

4月流动性观察：再迎降准 5月 或降息

作者：刁倩

蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：张骐

审核：杜少军

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



至5月9日，央行连续26个工作日在公开市场暂停逆回购操作。央行3月30日开展7天逆回购操作并下调利率20个基点，以此拉开了4月新一轮降息周期。4月15日、24日，央行依次下调了MLF、TMLF利率各20个基点。20日，LPR报价进行了不对称下调，1年期下调了20个基点，5年期及以上下调了10个基点。同时，央行在4月再次展开了定向降准操作，为市场注入长期流动性。银行间市场利率在流动性宽裕、政策利率下调的环境下不断走低，进一步引导实体经济融资成本下行。

当前我国货币政策空间充裕，货币政策工具种类较多，按照稳健的货币政策要更加灵活适度的要求，降准和降息仍有空间和必要。在5月面临银行缴准、MLF到期、税款清缴等影响流动性因素的情况下，央行重启逆回购操作可期。同时，目前银行间市场利率持续大幅低于政策利率，表明市场降息预期浓厚。当前偏松的政策氛围一时很难改变，市场利率与政策利率之间过大的利差，可能仍主要通过降息、调降政策利率向市场利率靠拢进行修复。

目录

一、流动性投放：4月再迎降准 市场流动性充裕.....	3
二、资金利率走势：降息周期继续 利率中枢下移.....	4
三、货币政策展望：货币政策空间充裕 降准降息仍可期.....	6

图表目录

图表 1：2020年4月公开市场操作情况.....	3
图表 2：近期银行间拆借利率及回购利率走势.....	5

4月流动性观察：再迎降准 5月或降息

至5月9日，央行连续26个工作日在公开市场暂停逆回购操作。央行3月30日开展7天逆回购操作并下调利率20个基点，以此拉开了4月新一轮降息周期。4月15日、24日，央行依次下调了中期借贷便利（MLF）、定向中期借贷便利（TMLF）利率各20个基点。20日，LPR报价进行了不对称下调，1年期下调了20个基点，5年期及以上调降了10个基点。同时，央行在4月3日公告再次展开定向降准操作，为市场注入长期流动性。银行间市场利率在流动性宽裕、政策利率下调的环境下不断走低，进一步引导实体经济融资成本下行。

当前我国货币政策空间充裕，货币政策工具种类较多，按照稳健的货币政策要更加灵活适度的要求，降准和降息仍有空间和必要。在5月面临银行缴准、MLF到期、税款清缴等影响流动性因素的情况下，央行重启逆回购操作可期。同时，目前银行间市场利率持续大幅低于政策利率，表明市场降息预期浓厚。当前偏松的政策氛围一时很难改变，市场利率与政策利率之间过大的利差，可能仍主要通过降息、调降政策利率向市场利率靠拢进行修复。

一、流动性投放：4月再迎降准 市场流动性充裕

4月央行未在公开市场开展逆回购操作，只在15日开展了一次MLF操作和24日TMLF操作，且也主要针对前期到期量进行缩量续作。15日，央行开展1年期MLF操作1000亿元，操作利率2.95%，此前为3.15%；提前缩量操作了将于17日到期的2000亿元MLF。24日，央行开展561亿元1年期TMLF操作，操作利率2.95%，此前为3.15%；且操作当日有2674亿元TMLF到期。考虑到市场流动性较为充裕，MLF和TMLF缩量操作也较为符合市场预期。至此，4月公开市场实现净回笼3813亿元。

图表 1：2020 年 4 月公开市场操作情况

时间	公开市场操作：货币净投放（亿元）	资金投放：逆回购（亿）	资金回笼：逆回购到期（亿）	资金投放：MLF/TMLF 投放	资金回笼：MLF/TMLF 回笼
2020/4/27--4/30	0	0	0	0	0
2020/4/20-4/26	-2,113	0	0	561	2,674
2020/4/13-4/19	-1,000	0	0	1,000	2,000
2020/4/6-4/12	-700	0	700	0	0
2020/4/1-4/5	0	0	0	0	0
4月变化幅度		-3,813			

来源：中国人民银行，新华财经

尽管央行在公开市场上未投放流动性，但是继3月13日定向降准后，4月初央行再次进行定向降准，可释放长期资金约4000亿元。4月3日，中国人民银行公告称，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。同时决定，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%。央行有关负责人表示，此次定向降准平均每家中小银行可获得长期资金约1亿元，还可降低银行资金成本每年约60亿元。

