



流动性的决定性因素变了？

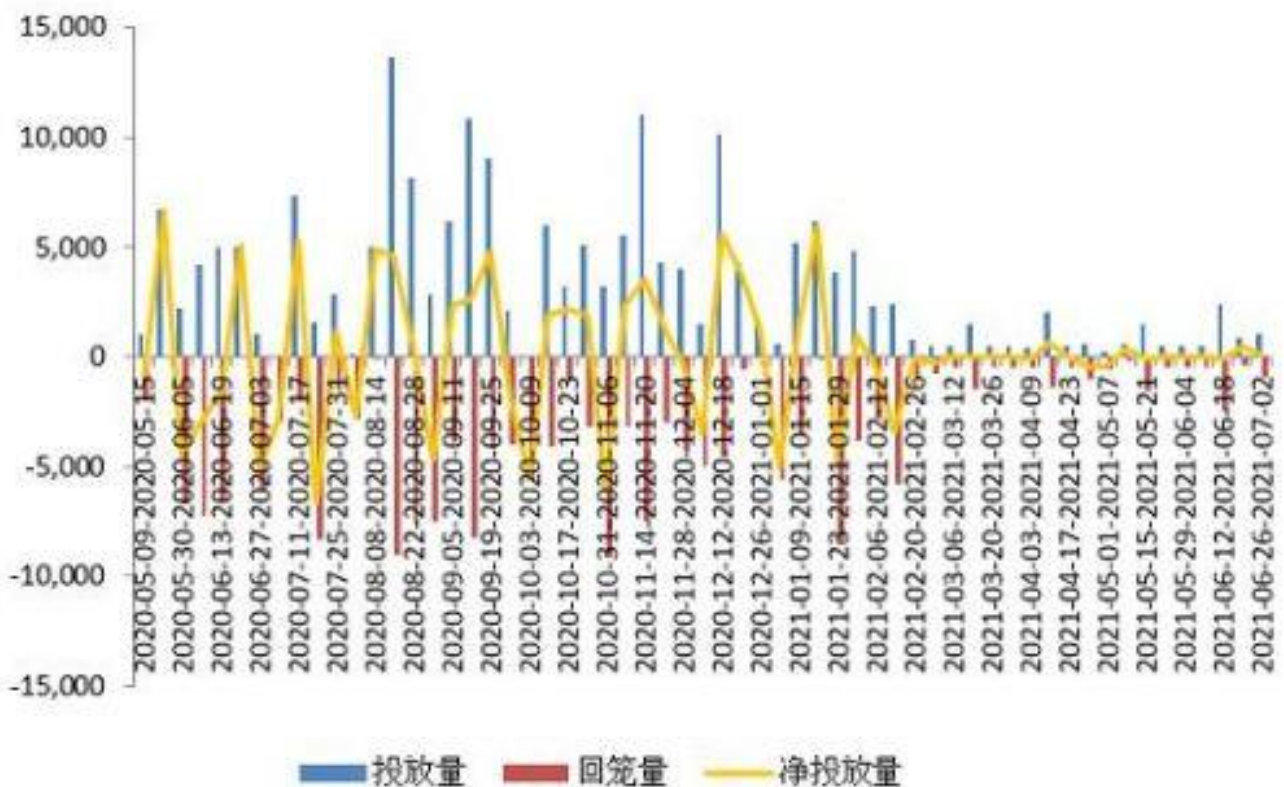


来源：苏宁金融研究院

作者：陶金 苏宁金融研究院宏观经济研究中心副主任

6月24日开始，央行连续5个交易日开展了300亿元逆回购，打破了今年3月份以来每日100亿元逆回购的惯例。总体上看，近期央行的流动性投放呈现“微放量”态势，市场也对如此操作产生了流动性预期的调整。不过，半年时间节点一过，7月1日，公开市场逆回购操作便重回100亿元水平，似乎又回到了之前的小额流动性投放风格。

