

货币市场利率将边际回升

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 12 期

摘要

3 月份以来，央行公开市场操作出现了微妙的变化，操作频率降低、投放量有所下降，货币市场利率也随之抬升。这种变化表明货币政策出现边际趋紧的迹象。

上周，央行采取“逆回购+部分续作 MLF”的方式对 4 月份到期 MLF 进行了对冲，这一方面是货币政策边际趋紧的表现，另一方面或许也是当前 1 年期货币市场利率低于政策利率导致央行的“被动”选择。

货币政策边际收紧是在近期经济金融数据表现超预期背景下的调整。我们采用花旗中国经济意外指数来衡量经济实际运行情况与市场预期的差异，数据显示，经济预期差对 SHIBOR 3M 走势具有一定的领先性，这或许意味着在当前经济表现超预期的情况下，未来货币市场利率可能边际回升。

为对冲税期及 MLF 到期对流动性的扰动，上周央行重启公开市场操作投放流动性，货币市场利率先升后降。与我们预判的一致，同业存单发行利率、票据转贴现利率均上行。

本周银行间流动性有望保持合理充裕。上周随着央行重启逆回购并缩量续作到期 MLF，资金利率先升后降。本周公开市场有 3000 亿元逆回购到期，随着月末临近，财政支出力度或将加大，预计央行或根据财政支出情况削峰填谷，资金面有望整体保持平稳。

关键词：经济预期差 货币市场利率

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	3 月份以来，央行公开市场逆回购投放力度有所减弱	3
图表 2	央行或有意引导货币市场利率回到政策利率上方	4
图表 3	宏观杠杆率	5
图表 4	1 年期 MLF 操作利率高于同期限股份行同业存单发行利率	5
图表 5	DR007 与央行 7 天逆回购操作利率	6
图表 6	花旗中国经济意外指数与 SHIBOR 3M	7
图表 7	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	8
图表 8	央行逆回购投放与回笼	8
图表 9	央行逆回购余额走势图	9
图表 10	央行逆回购加权平均操作期限与利率	9
图表 11	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	10
图表 12	主要货币市场基准利率走势	11
图表 13	资金利率曲线形态变化图	11
图表 14	流动性分层	11
图表 15	各类投资工具收益率比较	12
图表 16	同业存单净融资额与发行利率走势图	12
图表 17	主要票据利率走势图	12
图表 18	3 个月理财收益率（分机构）	13
图表 19	主要利率互换品种收益率走势图	13
图表 20	本周各类工具到期一览（亿元）	14
图表 21	本周主要流动性影响因素前瞻	14

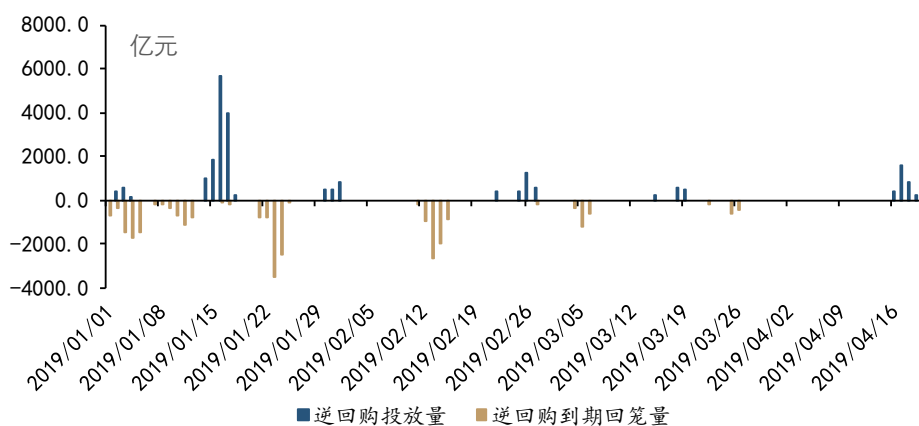
一、核心观点综述

近期公布的 3 月社融信贷数据、第一季度经济增长数据均超出市场预期，同时我们注意到，3 月以来央行的公开市场操作行为也出现了一些微调的迹象。央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会会议精神则对货币政策边际上趋紧进行确认。那么，近期央行公开市场操作调整背后的原因是什么？经济数据超预期又会如何影响央行的公开市场操作行为及货币市场利率走势？本文将对此进行分析。

