

全面复盘新冠疫情以来商业银行流动性操作

——流动性周报第40期（2020.2.10-2.16）

行业周报

全面复盘新冠疫情以来商业银行流动性操作。我们基于流动性运行的线索，全面复盘了新冠疫情以来商业银行流动性管理操作：

- ◆ 一是“五大因素”预示2月3日复工日流动性将趋于紧张。包括大额支付系统延后使得节后央行投放的资金面临集中到期、现金漏损对流动性的负面影响较往年更长、金融市场避险性因素增加对流动性形成冻结、银行一般存款大幅下滑导致日间流动性承压以及企业生产经营活动中断带动预防性资金需求增加。
- ◆ 二是一般存款“负债荒”导致商业银行日间流动性承压。受经济活动放缓导致信用体系出现收缩、年末和节前冲高的主动负债面临到期无法承接、线上消费使得支付机构分流银行存款、和流动性结构性不平衡尚未恢复等因素影响，近期银行出现一定程度的核心“负债荒”，对商业银行日间流动性造成了一定冲击。为此，司库主要通过申请OMO、压降司库储备资产、发行存单以及短期拆借（资金业务转向净融入）等方式，维持备付金规模处于合意水平。
- ◆ 三是银行间市场资金已现“淤积”迹象，隔夜利率再度逼近1%关口。市场流动性经历短暂趋紧后很快得到缓解，近期隔夜资金价格再度逼近1%关口。我们认为，央行巨额流动性投放、负面扰动因素减弱和疫情期间银行资产投放节奏放缓，造成资金来源与运用不匹配程度加深，进而使得流动性淤积于银行间市场，导致隔夜利率出现大幅下降。
- ◆ 四是未来信贷投放有望恢复，资金淤积现象将得到缓解，市场流动性总体偏乐观。结合近期政治局会议精神、2003年“非典”时期的信贷投放表现以及以往资金价格运动规律来看，隔夜利率持续位于“1”附近并不可持续，随着未来疫情的改善、企业相继复工以及经济活动景气度的回复，银行信贷投放有望加速发力，资金淤积现象也有望得到缓解，隔夜利率也最终会回归至合理水平。
- ◆ 1月信贷投放有望超过3万亿，2月以来的信贷投放呈现“供给偏松、需求偏弱”特点，对一季度信贷投放不必过于悲观。1月份信贷、社融增长“两暖”，受早春影响，1月中上旬信贷投放规模已奠定全月增量，其中基建与房地产相关领域信贷投放进度较快，个人信贷稳步增长。初步预计，1月新增人民币贷款有望保持在3万亿以上。2月以来，信贷投放呈现“供给偏松、需求偏弱”的特点：一是适度提前了全年信贷投放计划，针对抗击疫情重点领域和重点区域设置了专项信贷资源额度。二是2月份信贷需求不旺，对公贷款投放好于零售领域，大行好于小行，个人消费由于按揭摊还影响仍呈现负增长，信用卡投放景气度较低。三是全国已有近30个地区出台了鼓励（或强制）的定价优惠或者利息减免政策，要求对受疫情影响大的行业予以支持。一季度季看，预计信贷增量好于去年同期。
- ◆ 风险提示：疫情对宏观经济负面影响加大，银行资产质量加剧承压。

买入（维持）

分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

wangyf@ebcn.com

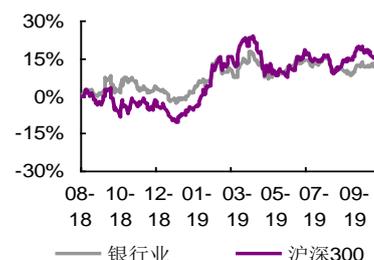
联系人

董文欣

010-56513030

dongwx@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

- 疫情时期的货币政策、流动性与信贷投放的“量价”配置——流动性周报第39期
.....2020-2-7
- 春节前流动性热点：TMLF、LPR与普惠金融定向降准——流动性周报第38期
.....2020-1-17
- 金融主管部门的2020年工作会议释放了哪些信号？——流动性周报第37期
.....2020-1-10
- 2020年“早春”对信贷投放影响几何？——流动性周报第36期
.....2020-1-5