去年公开市场操作大开大合，今年3月后恢复平静



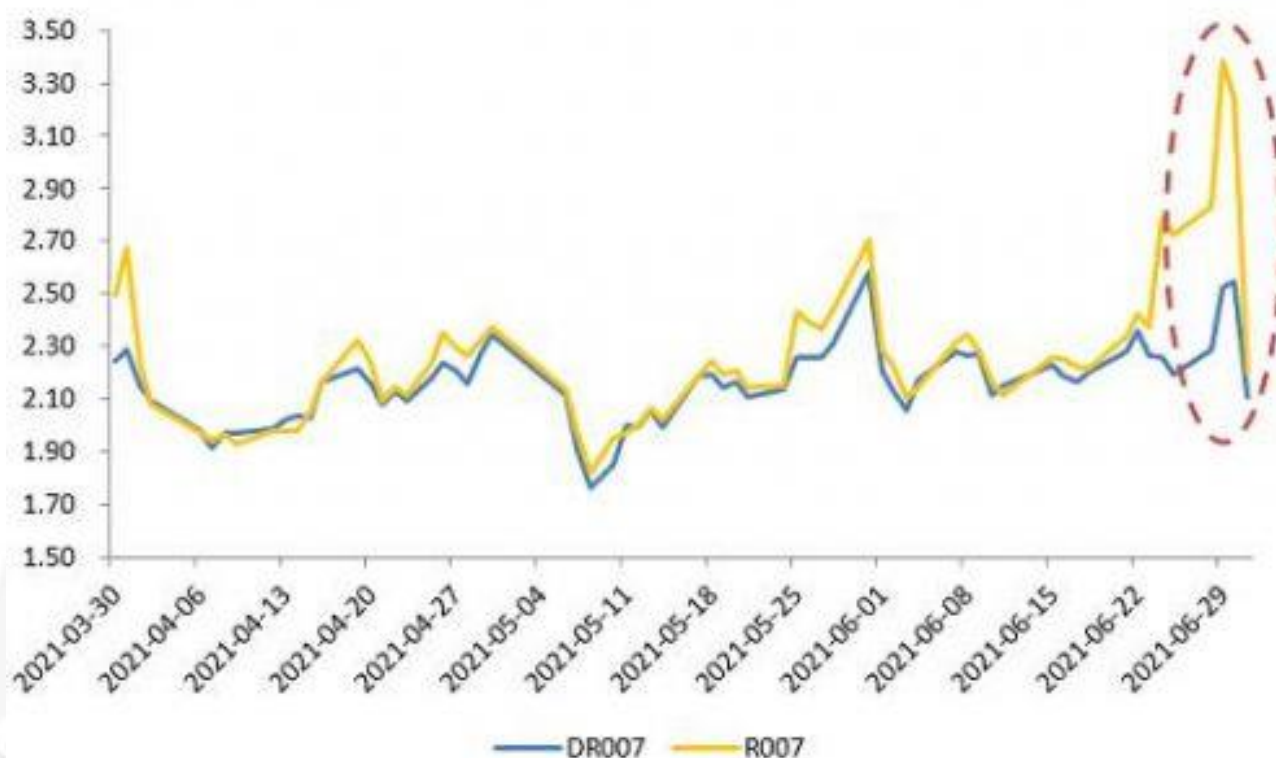
资料来源：Wind, 苏宁金融研究院

300亿元的操作释放了什么信号？

有了 300 亿元投放的扰动，后续流动性会更加宽松吗？想要根据微放量操作来窥见后续流动性走势，需要判断央行微放量开展公开市场操作的原因。

笔者认为这个原因很简单：央行此举是为了维护跨半年末的流动性稳定。在月末、季末和半年末等时间节点，银行体系流动性可能会受到企业缴税、银行流动性考核、财政收支波动等季节性因素影响。例如，企业缴税导致银行的现金被拿走；流动性考核导致同业银行的资金拆出意愿不强，反过来导致同业拆借难度大；财政收支波动导致财政性存款波动。央行适时增加公开市场操作规模，是为了对冲这些冲击，维护流动性平稳。