1、经济数据超预期，央行公开市场操作边际趋紧

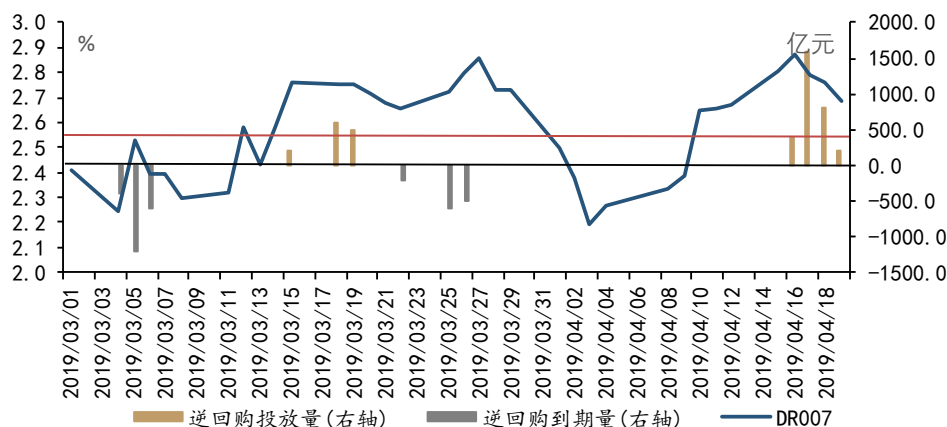
我们注意到，3 月以来，央行在公开市场操作方面开始出现一些微妙的变化。具体而言，3 月税期央行仅通过公开市场逆回购操作少量投放适度对冲了缴税因素的影响，使资金利率抬升；3 月 20 日至 4 月 15 日，央行持续 18 个工作日暂停逆回购操作，到 4 月 15 日 DR007 上升到 2.80% 的较高水平。短端利率波动的加大、利率中枢水平的抬升以及央行在公开市场“适量”的投放，这一系列现象都释放出货币政策微调的信号。而 2019 年第一季度央行货币政策委员会例会的会议精神实则是对政策微调的官方确认。

图表 1 3 月份以来，央行公开市场逆回购投放力度有所减弱



资料来源：WIND，兴业研究

图表 2 央行或有意引导货币市场利率回到政策利率上方

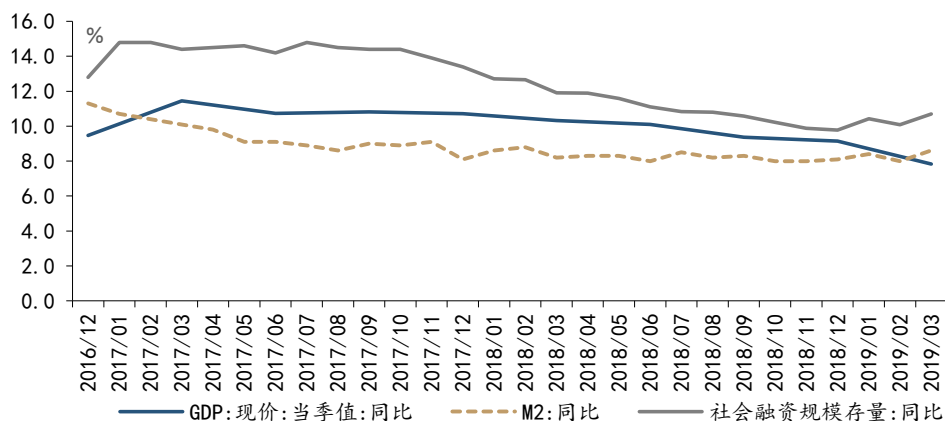


资料来源：WIND，兴业研究

央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会会议精神表明，在新的经济形势下，货币当局的政策重心也有所调整，再提战略定力与货币闸门。2019 年第一季度例会提出：“保持战略定力，坚持逆周期调节，进一步加强货币、财政与其他政策之间的协调，适时预调微调，注重在稳增长的基础上防风险。稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’，……”。与 2018 年第四季度例会相比，本次例会提出“保持战略定力”、“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，逆周期调节也从加大力度变为了“坚持”。这些变化都反映出货币政策边际上趋紧。