目录

1、 全面复盘新冠疫情以来商业银行流动性操作	3
1.1、“五大因素”预示2月3日复工日流动性将趋于紧张	3
1.2、一般性存款“负债荒”导致商业银行日间流动性管理承压	4
1.3、银行间市场资金已现“淤积”迹象，隔夜利率再度逼近1%关口	5
1.4、未来信贷投放有望恢复，资金淤积现象将得到缓解	7
2、 贷款运行情况	7
2.1、1月信贷社融增量有望“两暖”，2月以来信贷投放呈现“供给偏松 VS 需求偏弱”的特点	7
3、 风险提示	8

1、全面复盘新冠疫情以来商业银行流动性操作

新冠病毒疫情蔓延以来，商业银行作为流动性传导链条“承上启下”的重要环节，通过相应操作保障了自身流动性安全，市场流动性也经历了从紧张到宽松的演变。以下，我们基于流动性运行的线索，全面复盘新冠疫情以来商业银行流动性管理操作。

1.1、“五大因素”预示2月3日复工日流动性将趋于紧张

从往年规律来看，春节过后随着居民现金回流至银行体系，市场流动性会比较充裕，央行在节后往往也会相应回笼基础货币。但今年由于疫情原因，有“五大因素”决定了月3日复工后流动性将趋于紧张。

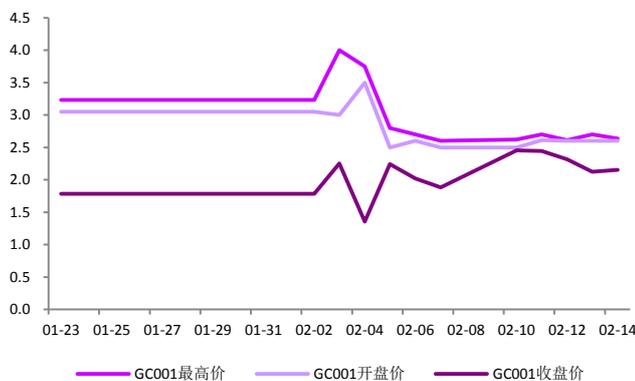
一是大额支付系统延后使得节后央行投放的资金面临集中到期。为满足春节前夕市场流动性需求，央行布局了大量跨春节资金，累计投放金额达1.7万亿，其中1月29日-2月5日到期规模达1.18万亿元。由于大额支付系统延后至2月3日重启，导致春节假期后市场面临较大规模资金集中到期。

二是现金漏损对流动性的负面影响较往年更长。今年春节假期延长以及居民外出活动减少，使得居民现金回流银行体系的节奏放缓，对流动性的负面影响较往年更长。

三是金融市场避险性因素增加对流动性形成冻结。疫情使得国内资本市场停市时间延长，国际市场对此事件反应较大。随着A股市场节后开市，金融市场避险情绪升温，股、债、汇、商品市场剧烈震荡，市场流动性有所冻结，各类金融机构备付金基准水位线抬升。

图1:春节前后CG001运行情况

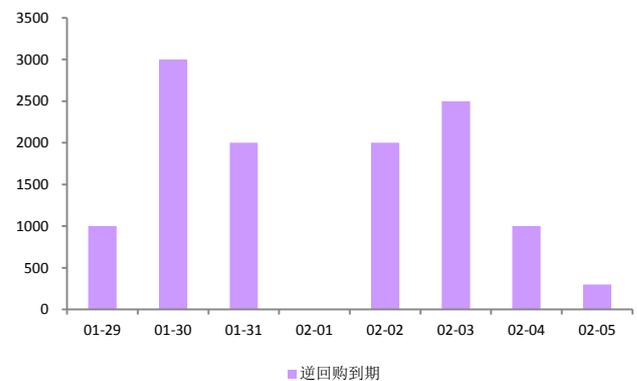
单位:%



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图2:逆回购到期情况

单位:亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

四是银行一般存款大幅下滑导致日间流动性承压。受疫情影响，部分银行年底为冲规模而吸收的大额存单、结构性存款以及私行产品面临到期无法承接的问题，一般存款规模大幅下滑，日间流动性显著承压，对市场化资金需求进一步提升。

