

6月流动性观察：宽松预期有所收敛 结构性货币政策将成重点

作者：刁倩 蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：范珊珊

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



6月央行在公开市场操作频繁，单月操作量是仅次于2020年2月以来的第二高操作量。但是当月整体货币政策工具操作以流动性回笼为主，实现净回笼6000亿元。为保证资金面平稳跨过季末及半年末，央行重启14天逆回购操作。而临近季末及半年末，财政支出力度有所加大，跨月流动性紧张有所缓解。

6月资金利率自跨过5月末有过短暂下行后，整体趋势不断回升。6月下旬跨月资金利率逐渐走高，最高点已经回到疫情暴发前的1月中下旬状态。近期央行加强了对资金空转套利行为的规范和治理，政策工具使用更加谨慎，宽松预期已有所收敛。

今年预期全年货币政策总体宽松的基调不变。6月24日，央行召开2020年第二季度例会。相比一季度例会，本次例会删除了“宏观杠杆率基本稳定”的表述，主要是由于货币宽松，今年一季度宏观杠杆率出现明显上升。本次例会提出了“总量适度”的新要求，预期接下来结构性货币政策将是重点。此外，6月30日，央行决定于2020年7月1日起下调再贷款、再贴现利率，体现出对实体经济薄弱环节的定向支持。

目录

一、流动性投放：公开市场操作频繁 流动性回笼为主.....	3
二、资金利率走势：MLF 利率未调整 跨月利率高点回升至疫情前.....	4
三、货币政策展望：总基调不变 结构性政策将成重点.....	5

图表目录

图表 1：2020 年 6 月公开市场操作情况.....	3
图表 2：2020 年来 R001 和 R007 近期走势.....	4

6 月流动性观察：宽松预期有所收敛 结构性货币政策将成重点

6月央行在公开市场操作频繁，单月操作量是仅次于2020年2月以来的第二高操作量。但是当月整体货币政策工具操作以流动性回笼为主，实现净回笼6000亿元。为保证资金面平稳跨过季末及半年末，央行重启14天逆回购操作，并补降利率20基点，以维持与7天逆回购利率合理利差。而临近季末及半年末，财政支出力度有所加大，跨月流动性紧张有所缓解。

6月资金利率自跨过5月末有过短暂下行后，整体趋势不断回升。由于5月降息预期落空，市场普遍预计6月会迎来下一次利率调整；但当月MLF利率以及LPR利率均保持不变。由于跨季末及半年末，6月下旬跨月资金利率逐渐走高，最高点已经回到疫情暴发前的1月中下旬状态。近期央行加强了对资金空转套利行为的规范和治理，政策工具使用更加谨慎，宽松预期已有所收敛。

目前来看，预期全年货币政策总体宽松的基调不变。6月24日，央行召开了2020年第二季度例会。相比一季度例会，本次例会删除了“宏观杠杆率基本稳定”的表述，主要是由于货币宽松，今年一季度宏观杠杆率出现明显上升。本次例会提出了“总量适度”的新要求，预期接下来结构性货币政策将是重点。此外，6月30日，央行决定于2020年7月1日起下调再贷款、再贴现利率。由于下调再贷款、再贴现利率具有很强的定向性，体现出对实体经济薄弱环节的定向支持，也是对国常会上提出的对“银行让利实体经济”的重要落实。

一、流动性投放：公开市场操作频繁 流动性回笼为主

6月以来，央行在公开市场操作频繁。由于公开市场逆回购到期、政府债券发行缴款，以及金融机构缴存法定存款准备金等因素影响，央行自月初便在公开市场开展逆回购操作，释放流动性进行对冲。而临近月中，6月有7400亿中期借贷便利(MLF)到期，分别是6月8日到期5000亿、6月19日到期2400亿。同时，配合债券发行，尤其是特别国债的发行，市场普遍预计6月份有可能会开展降准操作，给予商业银行流动性支持。但是央行对于MLF到期，只于6月15日进行一次2000亿元缩量MLF续作。此次，中长期流动性实现了净回笼5400亿元。央行流动性投放力度表现谨慎。近期国常会上明确，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕。因此，此次中长期流动性的回笼或将通过其他方式投放，比如通过再贷款以及直达实体经济的货币政策工具完成。

同时，央行为了维护半年末流动性平衡，重启了14天期逆回购操作。考虑到临近季末及端午节，因缴税、居民取现等因素会导致银行间流动性暂时性紧张，央行进行14天逆回购投放，保障跨半年资金面的平稳。此外，半年末及季度末财政支出力度也有所加大，月末流动性紧张将有所缓解。

图表 1：2020 年 6 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:	资金回笼:	资金投放:	资金回笼:
		逆回购 (亿)	逆回购到 期 (亿)	MLF/TMLF 投放	MLF/TMLF 回笼
2020/6/29--6/30	-300	1,000	1300	0	0
2020/6/22-6/28	3,800	5,000	1,200	0	0
2020/6/15-6/21	-2,000	2,600	4,200	2,000	2,400
2020/6/8-6/14	-3,000	4,200	2,200	0	5,000
2020/6/1-6/7	-4,500	2,200	6,700	0	0
6月变化幅度		-6,000			

来源：中国人民银行，新华财经

回顾6月，央行开展7天逆回购以及重启14天逆回购进行滚动操作，已经累计操作15000亿元且操作次数增加。该单月操作量是仅次于2020年2月以来的第二高操作量。但是当月整体货币政策工具操作以流动性回笼为主，实现净回笼6000亿元。