具体到货币政策操作层面，此次例会明确指出：“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”。2017 年至 2018 年名义 GDP 增速大致处于 M2 增速与社融增速之间，折射出稳定宏观杠杆率的内在要求。2019 年以来 M2 与社融增速均出现企稳回升的迹象，但名义 GDP 增速有下行压力。这意味着要稳定宏观杠杆率，需要引导 M2 与社融适度增长。3 月份 M2 增速达到 8.6%、社融增速达到 10.7%，均超过第一季度 7.8% 的 GDP 名义增速。这或许表明当前货币政策进一步宽松的必要性有所下降。3 月以来资金面出现的波动或许是货币当局用来引导信用适度增长的“价格信号”。

图表3 宏观杠杆率



资料来源：WIND，兴业研究

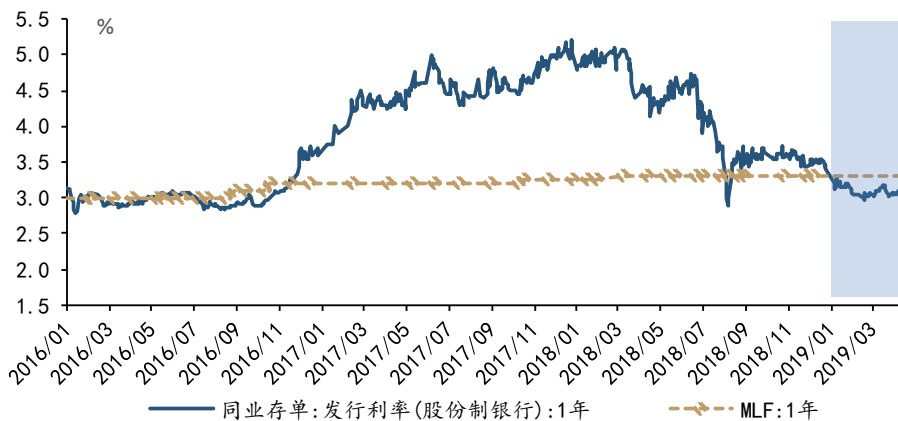
2、市场利率与政策利率倒挂或导致央行“被动”调整流动性投放方式

在经济数据超预期的背景下，央行并未采取降准置换或者等额续作的方式对4月到期的MLF进行对冲，而是采用了“逆回购+部分续作MLF”的方式投放流动性，基本对冲了MLF到期量。如果考虑到缴税造成的流动性缺口，央行当期的投放力度整体依然是偏弱的。这也进一步确认了央行流动性投放操作的边际变化。

回顾2018年以来央行公开市场操作，为应对MLF到期，央行采取的措施基本是等额续作或降准置换（部分时点为降准置换部分MLF后等额续作）。此次部分续作为2018年以来首次。

市场利率与政策利率倒挂或导致央行“被动”调整流动性投放方式。我们注意到，2019年元旦过后，随着资金需求回落、资金面转为宽松，1年期股份行同业存单发行利率开始跌破央行1年期MLF的操作利率，出现了市场利率和政策利率倒挂的局面。此后，随着降准、定向降准等措施的落地，倒挂现象持续至今。