该次央行定向降准距离上一次降准（3月13日）仅差距3周的时间，也是今年以来第三次降准。在当前环境下，央行加大逆周期调节力度，体现了稳健货币政策的灵活性，同时针对中小银行的定向降准，更体现调节的精准。与上次降准不同的地方是，该次央行还下调了金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，这是逾十年来首次下调，以此敦促银行加大对企业信贷投放力度。伴随着全面的复工复产，货币政策把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置。

在央行前期大规模公开市场操作，以及年初以来的三次实施定向降准后，银行间市场流动性充裕。DR007今年以来不断下降，至4月底已经降至历史最低位。但是，银行间市场上的流动性充裕能否顺畅传导到实体经济成为市场的一个隐忧。一是在经济下行期，实体经济有效信贷需求不足、企业和个人信用风险加大，银行尽管拿到大量低成本的资金，但是由于信贷风险以及客户需求的问题，仍难以将资金贷出去，以致流动性在银行体系里“淤积”；二是有一些企业利用理财利率和贷款（融资）成本的利差进行套利，先发债融资，再购买理财产品，此点我们在《金融数据前瞻：疫情防控形势向好 3月数据或维持稳定》中也提及。

目前，银行体系内部的流动性十分充裕，暂无必要继续扩大公开市场操作的规模。但考虑到5月面临银行缴准、MLF到期、税款清缴等影响流动性因素的情况下，央行重启逆回购操作可期。

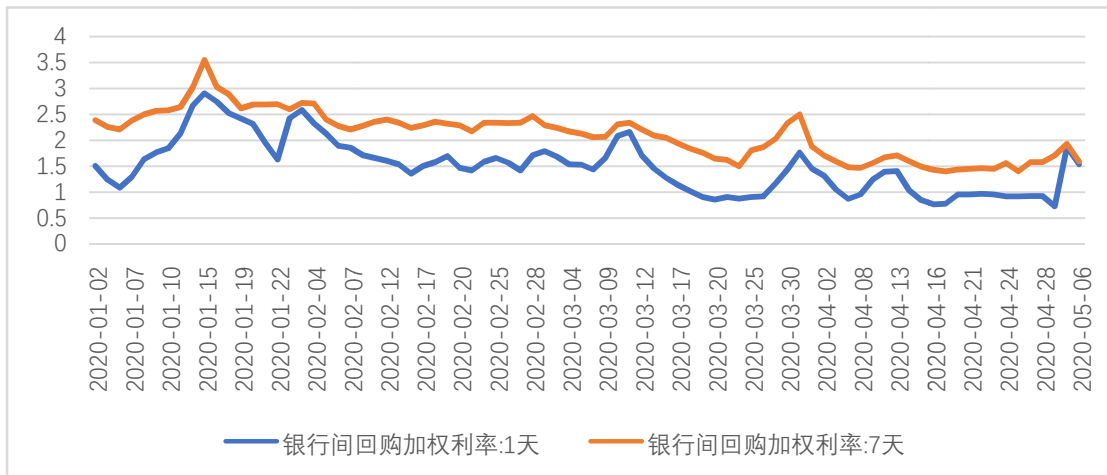
二、资金利率走势：降息周期继续 利率中枢下移

3月30日央行调降了7天逆回购利率20个基点，由此开启了4月新一轮的降息。且该次逆回购20BP的调降力度，较此前5-10BP的变动明显增加。此举一是落实3月27日政治局会议“引导贷款市场利率下行”的要求；二是通过短端利率下行来为下调长端利率提供空间。

随后，4月15日央行实施定向降准并开展MLF操作，操作利率也如期下调20个基点，与逆回购利率下调幅度一致。自此，MLF利率3年来首次跌破3%。该次MLF利率下调幅度与逆回购利率相同，一是显示出政策利率体系联动调整；二是调降幅度较2月增大10个基点，意在释放货币政策逆周期调节力度加大的清晰信号。

4月20日，新一期贷款市场报价利率（LPR）报价显示，1年期下降20个基点至3.85%，5年期以上下降10个基点至4.65%。此次报价创2019年8月改革完善LPR形成机制以来最大单月降幅，也是第二次非对称下降。该次LPR利率下调，有利于进一步降低实体经济融资成本，未来一段时间企业贷款利率会有更大幅度下行，激发企业信贷需求。而该次5年期以上LPR只下降了10个基点，也体现了房地产金融政策的连续性和稳定性，保持了“房住不炒”的精神要求。

