

作者：刁倩

蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：张骥

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



5月流动性观察：MLF利率未调整 6月降准降息可期

5月银行间市场流动性相较于4月略有收敛，央行操作保持定力。当月影响流动性的因素，主要包括政府债券发行、企业所得税汇算清缴等。央行在公开市场实现了净投放5700亿元，并且迎来前期降准的第二批次落地释放长期资金约2000亿元。

资金利率方面，5月初利率走低，随着税期临近、地方债集中发行，5月中旬利率逐渐走高，月末利率略有回升。值得关注的是，当月MLF利率、LPR利率并未如预期调整，但预期落空不一定意味着货币政策收紧。

2020年政府工作报告提出，今年稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。当前，货币政策逆周期调节力度和节奏较之前更加强化，此次政府工作报告再次释放了这一政策信号。考虑到经济刚刚开始复苏，且6月流动性面临多重因素扰动，预估6月降准降息可期。

目录

一、流动性投放：降准第二批次落地 公开市场重启逆回购3
二、资金利率走势：MLF 利率未调整 月末利率略回升5
三、货币政策展望：两会定下政策基调 普惠政策仍将继续6

图表目录

图表 1：2020 年 5 月公开市场操作情况 4
图表 2：2020 年来 R001 和 R007 近期走势 5

5月流动性观察：MLF利率未调整 6月降准降息可期

5月银行间市场流动性相较于4月略有收敛，央行操作保持定力。当月影响流动性的因素，主要包括政府债券发行、企业所得税汇算清缴等。为保持流动性合理充裕，央行在月末重启了公开市场7天逆回购操作，结束了此前连续37个交易日的暂停。而央行在公开市场实现了净投放5700亿元，并且迎来前期降准的第二批次落地（4月3日降准分两次落地），释放长期资金约2000亿元。考虑到6月份将迎来较大规模的MLF到期、政府债券的发行，以及季末考核，央行除了MLF操作外也或将再次降准以为市场提供长期流动性。

资金利率方面，5月初利率走低，随着税期临近、地方债集中发行，5月中旬利率逐渐走高，月末利率略有回升。值得关注的是，5月MLF利率、LPR利率并未如预期调整，但预期落空不一定意味着货币政策收紧。

2020年政府工作报告提出，今年稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。当前，货币政策逆周期调节力度和节奏较之前更加强化，此次政府工作报告提出的关于货币供应量和社融的新目标，再次释放了这一政策信号。考虑到经济刚刚开始复苏，且6月流动性面临多重因素扰动，预估6月降准降息可期。

一、流动性投放：降准第二批次落地 公开市场重启逆回购

5月，央行在公开市场流动性投放中灵活适度，相对于4月公开市场流动性的宽裕情况稍有收敛。5月15日，央行开展MLF操作1000亿元，但利率未调整，维持2.95%利率不变；考虑到5月14日有2000亿元MLF到期，当周央行公开市场净回笼1000亿元。

此外，5月15日，央行此前降准第二批次落地，农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行第二次存款准备金率调整，释放长期资金约2000亿元。

受“五一”假期影响，5月税期申报延后至5月22日，使得税期走款延续到最后一周。5月作为缴税大月，虽然政策允许纳税延迟且加上税收减免、延后，但对资金面仍有一定影响。同时，考虑到5月最后一周地方债发行缴款金额较大，可能对银行间市场流动性产生一定程度的冲击。截至5月28日，云南省、江苏等17个省市集中于5月最后一周完成多期地方债招标结束。为保持流动性合理充裕，央行于5月26日在公开市场重启逆回购，结束此前连续37个交易日暂停。而随着月末的临近，央行在公开市场也不断加大逆回购操作力度：26日开展100亿元逆回购操作；27日开展1200亿元逆回购操作；28日开展2400亿元逆回购操作；29日开展3000亿元逆回购操作。截至5月31日，央行5月在公开市场实现净投放约5700亿元。资金面的收紧是短期的变化，预估6月将回归宽松常态。

图表 1：2020 年 5 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
2020/5/25--5/31	6,700	6,700	0	0	0
2020/5/18-5/24	0	0	0	0	0
2020/5/11-5/17	-1,000	0	0	1,000	2,000
2020/5/4-5/10	0	0	0	0	0
2020/5/1-5/3	0	0	0	0	0
5 月变化幅度		5,700			

来源：人民银行，新华财经

此外，近期关于财政赤字货币化有许多的讨论，而讨论的起点在于特别国债。今年的财政预算报告披露，抗疫特别国债期限以10年期为主，与中央国债统筹发行。抗疫特别国债利息由中央财政全额负担，本金由中央财政偿还3000亿元，地方财政偿还7000亿元，具体发行方式并未明确。当前财政赤字货币化引发争论，焦点在于1万亿元规模的抗疫特别国债将以何种形式发行。如果特别国债的发行方式改为由央行来负责购买，将会对未来银行间的流动性产生深远影响。