五是企业生产经营活动中断带动预防性资金需求增加。疫情发生后，国家对于疫情管控的措施不断升级，整体经济活动陷于停滞。特别是疫情较为严重的湖北、广东等地区，生产配套资料短缺、交通运输阻滞等问题使得企业现金流面临较大压力，供应链受阻带来预防性资金需求显著上升。

可以看到，2月3日开市后，资金面开市承压。当日 Shibor 和 DR 利率较节前均出现不同程度上行，需要注意的是，GC001 开盘后一度大幅上行，反映出在避险情绪推动下，传统资金大行开启防御模式，部分非银机构转向交易所市场融资，进而大幅推升了交易所回购利率。

1.2、一般性存款“负债荒”导致商业银行日间流动性管理承压

受本次新冠疫情影响，复工以来银行体系出现一定程度的“负债荒”，一般存款较节前出现下降，也对商业银行日间流动性造成了一定冲击。

一是经济活动放缓导致信用体系出现收缩。一般而言，流动性的运转必须建立在经济活动基础之上。随着国家对疫情防控力度的不断升级，整体经济活动显著放缓，企业生产经营的停滞导致信贷需求下降。2月中上旬，部分商业银行信贷投放较节前出现负增长，特别是消费贷、信用卡以及票据贴现出现明显下降，反映出整体信用体系出现一些收缩迹象，这将对负债增长形成负贡献。

二是年末和节前冲高的主动负债面临到期无法承接的困境。据了解，节后复工以来，部分商业银行对公存款降幅明显，主要是因为去年年末和春节前夕为冲规模而吸收的大额存单、结构性存款和对公理财因疫情影响而无法承接，进而导致银行负债端出现一定压力。

三是线上消费使得支付机构备付金规模提升。受疫情影响，春节期间及复工后居民消费更加依赖于线上渠道，由于央行要求支付机构备付金 100% 缴存，通过支付媒介付款一定程度上分流了银行存款。

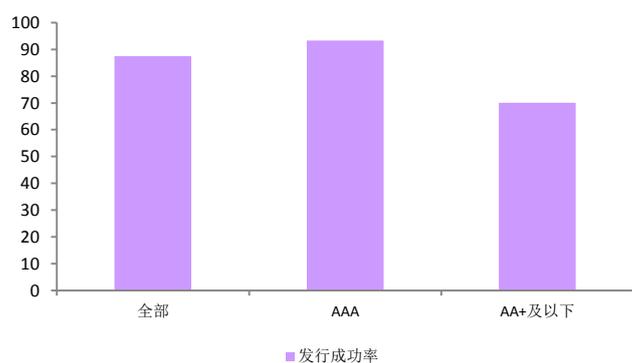
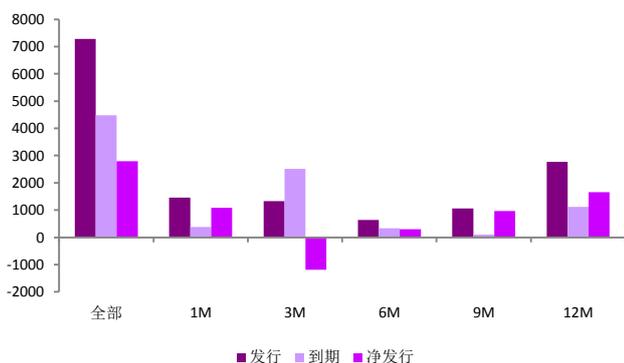
四是核心负债分布不平衡状况尚未恢复。春节前后，资金往往遵循从“城市——农村——城市”的运动过程，而银行体系由于网点分布的不均衡将导致不同机构间的负债能力差异，当复工推迟，阻滞资金运动时，网点分布集中于大中城市的股份行、城商行核心负债相对承压。