半年末跨季冲击，非银机构流动性暂紧



资料来源：Wind，苏宁金融研究院

不过，同样是维护半年末流动性平稳，去年 6 月末，央行的操作手法主要是 7 天加 14 天逆回购，操作金额都超 1200 亿元，最高达 2000 亿元，即便单独单开 7 天逆回购，金额也在 1000 亿元以上。而今年则是仅开展 7 天回购，而且金额 300 亿元相对较小，原因有哪些？

首先，当前银行体系流动性持续处于较宽松状态，背后可能是财政资金冗余导致的银行长端流动性较好，短期拆借需求不大，这就决定了央行应对半年末流动性季节性限制因素的政策力度不大。

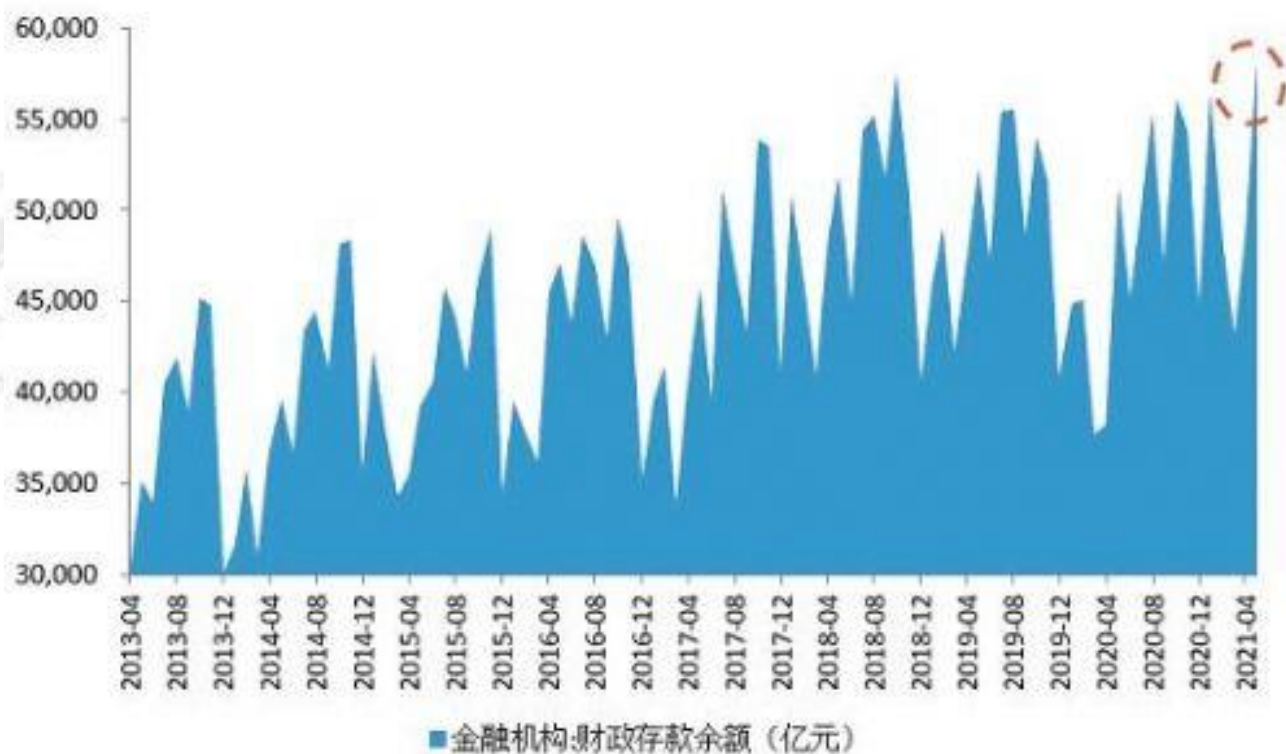
再者，在一周前加大投放量时，已处于当前即将跨过半年末的时间节点，14 天等相对略长期限的流动性投放必要性也可能不大。

