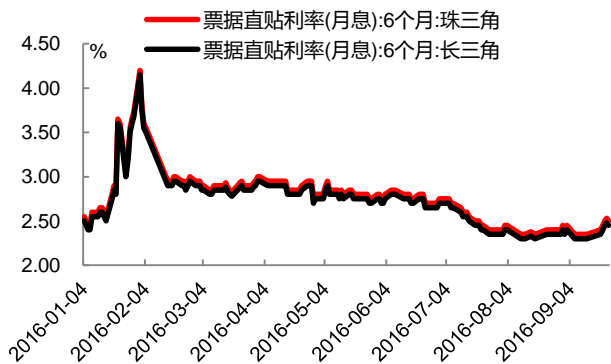
图表 17: 6月以来银行间资金面总体保持宽松



数据来源: wind, 新世纪评级整理

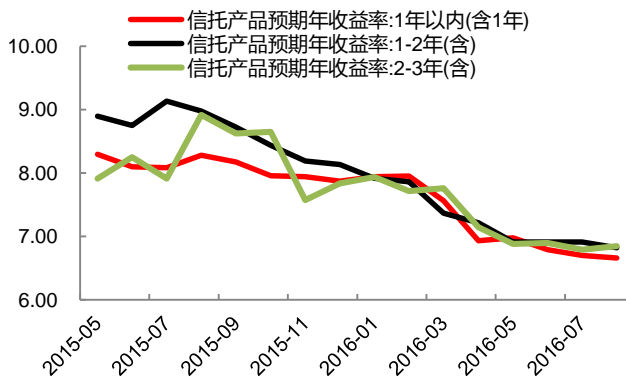
除货币市场外，三季度广义流动性亦较为充裕。受资产荒延续的影响，7月以来票据直贴利率大幅走低，信托产品收益率和长期利率债到期收益率维持下行趋势，但银行理财预期收益率下行幅度有限。在广义流动性较为充裕的环境下，金融机构特别是商业银行仍将持续面临较大的资产配置压力。但在金融行业去杠杆的大背景之下，通过期限错配、加杠杆增加收益的空间已经非常有限，这将加速倒逼负债端成本的下降。预计四季度，理财产品预期收益率下行速度可能会加快。

图表 18: 资产荒带动票据贴现利率大幅下行



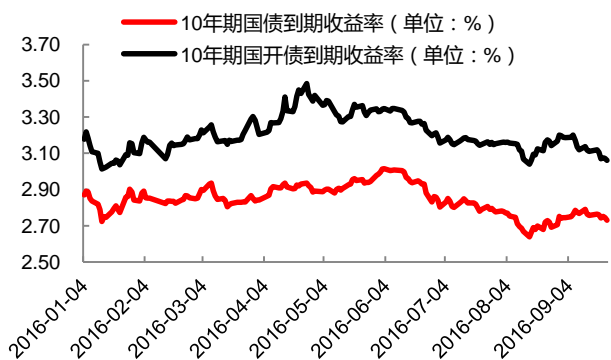
数据来源: wind, 新世纪评级整理

图表 19: 信托产品预期收益率呈下降趋势



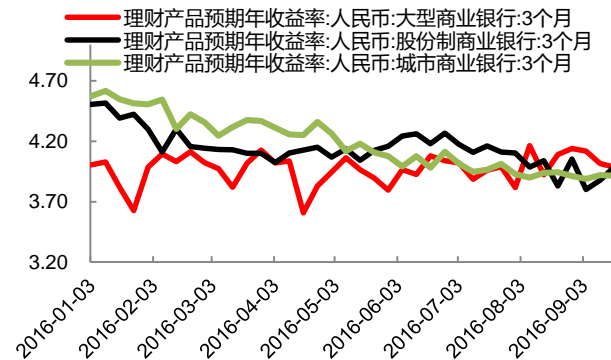
数据来源: wind, 新世纪评级整理

图表 20: 长债收益率呈下行趋势



数据来源: wind, 新世纪评级整理

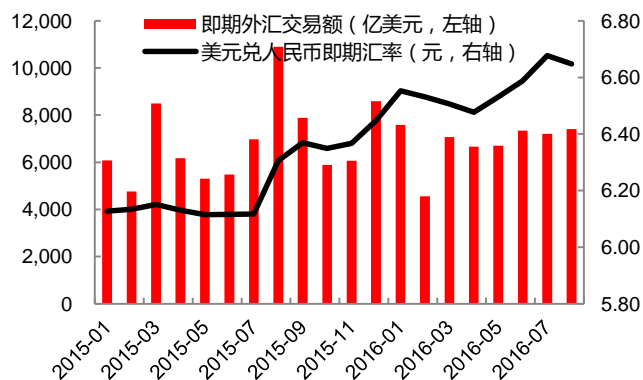
图表 21: 理财产品预期收益率下行幅度不大



数据来源: wind, 新世纪评级整理

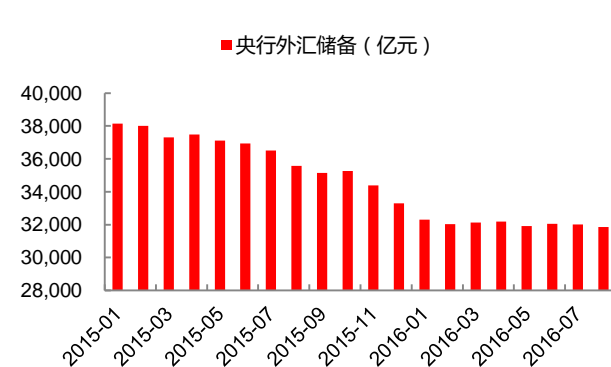
汇率方面, 6 月以来, 受英国脱欧、美联储加息预期的影响, 美元指数走强, 人民币兑美元汇率中间价持续上升, 但外汇市场反应相对平淡, 现汇交易及资本流出量并未出现大幅增加。四季度, 随着美国大选结束, 美联储加息预期可能进一步升温, 人民币兑美元中间价可能进一步贬值, 需关注汇率变动导致的跨境资本流动, 对国内流动性的影响。

图表 22: 人民币兑美元即期汇率变动



数据来源: wind, 新世纪评级整理

图表 23: 外汇储备变动情况



数据来源: wind, 新世纪评级整理



总体而言，三季度以来，经济基本面仍位于低位波动，但随着去产能步伐加快以及工业品价格的回升，企业盈利有所改善；加之短期内基建及地产支撑作用仍在，宏观经济阶段性回升的概率相对较高。政策面上，供给侧改革仍将是年内主旋律，宏观政策更稳、微观监管趋紧的态势仍将持续。预计四季度，央行将继续适当进行流动性投放，维持市场平稳，但金融行业去杠杆对市场流动性的负面冲击不可小觑。