图 3：春节后存单发行与到期情况

单位：亿元

图 4：春节后存单发行成功率

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据为 2020 年 2 月 3 日到 2 月 14 日

资料来源：Wind，光大证券研究所；数据为 2020 年 2 月 3 日到 2 月 14 日

在上述四方面因素影响下，商业银行日间流动性有所承压。为此，司库主要通过申请 OMO、压降司库储备资产、发行存单以及短期拆借（资金业

务转向净融入)等方式,维持备付金规模处于合意水平。从近期商业银行存单发行情况来看:

(1) 2月3日-14日期间,累计发行存单规模7281亿元,净发行2799亿元,期限主要以1-3个月和1年期为主。

(2) 全部存单实际发行占计划发行比例为87.4%,其中AAA级存单发行成功率93.3%,AA+及以下发行成功率为70.1%,明显高于包商银行事件时期水平,显示当前市场信心较为稳定,配置需求依然较强。

(3) 国股和城商行存单利率整体趋于下行,各期限降幅基本保持在10-40bp水平,其中国股1M存单利率降幅尤为明显,较节前下降超过70bp。

图5: 国股存单发行利率

单位: %

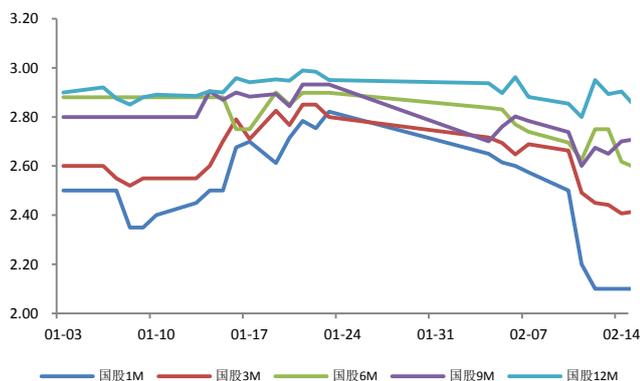
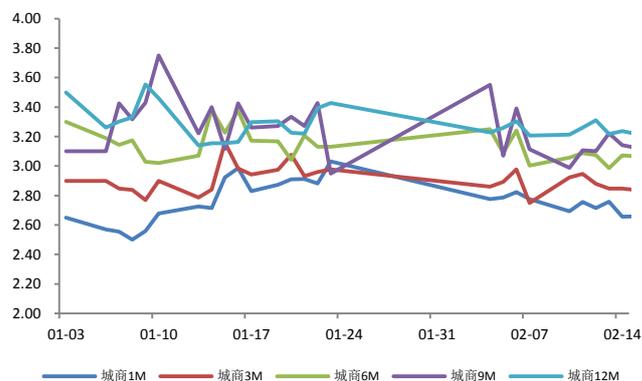


图6: 城商行存单发行利率

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至2020年2月14日

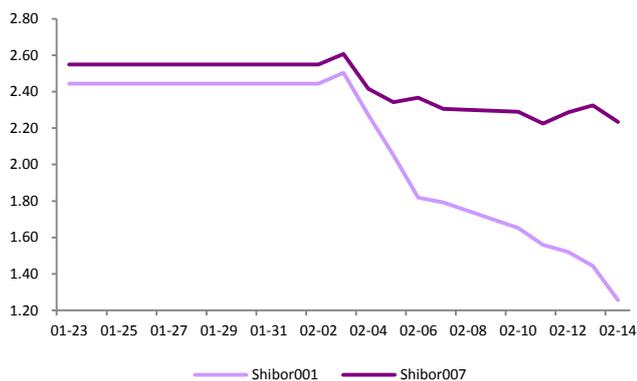
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至2020年2月14日

总体而言,面对节后一般性存款的大幅下降,银行司库采取的操作策略主要是通过市场化资金进行弥补。在央行逆周期调节呵护之下,短端资金利率有望持续保持低位,这也给银行流动性补充创造了比较好的市场环境,通过短期拆借的滚动操作有助于节约流动性管理成本。

