



宏观点评

流动性收敛不是收紧、长端利率更具想象力 ——7 月央行公开市场操作点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《先总量撒钱、再结构优化——1 月货币信贷数据点评》

《对标稳增长历史、货政宽松宜早不宜迟——2 月货币信贷数据点评》

《水已经泼了、面在哪儿？——3 月货币信贷数据点评》

《疫后复苏或驱动融资需求脉冲性反弹——4 月份货币信贷数据点评》

投资要点:

● 2022 年 7 月 1 日至 21 日，央行公开市场操作发生了 4 次“数量”切换:

(1) 在 7 月 1 日进行 100 亿元逆回购操作之后，7 月 4 日央行进一步缩量逆回购操作规模至 30 亿元，7 月 4 日至 8 日当周公开市场操作净回笼 3850 亿元。

(2) 在 7 月 11 日至 15 日当周等量续做逆回购和 MLF 等货币政策工具到期之后，7 月 18 日央行进行了 120 亿元逆回购操作，当日净投放流动性 90 亿元。

(3) 7 月 19 日央行进行了 70 亿元逆回购操作，当日净投放流动性 40 亿元。而 7 月 20 日之后，央行恢复 30 亿元逆回购操作路径，7 月 18 日至 22 日当周公开市场操作净投放 130 亿元。

人民银行在 7 月份以来的逆回购“缩量”和“增量”，从政策目标表达的视角看，阶段性扰动债券市场对资金利率的预期，而在央行恢复 30 亿元逆回购投放之后，资金利率预期渐趋平稳。

● **货币政策的目标与路径：继续引导流动性走向“合理充裕”。**7 月 13 日召开的“上半年金融统计数据新闻发布会”上，货币政策司邹澜司长表示“银行间市场存款类机构 7 天回购加权平均利率，就是我们常说的 DR007，目前在 1.6% 左右，低于公开市场操作利率，流动性保持在较合理充裕还略微偏多的水平上”，未来将保持“流动性合理充裕”，两者之间的差距是流动性供需从“偏多”回归到中性，但是央行也要“综合考虑经济增长、物价形势等基本面临况”相机决定，或意味着央行将根据每个月信贷投放、经济增长等数据判断下一阶段利率调整的路径，三季度央行在兑现货币政策目标、引导流动性从“合理充裕还略微偏多”回归“合理充裕”的过程或未预设利率路径。那么 DR007 处于什么水平是“合理充裕”的状态？回顾 2022 年 4 月 15 日，央行调降法定存款准备金率时的表态，“当前流动性已处于合理充裕水平”，以 DR007 均值来衡量，当时度过季末之后，4 月 1 日至 15 日 DR007 的均值水平为 1.90%，这一水平或是匹配央行“合理充裕”状态的合意资金利率水平。以 7 月 21 日 DR007 加权平均收于 1.5236% 来计算，距离“合理充裕”的中性水平，DR007 还有大约 38 个 BP 的收敛空间。然而实际上，当 DR007 收敛至 1.90% 水平时，相比 7 天期逆回购操作利率 2.10%，DR007 还是低于短期政策利率近 20 个 BP，资金利率依然处于供需宽松的低位状态。

● **资金供需的现实和预期：市场对资金利率的预期。**央行 7 月 4 日和 18 日两次逆回购“转向”，前者缩量、后者增量，导致市场对资金利率走势出现严重分歧，“预期”是一个比较难以准确度量的变量，一般来说，交易“远期”利率互换（IRS）报价