此前，中国财政科学研究所所长刘尚希提出，“是否可以考虑财政赤字适度货币化？这次的特别国债，由央行直接零利率购买”。随后引发了学界的大讨论。央行货币政策委员会委员马骏发表文章指出，尽管今年我国要比去年多发一些国债、特别国债和地方政府专项债，其规模并不会太离谱，完全可以在现有的财政与金融之协同框架下有序进行。清华大学五道口金融学院理事长吴晓灵5月17日也撰文指出，中国市场仍有一定的政府债券容纳能力，中国人民银行没有必要在一级市场直接购买政府债券，应该通过公开市场买卖政府债券向市场提供必要的流动性支持。

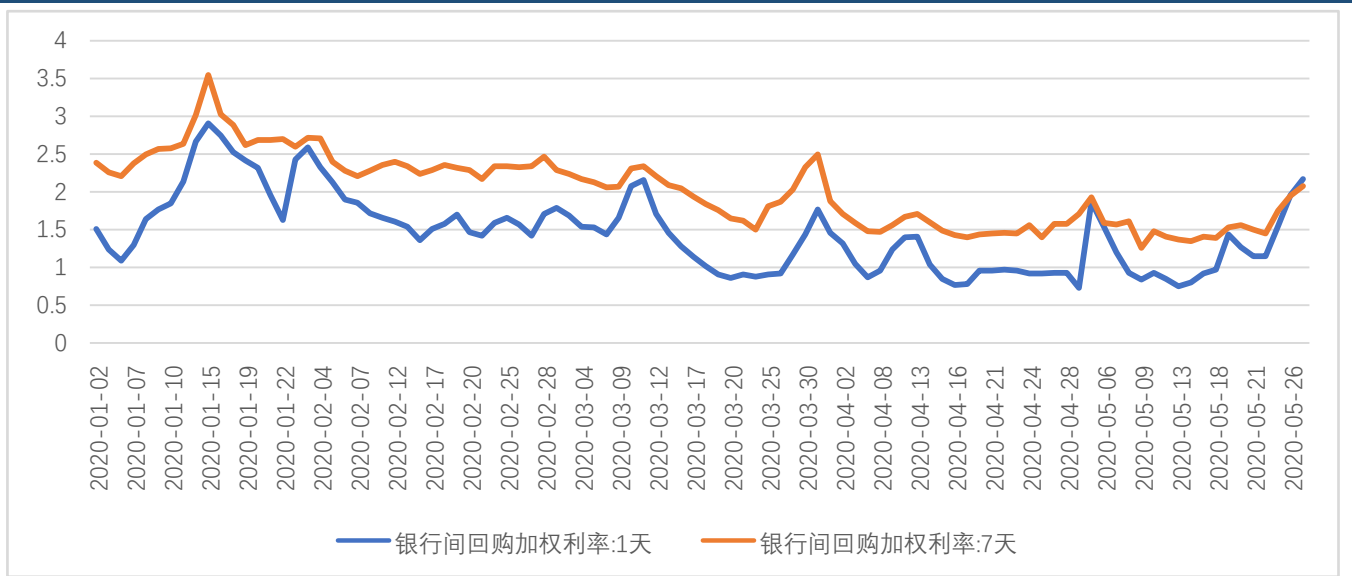
关于6月份流动性预期，分析人士认为，6月份整体流动性环境将保持合理充裕，对于即将到来的5700亿逆回购，以及7400亿MLF到期，央行可能会相应开展操作予以对冲和续作。同时，考虑到政府债券的净发行量也将达1万亿元，尤其是特别国债的发行，为配合债券的发行6月份有可能会开展降准操作，给予商业银行流动性支持。

二、资金利率走势：MLF利率未调整 月末利率略回升

5月资金利率在跨过4月末后逐渐走低，13日存款类机构质押式回购DR001盘中交易利率低至0.54%，创下历史新低；银行间质押式回购利率R001当日加权利率0.75%，也创下月中新低，并持续多日位于1%以下。

随着税期缴款、地方债缴存等因素扰动流动性，资金利率在月中后逐渐走高，临近月末利率有所回升。5月27日，R001和R007双双重回2%以上，这是自3月末以来R001和R007再次回到2%以上。

图表 2：2020 年来 R001 和 R007 近期走势



来源：新华财经

5月15日，央行开展MLF操作时并未如期调降利率。分析认为，一是近期银行间资金利率不断走低，R001和R007均长时间徘徊在1%附近，在当前流动性充裕、社融数据较好的情况下，“降息”并不迫切；二是4月经济数据也显示主要指标呈现积极变化，表明我国宏观经济整体态势向好。因此，预计货币政策节奏不再像疫情严峻期间接连释放宽松信号、进行一系列密集操作，而是调整节奏、配合经济复苏进程，先保留一定宽松空间。预估后续为配合政府债券发行及降低融资成本，“量宽价降”依旧可期。随着形势变化，货币调控节奏和力度可能更灵活，结构性政策拥有更大的施展空间。