1.3、银行间市场资金已现“淤积”迹象,隔夜利率再度逼近1%关口

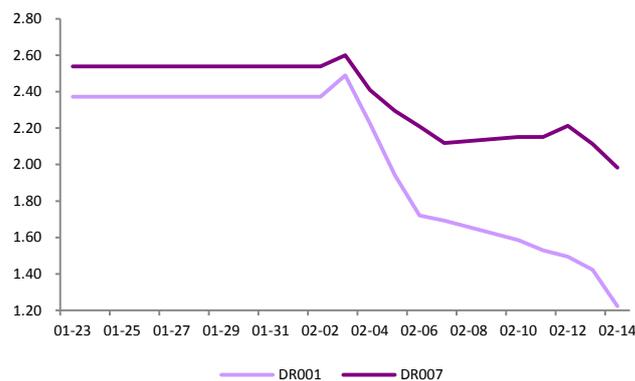
可以观测到,资金市场流动性经历短暂趋紧后很快得到缓解。截止2月14日,Shibor007和DR007较2月3日下行约30bp。农历正月十五之后,随着复产复工的推进,近期隔夜资金价格大幅下降,截止2月14日,Shibor001和DR001分别为1.25%和1.22%,再度逼近1%关口。

图 7: 春节前后 Shibor 运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 2 月 14 日

图 8: 春节前后 DR 运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 2 月 14 日

对于本次隔夜利率再度逼近 1% 关口, 我们认为是央行大规模资金投放与资金回流银行体系相互叠加效应。具体而言:

一是央行节后两周流动性净投放创近年来新高。2 月 3 日-14 日期间, 央行通过公开市场操作投放资金 2.7 万亿, 累计实现资金净投放 10400 亿元, 且下调了 OMO 利率 10BP。对比看, 2017-2019 年节后两周, 央行分别净投放流动性-6030、5000 和-10130 亿元, 即为应对疫情对宏观经济、流动性和金融市场带来的一系列影响, 今年央行在春节复工后两周内投放的流动性规模创近年来新高。

二是复产复工推动资金回流银行体系。如前所述, 2 月 3 日开市之时对资金面影响的负面因素随着市场的稳定运行, 复产复工带动资金回流银行体系, 也会对前期较高的临时性备付要求形成放松。

三是疫情使得银行信贷投放节奏放缓。2 月份以来, 经济活动大幅放缓也在深刻影响银行信贷行为, 零售信贷出现“塌方式”下滑, 特别是信用卡、消费贷降幅明显, 对公信贷投放也不如 1 月份需求良好, 票据贷款同样出现下降。资金运用渠道的萎缩使得银行备付规模较高。

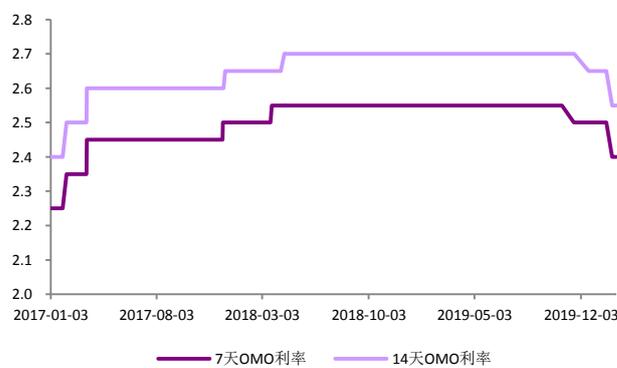
因此, 央行巨额流动性投放、资金逐步回流、和疫情期间银行资产投放节奏的放缓, 造成资金来源与运用不匹配程度加深, 进而使得流动性淤积于银行间市场, 导致隔夜利率出现大幅下降。

图 9: 近年来春节复工后两周流动性情况 单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 10: OMO 利率运行情况 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 截至 2020 年 2 月 11 日