变化可以反映出“市场预期”的波动。从利率互换交易来说，报价、“基差”和“期差”变化均可以体现“预期”的波动。

- **资金利率预期的变动：（1）1Y Repo IRS 报价的波动。**从1年期FDR007挂钩的IRS报价来看，6月中下旬资金利率收紧的预期就开始升温，1Y IRS Repo 报价逐步上行。7月4日央行缩量操作30亿逆回购之后的翌日，报价达到2.2057%，但是在此之后，IRS Repo 报价就缓慢下行，截止7月21日报价2.0625%，已经低于2022年6月份的平均值2.13%，从1Y Repo IRS 报价变动来看，利率互换市场对资金供需收紧的预期或接近“打满”；（2）从基差来看，月初30亿逆回购出现之后，IRS Repo 和 R007 之间利差也达到上半年最高0.5727%，指向**7月4日缩量逆回购操作30亿、资金利率走低的搭配组合，已经向市场透露“适当收紧、缓慢收紧”的政策信号**，而在7月11日至15日当周央行各项货币政策工具等量续做之后，经过一周的消化之后，市场已经对这一路径形成了一致性预期，资金利率收紧的预期开始边际缓解，7月18日至19日前后，资金利率出现小幅抬升、IRS 报价下移，“看似”市场预期平稳，但是IRS和R007利差依然处于历史前90%分位数的高位，市场对未来资金利率的走势预期还存在较大分歧；（3）从期差来看，1Y FDR007 IRS 报价与1Y Shibor 3M IRS 报价之差稳步走低，指向**尽管市场预期短端货币市场利率会逐步抬升，但是流动性合理充裕状态下，利率的品种溢价会继续压缩**，当前货币政策引导资金利率向政策利率收敛的过程，大概率不是2021年7月份以来货币政策宽松周期的终结，引导中长端利率下行、降低经济融资成本或继续是货币政策的主要导向。
- **7月中旬至8月中旬资金供需宽松的基础：从“结构性短缺”到“结构性充裕”。**从更基础和上层的货币政策调控框架来看，二季度以来资金利率低位、供需宽松的情形实际和货币政策调控框架发生变化紧密相关。2020年9月至2022年一季度期间，央行对流动性的货币政策框架维持“结构性流动性短缺”框架，这在2020年9月份货币政策执行报告增刊中当时的货币政策司长做过详尽的论述，大意是在准备金需求由于扩张信贷等资产运用保持刚性的条件下，央行通过调控准备金供给，在流动性供需调控中处于调控的“优势地位”，使其能够通过公开市场操作、结构性货币政策工具的“量”和“价”引导金融机构负债成本和资金来源的控制，通过银行间市场准备金供需缺口的测算可以大致判断资金利率变动的方向。但是2022年二季度，在央行上缴利润、财政留抵退税、地方政府专项债加快发行等财政因素以及实体经济融资需求低迷的交互影响下，商业银行负债资金来源充足，M2同比增速逐月抬升，银行间市场流动性结构性短缺转变为结构性充裕，流动性进入以商业银行积极拆出为主导的供需宽松局面，此时央行调控地位反而不再占有主导作用，公开市场操作对商业银行负债成本的影响边际下降。从资金利率向政策利率收敛的目标看，如果三季度财政因素对资金供给的支撑作用下滑或融资需求继续扩张，流动性供给总量充裕的格局或重新回归结构性短缺，央行或再度获得调控的优势。但是至少**在7月中旬至8月中旬期间，财政因素对流动性的支撑作用没有显著下降，一方面全年央行计划上缴利润1.1万亿，上半年金融统计数据新闻发布会上披露已经完成上缴9000亿，预计今年还有剩下的2000亿元利润在7月至8月完成上缴；另一方面截止6月末，地方政府专项债已经完成发行3.4万亿，其中除去土地出让金之外的政府性基金支出只有2.2万亿，这一部分可以看做是专项债资金的使用，也就意味着还有1.2万亿专项债资金有待拨付。不考虑政策**

性金融工具和结构性货币政策工具投放的流动性，财政因素至少还有大约 1.4 万亿的资金投放。这一部分资金会对银行间市场产生较强的“补水”效果，7 月至 8 月中旬，资金利率有继续保持低位条件、流动性供需或不会立即趋紧，可市场对“水温”的“体感”或开始下滑。