图表4 1年期MLF操作利率高于同期限股份行同业存单发行利率

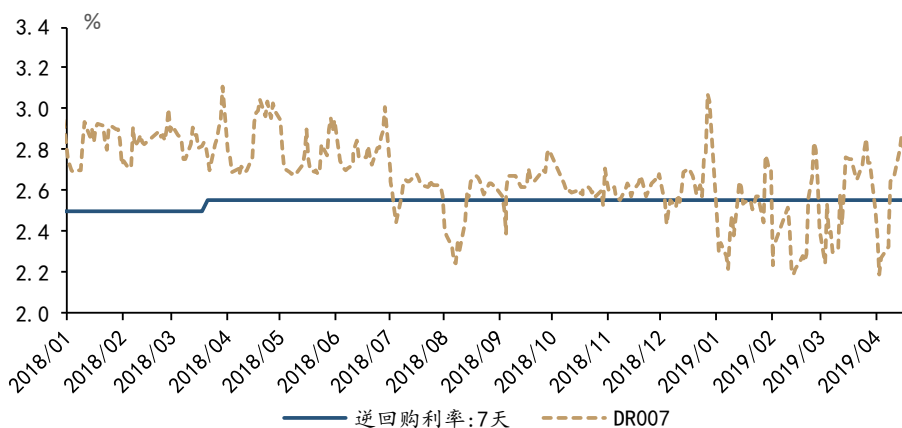


资料来源：WIND，兴业研究

1 年期同业存单发行利率低于 1 年期 MLF 操作利率，这意味着，银行通过发行同业存单获得的资金成本比从央行申请 MLF 的成本要低，这或导致央行投放 MLF 时可能出现市场需求不足。因此，央行根据市场实际需求情况没有等量续做 MLF，二是采取“逆回购+部分续作 MLF”的方式进行流动性投放。央行公告称“为维护银行体系流动性合理充裕，根据当前流动性需求的期限结构，人民银行开展逆回购操作 1600 亿元，同时开展 MLF 操作 2000 亿元。”，这也印证了上述的分析。

不仅 1 年期货币市场利率与政策利率出现倒挂，短端货币市场利率也多次出现与政策利率倒挂的情况。以 DR007 为例，年初以来，DR007 多次运行在央行 7 天逆回购操作利率的下方，市场利率与政策利率的频繁倒挂也导致市场利率的波动性明显加大，不利于稳定市场预期。

图表 5 DR007 与央行 7 天逆回购操作利率



资料来源：WIND，兴业研究

在市场利率低于政策利率的情况下，央行公开市场操作的“贷方”有力地位将受到影响。因此，央行也需要通过对流动性的边际收紧，抬升货币市场利率中枢，以便增强其公开市场操作的调控能力。

我们曾在发表于 2019 年 3 月 3 日的报告《股市“暴涨”冲击流动性，跨季更需谨慎——货币市场与流动性月报》中指：“若资金利率长期低于政策利率，则有可能削弱央行精准调控市场利率的能力，也会提高短端利率的波动性，资金利率小幅抬升至政策利率附近或也符合政策导向。”近期市场表现和央行公开市场操作的变化也基本符合我此前的分析。

3、经济预期差与货币市场利率走势

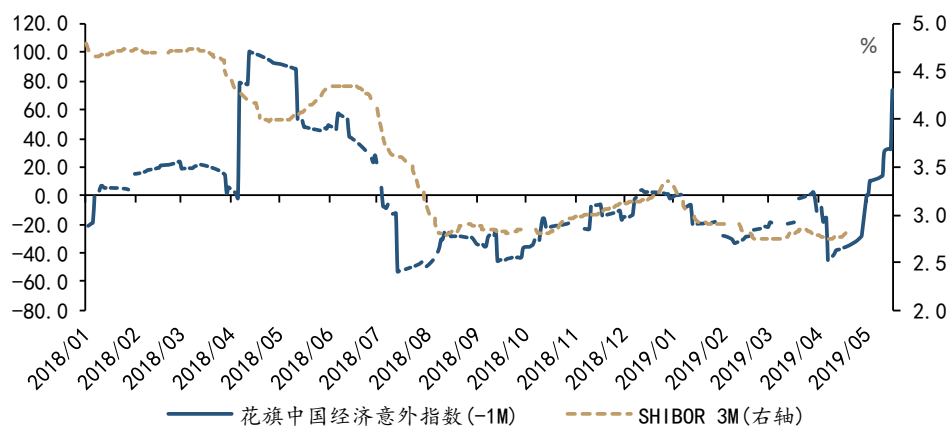
近期央行公开市场操作变化的一个重要背景是 3 月社融信贷数据和第一季度经济增长数据好于市场普遍预期。4 月 19 日召开的中共中央政治局会议也指出，一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好。

那么，如果从更长的时间视角来看，经济预期差（经济实际运行情况与市

场预期的差异)与货币市场利率有怎样的关系呢?