图表 2：近期银行间拆借利率及回购利率走势



来源：新华财经

在新一轮利率调降过程中，4月资金利率走势在跨过3月末时点后也一路走低。尽管月初央行在暂停逆回购的情况下，且面临着当月逆回购到期、MLF、TMLF到期等资金回笼因素，但是市场资金利率仍维持在低位运行。

4月初央行宣布降准以来，银行间市场流动性充裕，中长期资金利率出现加速下行，多期限资金利率达到11年来最低点。特别是在4月7日超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%后，隔夜利率“破1”并连创历史新低。4月29日，银行间隔夜回购加权利率跌至0.6561%，创下2006年有记录来盘中新低。随后，虽然临近月末隔夜利率有所上升，4月30日R001报价1.87%，但是流动性仍然保持宽松充裕。

流动性的充足，带来利率中枢的不断下移。我们在4月《2019年存款利率全面上涨，银行负债成本刚性问题仍待缓解》报告中指出，2020年以来，为对冲疫情影响和外部冲击，国内货币政策不断加码，流动性日益充裕，同业拆借利率和债券利率快速大幅走低。2020年以来（截至4月23日），DR007平均水平为2.01%，较2019年平均水平2.54%降低了53个基点。

另一方面，流动性的充足，也涌入了低利率债券市场，为企业发债提供了更低融资成本。年初以来债券市场收益率一路下行，10年期国债收益率跌至2.56%左右，新发债券收益率持续走低，较年初下降超80个基点。

5月伊始，货币市场流动性仍然宽裕，逆回购继续暂停操作。银行间市场上代表性的7天期债券回购利率（DR007）重回1.5%下方，与央行7天逆回购利率（3月30日调降后为2.2%）之间的裂口再度扩大。有分析人士指出，近来市场利率持续大幅低于政策利率，表明市场降息预期浓厚。当前偏松的政策氛围一时很难改变，市场利率与政策利率之间过大的利差，可能主要通过政策利率向市场利率靠拢进行修复。5月，在继续实施定向降准基础上，降息有望，甚至不排除再次迎来“双降”的可能。

三、货币政策展望：货币政策空间充裕 降准降息仍可期

当前我国货币政策空间充裕，货币政策工具种类较多，按照稳健的货币政策要更加灵活适度的要求，降准和降息仍有空间和必要。

4月17日，中共中央政治局会议提出，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。会议明确提出“降准、降息”，意味着货币政策发力空间加大，将保持方向上的定力与节奏上的灵活。未来一方面银行负债端成本有较大下压空间，压缩存款利率上浮比例、规范结构性存款、打击保本型理财等方式都可以限制高息揽储的现象，放松监管限制也可以在一定程度上降低银行成本；另一方面，二、三季度经济下行压力依旧较大，叠加通胀回落，名义GDP增速预计持续处于低位，利率中枢可能继续下移。

除此之外，此前的3000亿元、5000亿元、1万亿元再贷款仍未发放完毕，后续仍要继续向实体经济企业投放。同时，由于疫情对社会经济的影响仍在持续，视疫情发展情况有可能再增加相应再贷款额度。另外，考虑疫情影响下政策对于支持中小企业的要求，以及每年上半年是普惠小微贷款投放的主要时期，预计5月TMLF或继续投放并继续降低利率。

包括MLF利率在内的机构性货币政策利率将继续趋势性下移，而存款基准利率是否会降低多方仍在观望，但预计存款基准利率下调窗口或打开。此前，央行货币政策司司长孙国峰表示，存款基准利率是我国利率体系的压舱石，对于维护存款市场的正常秩序，防止非理性竞争发挥重要作用，因此要长期保留。而在4月3日国务院联防联控机制新闻发布会上，央行副行长刘国强表示，存款基准利率是利率体系的压舱石，调整时要考虑多方面因素，作为货币政策工具可以使用，但要充分评估，考虑老百姓的感受。

尽管目前没有调整存款基准利率，但是银行实际存款利率已经开始下行，类存款产品如货币基金的收益率降到了2%以内，已经低于银行一年期存款实际执行利率。这说明银行为了跟实际收益相匹配，高息揽储的动力也会下降，从而引导存款利率下行。存款基准利率作为货币政策压舱石，有

长期保留的必要，但长远来看要想进一步降低银行成本，彻底疏通货币政策传导机制，仍需考虑存款利率市场化改革。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。