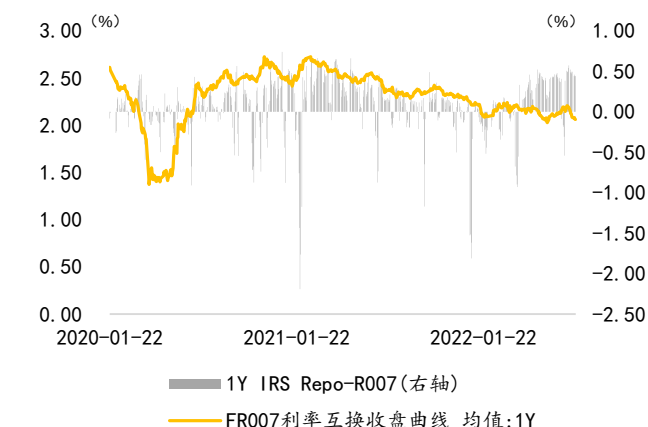
- **货币政策变动预期：市场的“降息”预期已经消退。**（1）从 1Y LPR IRS 走势来看，1 月份调降 1 年期 LPR 之后，利率衍生品市场对“降息”的预期开始下滑，5 月份只有 5 年期以上 LPR 报价下调、1 年期 LPR 维持不变之后，从 5 月 16 日至 7 月 21 日，1Y LPR IRS 报价累计上行 0.75 个百分点，利率互换市场对 1 年期 LPR 报价下调的预期下降，由于 1 年期 LPR 以 1 年期 MLF 为基准，或隐含着市场对 LPR 和 MLF 政策利率下行预期消退；（2）从 FR007 IRS 走势来看，3 个月期和 1 个月期的“期限利差”的累计变动可以表征市场的“降息”预期，也是在 5 月中旬以后，期限利差累计变化转正，预示着对“降息”的期待下滑，未来再有“降息”和资金面重返二季度情形的概率较低。利率衍生品市场已经显示本轮宽松周期以来的“降息”预期消退，从内外部经济来看，在全球通胀压力之下，美联储和欧洲央行纷纷激进加息，海外利率市场波动率抬升，从汇率传导和跨境资金流动等渠道对国内流动性、政策利率形成了比二季度更强的外在约束，结合 IRS 市场报价的变化，下半年调降 7 天期逆回购和 1 年期 MLF 等政策利率的概率较低，当前资金利率向政策利率的收敛，或隐含着为未来经济增长保留适度空间的取向。

市场启示：收敛不是收紧、长端更具想象力

同样以 1Y IRS Repo 报价度量，1-3 年期限短端利率和 IRS 利差回落至历史较低水平，10 年期长端利率和 IRS 利差反而在 7 月份公开市场缩量以来继续扩张，显示长债相比短债具有更高性价比、更高的赔率。7 月份以来，“避险”和“资产荒”继续是债券市场的主线，在对宏观数据“免疫”的同时，债券市场也提早一步交易下一阶段，7 月 19 日，国务院总理出席世界经济论坛全球企业家视频特别对话会，论述国内经济政策时表示：“宏观政策既精准有力又合理适度，不会为了过高增长目标而出台超大规模刺激措施、超发货币、预支未来”，给予下半年继续加码出台增量稳增长政策、刺激经济增长的可能性降低的信号，债券市场从而提早一步交易三季度之后社融增速回落带来的利率下滑机会，致使长端利率在对环比改善的经济数据“脱敏”的同时，也对货币政策或渐进收紧流动性的政策导向“脱敏”。在此情形下，下半年“结构性资产荒”或继续支撑长债。三季度央行在引导资金利率向政策收敛、流动性回归合理充裕状态的背景下，收益率曲线陡峭化、以及与 IRS 相比比较高的利差，或为长债利率提供一定的安全边际。

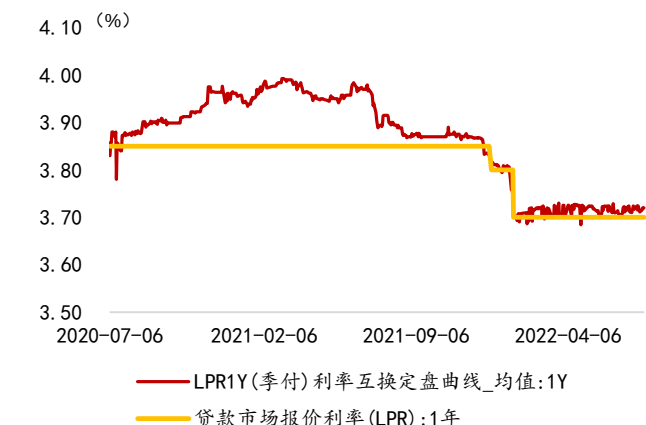
- **风险提示：三季度内外部均衡的风险增大。**（1）海外主要央行纷纷加息，人民币汇率贬值压力、资金利率被动抬升和跨境资金流出风险增大，制约国内流动性宽松空间；（2）疫情扰动还未完全消退，新变种毒株或在秋季成为主流疫情；（3）三季度猪周期驱动 CPI 上行，通货膨胀风险上升，货币政策总量宽松面临挑战。