3 月以来的流动性持续宽松，是何原因？

3 月以来，央行维持每日 100 亿元规模的投放，净投放量为零，但银行体系流动性一直宽松。尽管在 5 月流动性呈现了更大程度的波动，但 DR007 中枢一直运行在逆回购利率 2.20 附近。为何央行一直是零净投放，却能够很好地维持流动性合理充裕？背后有个财政存款的因素很重要。

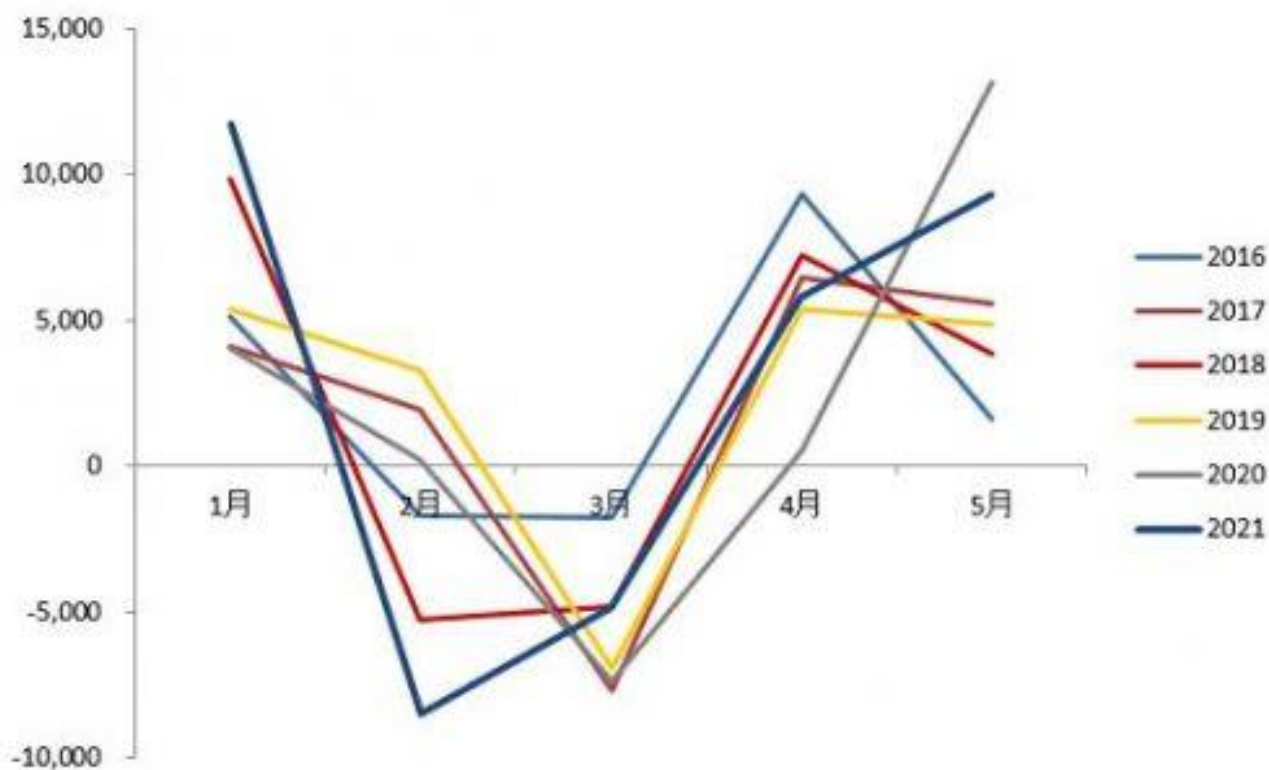
财政存款规模在近期维持极高水位，事实上 5 月金融机构的财政存款余额已经创下了历史新高。财政存款大量“堆积”在银行体系中，银行根本不缺钱。

