



彭文生：货币收紧尚不紧迫



7月初低量逆回购再现，牵动市场神经，但货币市场资金面宽松未改，财政货币协同支持流动性，剔除季末影响，R007与DR007仍在低位，反映央行态度未收紧。但6月以来中长期国债收益率上行，更多反映在疫后实体修复、金融放量之下，投资者对未来增长与通胀的预期与期限溢价上升。往前看，低量逆回购释放“非大水漫灌”信号，警示债市杠杆行为，但疫情仍有反复、楼市不稳固、信用风险仍待释放，货币政策收紧尚不甚紧迫。未来货币政策正常化开启的时间与节奏将视经济复苏节奏、通胀与资产价格的走势而定。长端利率已计入较多复苏和货币正常化预期，短期或高位震荡。

低量逆回购再现，牵动市场神经。7月4-12日，央行连续8个工作日开展30亿元/天的低量逆回购操作，上次出现低量操作还是2021年1月中下旬（10天逆回购在20亿-50亿元/天），当时修正了货币超宽松的预期、压制了债市加杠杆的预期，由于春节前财政投放较预期滞后，一度造成2021年1月底的“钱荒”（GC001升至7.1%）。

但目前流动性宽松态势未改，财政货币协同投放流动性。

1) 短端利率维持低位。排除6月底季末影响，DR007和R007在6月上中旬和7月上旬均维持在4月下旬疫情发生以来的低位。DR007与7天逆回购政策利率的差值维持在-45bp左右，1年同业存单利率与MLF之差也高达-50bp，维持了4月疫情以来的宽松状态，堪比2020年6月疫后流动性宽松程度。

2) 央行上缴利润、留抵退税持续，财政货币协同，投放流动性。6月新增财政存款-4367亿元，连续4个月弱于季节性，财政投放加快。据国家税务总局公告，截至6月25日，新的组合式税费支持政策累计新增退税减税降费及缓税缓费约2.58万亿元。

3) 为了应对流动性紧张，央行在6月24日到6月30日公开市场累计净投放4000亿元，超过过去3年季节性均值的-1177亿元。跨季之后，这一流动性投放逐渐回笼。

从实体看，经济从疫情反弹中修复加速，通胀略超预期。

1) 增长方面，6月的PMI动能指数从4月的-7.7低位反弹至1.8，截至7月10日中金经济活动指数(CEAI)已恢复至疫情前的近9成，《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》预示防疫更精准科学，强化经济修复预期；

2) 受猪油共振和低基数影响，6月CPI同比从5月的2.1%超预期反弹至2.5%，我们认为最早7月或触3%。

从金融看，地产回温、信贷放量。

1) 楼市方面，我们构造的地产景气度指数从5月29日的97.6的低点上行至7月10日的98.1，疫后需求释放，加速地产修复，6月中后30城商品房销售面积快速上行，剔除青岛苏州等增速异常高的城市(同比177%和39%)后，6月30城销售面积同比缩窄至-35%，较5月-53%的跌幅

有显著改善，但 7 月以来销量同比增速回调，楼市复苏仍不稳。

2) 信贷方面，5-6 月社融、信贷、M2 同比均超预期，财政与准财政正发力。6 月信贷不仅总量增、且结构优，新增主力为企业中长期贷款，政策行新增 8000 亿元基建贷款以及 3000 亿元可做资本金的软贷款、商业银行配套资金或亦加码；专项债（剔除中小银行专项债）今年额度已发行完毕、第三批项目上报；按揭同比缩量亦收窄；表内票据同比少增，6 月下旬票据利率持续上行，表明冲量必要性下降。

从外部看，美欧衰退预期升温，中美负利差收窄，人民币汇率稳定。中美 10 年期国债利差从 6 月中的-71bp 低点收窄至 7 月 8 号的-25bp，经常项目和资本项目均支撑人民币汇率在 6.7 左右窄幅波动。

1) 资本项目方面，受益于 A 股上涨，6 月全球资金净流入中国股市，北向净流入累计值大幅扩大至 729 亿元（前值 168.7 亿元），IIF 统计的中国股市净流入 109.1 亿美元（前值 25.4 亿美元）。EPFR 显示 6 月 AB 股净流入 29.4 亿美元（前值-13.3 亿美元）。2) 经常项目方面，6 月 PMI 新出口订单环比上升 3.3ppt 至 49.5%，我们预计 6 月贸易顺差保持 748 亿美

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_43944