二、资金利率走势：MLF利率未调整 跨月利率高点回升至疫情前

6月资金利率自跨过5月末有过短暂的下行后，整体趋势不断回升。由于5月降息预期落空，市场普遍预计6月会迎来下一次利率调整。但当月MLF利率以及LPR利率均保持不变。由于6月跨半年末、季末，下旬跨月资金利率逐渐走高，最高点已经回到疫情突发前的1月中下旬状态。

图表 2：2020 年来 R001 和 R007 近期走势



来源：新华财经

6月18日，央行重启14天逆回购操作，并调降利率20个基点。需指出的是，此次下调主要是跟随前期7天逆回购利率的调降而进行的补降，使得二者的利差保持稳定。

6月15日，MLF操作时利率未进行调降，保持在2.95%。22日，贷款市场报价利率（LPR）也“按兵不动”，1年期LPR为3.85%，5年期以上LPR为4.65%。一方面，自去年三季度LPR改革以来，按季度依次下降11BP、5BP、10BP，而二季度已经下降了20BP，LPR调降幅度已经不小；另一方面，央行加强了对资金空转套利行为的规范和治理，政策工具使用更加谨慎，宽松预期有所收敛。

近期监管部门打击资金空转套利频出招。人民银行副行长潘功胜表示，金融机构要防范道德风险和金融风险，比如资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金套利等现象。也有监管人士透露，近期通过大数据发现一些企业在疫情期间一边拿到银行贷款，一边又去买理财进行套利，甚至违规进入股市、房地产等限制性领域。

实际上，4月以来，央行货币政策操作就有了遏制资金空转套利的考虑。4月，逆回购操作整月停摆。进入5月，逆回购操作零星出现。在此背景下，资金利率结束年初以来3个多月的下行。4月中旬起，资金利率在底部“横盘”，并于5月下旬大幅上行。从控制套利与支持逆周期调整的政策组合考虑，央行仍需要进一步引导市场利率在一个更为合适的区间。

此外，6月17日，国务院常务会议召开，要求通过降低贷款利率、债券利率等手段，让金融系统在今年向各类企业合理让利1.5万亿元。同时，综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕。

本次国常会未提及降息政策，更多着眼于推动金融系统向实体经济合理让利，通过进一步压缩利差来降成本。预计未来利率调降节奏或将放缓，且利率整体走势也难以再回到最宽松时期。

三、货币政策展望：总基调不变 结构性政策将成重点

今年预期全年货币政策总体宽松的基调不变。一是两会提出“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。”二是虽然当前国内统筹疫情防控和复工复产取得重大阶段性成果，各类经济指标出现边际改善，但全球疫情和世界经济形势依然严峻复杂，国内防范疫情反弹任务仍然艰巨繁重，给我国经济发展带来风险和挑战。但相较之前较为宽松的货币政策，接下来的货币政策将呈现边际收紧的态势。

总量适度，促进金融与实体经济良性循环。6月24日召开的中国人民银行货币政策委员会2020年第二季度例会总结了此次在应对疫情带来的冲击上，稳健的货币政策体现了前瞻性、针对性和逆周期调节的要求，并大力支持疫情防控、复工复产和实体经济发展，让金融风险得以有效防控，使金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革效果显现，货币传导效率增强，贷款利率明显下降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性提升，应对外部冲击的能力增强。

值得注意的是，相比一季度例会，本次例会删除了“宏观杠杆率基本稳定”的表述，主要是由于货币宽松，今年一季度宏观杠杆率出现明显上升。国家金融与发展实验室发布的报告显示，一季度实体经济杠杆率大幅攀升，从2019年末的245.4%升至259.3%，一个季度上升了13.9个百分点。因此，一季度例会要求“加大宏观政策逆周期调节力度”，而本次例会则小幅调整为“加大宏观政策调节力度”。

有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。本次例会提出“总量适度”的新要求，预期接下来结构性货币政策将是重点。央行6月1日已发布两项新的货币信贷政策工具，中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策以及普惠小微企业信用贷款支持计划，以缓解中小微企业的还本付息压力，促进银行加大中小微企业信用贷款的投放，支持更多的小微企业获得免抵押、免担保的信用贷款支持，加强对中小微企业的金融服务能力，以稳企业保就业。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，既能帮助银行降低负债成本，补充银行流动性，也能激励银行增加对小微企业的贷款支持，促进宽信用。更为重要的是，该工具更能体现精准滴灌作用，央行释放多少流动性，实体就获得多少流动性支持，是纯粹的宽信用工具。

总体来看，下半年货币政策将保持流动性合理充裕，预计带动全年人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模增量将超过30万亿元。但是在总体宽松的基调上，货币政策将会边际收紧，在总量适度的要求下，央行将会综合运用并创新多种货币政策工具，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”。

6月30日，央行决定于2020年7月1日起下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点，调整后，3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为1.95%、2.15%和2.25%。再贴现利率下调0.25个百分点至2%。此外，央行还下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点，调整后，金融稳定再贷款利率为1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。

本次央行下调再贷款、再贴现利率，意在增强银行投放小微三农贷款的动力，也可以适当补偿银行承担的信用风险，提升银行信贷投放动力，是让利实体经济的方式。此次下调再贷款、再贴现利率体现出央行控制套利、防止资金空转采取了“两手抓”政策：一方面，压降市场套利空间，驱动更多市场资金投向实体经济；另一方面，通过这种模式降低存贷款市场价格，以优惠利率向中小微企业提供贷款，支持实体经济。

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。