考虑到数据的可获得性,我们采用衡量实际经济情况与市场预期差异的“花旗中国经济意外指数”来表示经济预期差,该指数为正的情况下,表示实际经济情况好于市场普遍预期,指数为负数的时候,表明实际经济情况弱于市场普遍预期。数据表明,花旗中国经济意外指数对 SHIBOR 3M 的走势在趋势上具有一个月左右的领先性,往往在经济预期差出现改善后,货币市场利率进一步下行的空间将比较有限。当前,花旗中国经济意外指数出现明显的上行,这或许意味着,未来货币市场利率有边际回升的可能。

图表 6 花旗中国经济意外指数与 SHIBOR 3M



资料来源: WIND, 兴业研究

总体而言,经济数据超预期的背景下,央行货币政策出现边际趋紧迹象。这种边际趋紧的迹象在公开市场操作中已有所体现。同时,为保持宏观杠杆率的稳定,流动性进一步宽松的必要性有所下降。未来,货币市场利率或将边际回升。

但是正如我们在报告《从朝三暮四到朝四暮三——评 2019 年 3 月份社融信贷数据》中指出的,未来地方政府专项债、非标、居民房贷和企业长贷等或将拖累社融增长边际走弱,社融持续走高的空间是比较有限的。4 月召开的政治局会议也指出:“国内经济存在下行压力,这其中既有周期性因素,但更多是结构性、体制性的,必须保持定力、增强耐力,勇于攻坚克难。”因此,总体而言,虽然货币政策出现边际上趋紧,银行间流动性仍有望继续保持合理充裕的水平。

二、政策操作追踪

为对冲税期及 MLF 到期对流动性的扰动，上周央行公开市场进行 3000 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，周中有 3665 亿元 MLF 到期，公开市场净投放 1335。截至上周末，逆回购余额上升至 3000 亿元。

上周央行公开市场净投放 1335 亿元（图表 7）；截至上周末，逆回购余额 3000 亿元（图表 9）。

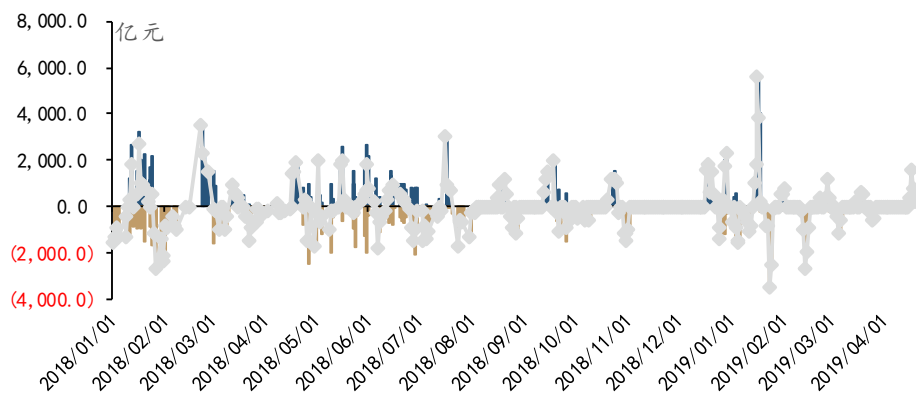
图表 7 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

工具	操作/发行量	到期量	净额	操作利率 (%)	利率变动 (bp)	
逆回购	7D	3000	-	3000	2.55	0
	14D	-	-	-	-	-
	28D	-	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-	-
逆回购加权	3000	-	3000	2.55	0	
MLF	2000	3665	-1665	3.30	0	
国库现金定存	-	-	-	-	-	-
同业存单	3302.30	4139.10	-836.80	-	-	-
地方债	580.69	601.27	-20.58	-	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 8 央行逆回购投放与回笼



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_12984