5月金融机构财政存款余额创历史新高



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

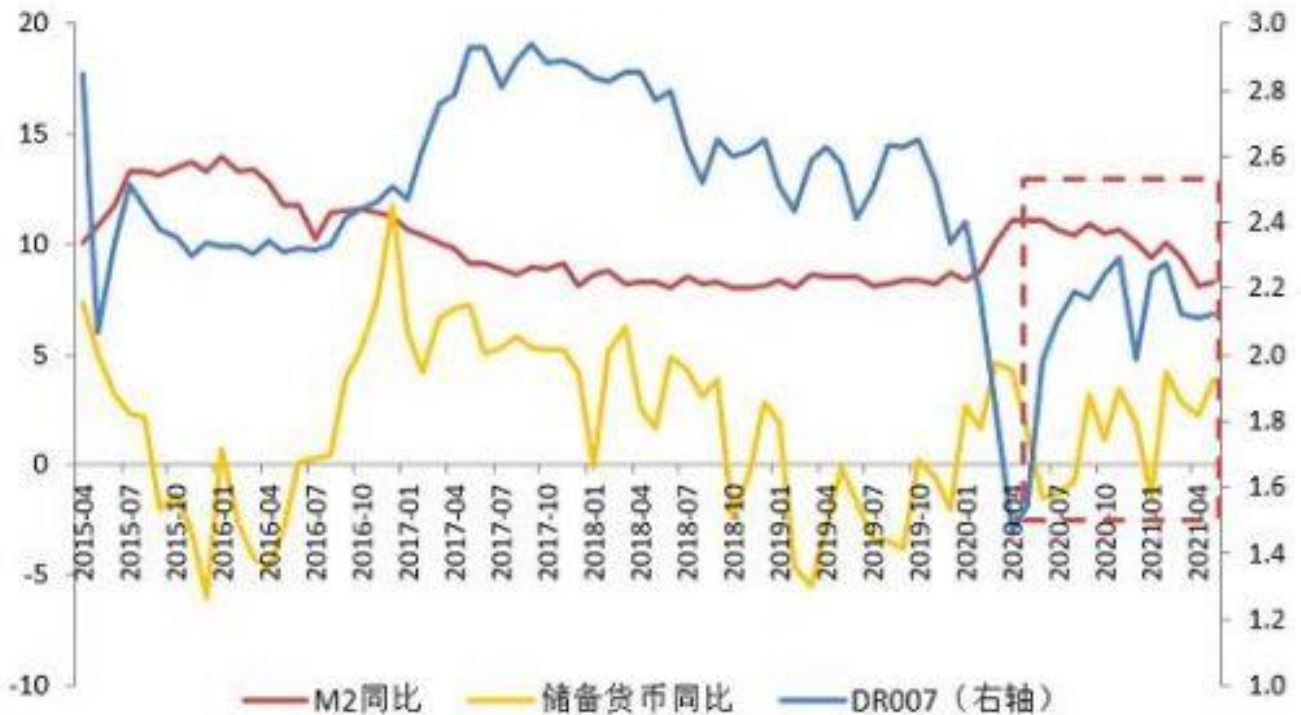
2016年-2021年1-5月当月新增财政存款（亿元）



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

同时，财政存款的变化是近期流动性和基础货币供应相背离的重要原因（近期流动性持续宽裕，但货币供应增速却不高）。

2020 年前流动性与货币供应走向一致，2020 年后走向相反



资料来源: Wind, 苏宁金融研究院

一般而言，DR007（衡量流动性的最重要指标，DR007 高，银行拆借成本高，流动性紧）与货币供应的走势相反，但 2020 年下半年以来走势变得一致，反映了流动性和基础货币供应的关系出现了反转，这背后很大程度上是因为财政因素介入了进来。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31975