5月20日，LPR报价也与上月持平，1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.85%。5年期贷款市场报价利率（LPR）为4.65%。由于5月MLF利率未调降，LPR报价基准未变化。同时，由于现在银行息差缩窄，银行在LPR报价上加一点难以调降。

纵观LPR报价机制改革以来，贷款实际利率已经大幅下调。5月10日央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》指出，4月中旬一般贷款中利率低于贷款基准利率0.9倍的贷款占比为

28.9%，是LPR改革前2019年7月的3倍，贷款利率的隐性下限已完全被打破，贷款利率定价的市场化程度明显提高。

随着贷款利率市场化不断推进，息差收窄也倒逼银行不断尝试降低负债成本。融360大数据研究院监测的数据显示，4月份发行的大额存单，除了5年期利率，其他期限平均利率均环比下跌。其中，3年期跌幅最大，在存款基准利率的基础上平均上浮幅度首次降至50%以内，其他期限平均上浮幅度则依然在50%以上。

未来LPR或将继续下降。今年的政府工作报告指出，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

从2019年8月LPR改革以来，2019年11月MLF利率第一次下调，随后2020年2月MLF利率下调，4月再次下调。若照两个月一次调降节奏来看，预估6月大概率将再迎来下一次降息。

三、货币政策展望：两会定下政策基调 普惠政策仍将继续

央行操作保持定力。此前5月14号的MLF操作和5月20号的LPR报价均保持不变，此次逆回购利率不变，5月的降息预期基本落空。但此次降息预期的落空不一定意味着货币政策收紧。国内疫情逐渐向好，宏观经济仍在复苏途中，货币政策的收紧应等到经济数据连续好转。政府工作报告对货币政策的定位仍然是稳健，但从具体的要求来看，今年的货币环境会比以往更加宽松。

中国民生银行首席研究员温彬指出，要运用好总量和结构性政策工具，通过降准、公开市场操作、MLF投放等政策工具组合使用，确保市场流动性合理充裕，支持政府债券发行、加大对民营企业 and 中小微企业支持力度，更好地发挥金融对实体经济的支持作用。

两会定下政策基调。政府工作报告提出，今年稳健的货币政策要更加灵活适度，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。当前，货币政策逆周期调节力度和节奏较之前更加强化，此次政府工作报告提出的关于货币供应量和社融的新目标，再次释放了这一政策信号。正如财信证券首席经济学家伍超明称，在流动性供给上，年内全面和定向降准可期，广义货币供应量和社会融资规模增速将持续高于名义GDP增速；在资金价格上，政府工作报告提出降息，且提出创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。中南财经政法大学数字经济研究院执行院长盘和林预测，未来LPR仍有下降空间，但具体下降空间有多大，还将取决于下半年是否下调存款利率，如果存款利率不下调的话，资金成本还是会受到一定制约，LPR下调的空间也会遇到阻力。

普惠政策仍将继续。近日，人民银行创设两个直达实体经济的货币政策工具——普惠小微企业

贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。普惠小微企业贷款延期支持工具将提供400亿元再贷款资金，通过特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向地方法人银行提供激励。至于普惠小微企业信用贷款支持计划，即由人民银行提供4000亿元再贷款资金，通过SPV与地方法人银行签订信用贷款支持计划合同的方式，购买地方法人银行新发放的部分普惠小微信用贷款。目前计划安排6月份、7月份、10月份、明年1月份四次批量购买。这个政策落地后，可带动相关的地方法人银行新发放普惠小微信用贷款接近1万亿元。去年这些银行发放的信用贷款大概是3000多亿元，人民银行希望通过这一政策工具能够产生“倍增”的效应，使小微企业申请贷款时能够实实在在地感到变化，大幅度提高小微企业信用贷款的发放比例。两项政策提供的量较大，短期之内对银行的流动性可能产生一定的影响。因此，预计人民银行将综合运用货币政策工具，保持银行流动性的合理充裕。

上述两项新的政策工具和现有的货币政策工具、降息降准政策工具并不矛盾。延期还本付息政策，是一种在特别时期的特别监管政策安排。普惠小微企业信用贷款支持计划和以往的货币政策工具有差别，它融合了一些要素，直接向中小金融机构购买小微企业的信用贷款，是一种短期的政策安排。人民银行副行长潘功胜指出，“这些政策无论从性质上和规模上都谈不上量化宽松。中国和国际上其他一些发达经济体比较，中国的货币政策工具的空间还是有的，仍然处于常态化的货币信贷政策的范畴里面。”

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。