1.4、未来信贷投放有望恢复，资金淤积现象将得到缓解

我们多次强调，无论是“非典”还是本次疫情，不同于其他自然灾害，其不构成物质灭失，对经济的影响更多作用于恢复力强的第三产业上，待疫情得到控制后，这些行业具有较强的恢复能力，甚至还会因为补偿性效应而出现更好的增长。但短期内，需要重视抗风险能力较弱的小微企业和个人经营性贷款，需要金融机构与企业“共克时艰”。

近期，中央政治局会议指出，“非疫情防控重点地区要以实行分区分级精准防控为抓手，统筹疫情防控与经济社会秩序恢复。把新冠肺炎疫情影响降到最低，保持经济平稳运行和社会和谐稳定，努力实现党中央确定的各项目标任务”，表明稳增长依然是重要目标。结合政治局会议精神、2003年非典时期的信贷投放表现以及以往资金价格运动规律来看，隔夜利率持续位于1附近并不可持续，随着未来疫情的改善、企业相继复工以及经济活动景气度的回升，银行信贷投放有望加速发力，资金淤积现象也有望得到缓解，隔夜利率也最终会回归至合理水平。

2、贷款运行情况

2.1、1月信贷社融增量有望“两暖”，2月以来信贷投放呈现“供给偏松 VS 需求偏弱”的特点

1月份信贷、社融增长较好，未受疫情影响。受早春影响，1月中上旬信贷投放规模已奠定全月增量，其中基建与房地产相关领域信贷投放进度较快，个人信贷稳步增长。初步预计，1月新增人民币贷款有望保持在3万亿以上。

2月以来，信贷投放呈现“供给偏松、需求偏弱”的特点：

从贷款供给来看，根据五部委联合发布的29号文相关要求，为支持防范疫情信贷资金投放，各家银行均调整了信贷计划管理模式，不仅适度提前了全年信贷投放计划，而且针对抗击疫情重点领域和重点区域设置了专项信贷资源额度，鼓励信贷的政策包括但不限于：（1）对疫情防控重点企业和重点地区（如湖北）设立专项信贷额度；（2）总行权限适度下放，提高分行信贷自主性和有效性；（3）调减一季度信贷投放资本占用成本；（4）弱化分行存贷比考核指标。

从贷款需求来看，受停工、人员与物流隔离影响，截至目前2月份信贷需求不旺。总体而言，对公贷款投放好于零售领域，大行好于小行，个人消费由于按揭摊还影响仍呈现负增长，信用卡投放景气度较低。目前阶段，信贷增长较好的领域主要包括：（1）受益于抗疫专项再贷款政策，投向10省市重点医疗物资和卫生防疫企业，可享融资成本不高于1.6%，银行基本承担通道角色；（2）5G等新一代信息技术相关的重点产业和新型基础设施领域；

（3）“医药卫生行业”（含医药制造、批零、医院与相关建设）商业性贷款信贷支持力度加大，优先审批，优先安排；（4）增加制造业中长期信贷资金安排。下一阶段，随着疫情逐步得到有效控制以及企业陆续复工，预计基建领域信贷复苏相对确定。

从贷款定价来看，对于专项再贷款而言，近期央行已设立“专项再贷款+财政贴息”工具，再贷款利率为1.65%（1YLPR减点250BP），并要求获得专项再贷款的金融机构向名单内企业发放的贷款利率上限为上一个月

1YLPR-100bp，即不超过 3.15%。在此基础上，由财政部对企业按照贷款利率的 50% 进行贴息，使得企业实际承担的融资成本约为 1.6%。对于商业性贷款而言，据不完全统计，全国已有 29 个地区出台了鼓励（或强制）的定价优惠或者利息减免政策，要求对受疫情影响大的行业予以支持。

对于 2 月份全月和 3 月份信贷形势，我们认为短期需求偏弱还不足以证明全月或一季度情况，主要是由于供给端偏暖，刺激信贷增长的积极因素较多，再加上 2 月份作为传统“小月”信贷超预期低的可能性也不大，甚至 3 月份信贷投放可能会出现追赶效应，我们维持 1Q 投放大于去年判断。

3、风险提示

疫情对宏观经济负面影响加大，银行资产质量加剧承压。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
	无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