图 1: 1Y IRS Repo-R007 隐含市场分歧较大



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 5 月份以来 1 年期 LPR IRS 已无“降息”预期



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: IRS 期差下滑、流动性维持宽松

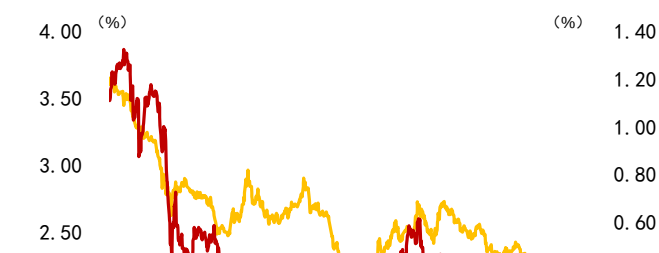
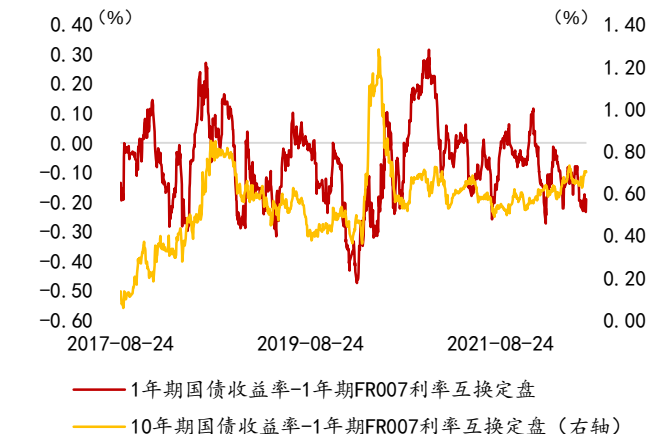
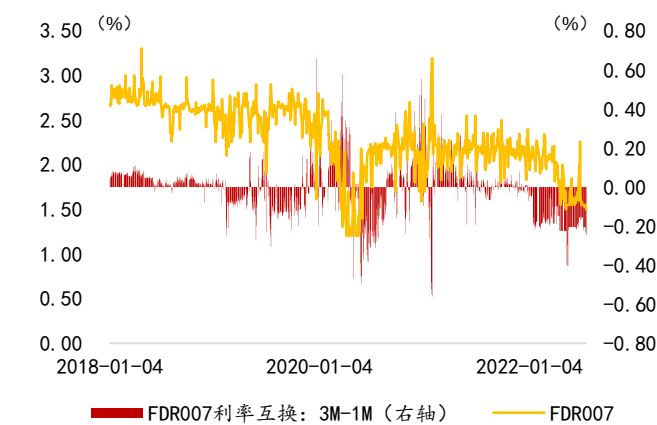


图 2: 以 IRS 度量, 长端利率相比短端利率的赔率更高



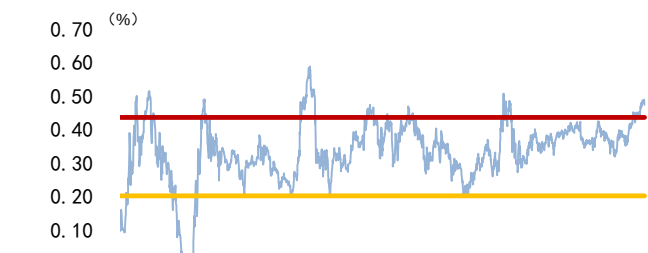
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 5 月份以来 FDR007 “期限溢价”无“降息”期待



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: FDR007 IRS 5Y-1Y 期限溢价陡峭化



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_44324

