

宏观周报 20220730

DR001 破 1% 反映了什么？

2022 年 07 月 30 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaoh@dwzq.com.cn

■ 7 月逆回购存量明显低于往年，而银行间资金水平却异常宽松。我们认为货币条件宽松与信贷需求的分化、居民部门降杠杆等因素或是本月资金利率继续下行的主因。从近期银行间隔夜回购成交额高增的情况来看，目前市场对三季度流动性继续保持宽松的预期有所强化。若以 2015 年以来的 6 次银行间质押式回购利率回归正常区间的平均时间来看，预计当前情形还将延续 29 个交易日。

■ 7 月逆回购存量明显低于往年，而银行间资金水平却异常宽松。本周银行间质押式回购利率继续下探，DR001 跌破 1% 以下，政策性利率与两周平均 DR007 利率点差达 55bp。自 2019 年 8 月改制，尤其是疫情发生以来，DR001 滑落 1% 水平线以下的情况越来越多。

■ 自 2015 年以来，DR001 共有 7 次快速下降至 1% 以下的情况。通过复盘，资金利率的下滑主要反映了以下两点情况：

首先，从广义流动性角度来看，货币条件宽松与信贷需求的分化是原因之一。以 M2-M1 同比增速指标来看，2015 年 6 月、2020 年 3 月、2020 年 9 月和今年都出现了同比增速攀升的情况。同时，货币条件与贷款需求在总体趋势上也出现了分化。

其次，特殊时期央行加大公开市场操作量，使资金利率快速下行。为平息系统性金融风险，央行曾在 2019 年 5 月包商银行事件、2020 年 3 月疫情初期，2020 年 11 月永煤事件时期加大逆回购、MLF 操作量，中短期货币政策工具的总体余额较高。

■ 我们认为货币条件宽松与信贷需求的分化、居民部门降杠杆等因素或是本月资金利率继续下行的主因。今年以来，新增存款与新增贷款规模出现明显分化，M2-M1 规模同比增速逐月增高。一是货币政策宽松叠加财政政策的靠前发力促使总体流动性较为充裕，二是疫情影响下的信贷需求，尤其是房地产投融资情况不容乐观，呈现出居民部门降杠杆、企业与政府部门加杠杆的结果。

本周银行间市场杠杆率仍在高位，市场对三季度维持流动性宽松的预期有所加强。在央行减少逆回购操作量后，债市杠杆率未见明显下降，7 月杠杆水平仍在 109 以上的高位，银行间隔夜回购成交额创下新高。一方面央行缩量操作逆回购对总体资金利率的影响不大，且央行也曾在货币政策执行报告专栏中提出看价不看量的观点；另外，从当前逆回购交易量与杠杆率水平来看，市场或已形成了未来流动性宽松的一致预期。

■ 往年银行间质押式回购利率过低的情况是如何收场的？以 DR007 与 7 日逆回购利率点差波动率为标准，根据 DR007 何时回归布林通道区间计算来看，此前 6 轮平均在 29 个交易日后回归正常，但各次持续时间的差别较大。目前公开市场净投放量已有所减少，但公开市场操作余额依然较高，且目前货币条件与信贷需求的分化情况突出，二季度以来 DR007 有 70 个交易日滑出布林通道，预计这一现象还有长期延续的可能。

■ 风险提示：货币政策超预期，疫情影响超预期

相关研究

《7 月政治局会议透露了哪些信号？》

2022-07-29

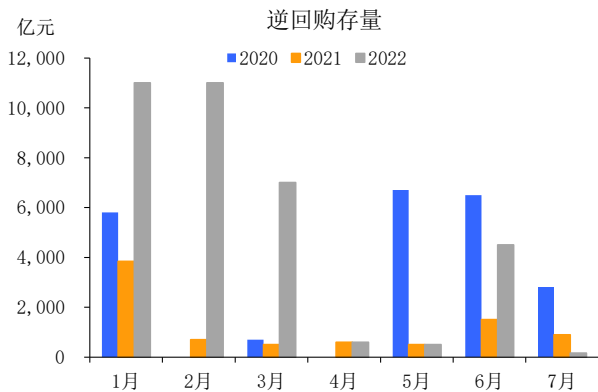
《再加 75bp，美联储年内会加到 4% 吗？》

2022-07-27

《下半年财政刺激还有多大空间？》

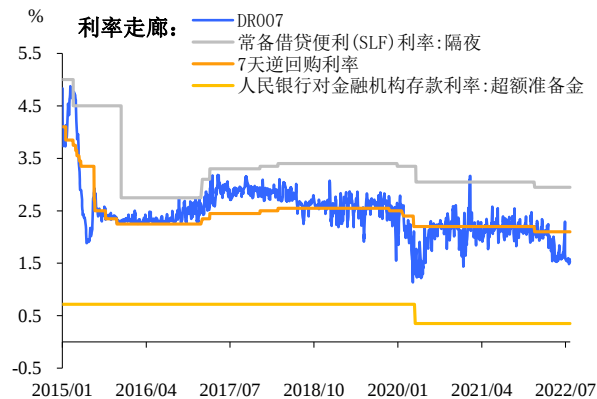
2022-07-25

图1：7月逆回购存量明显低于往年



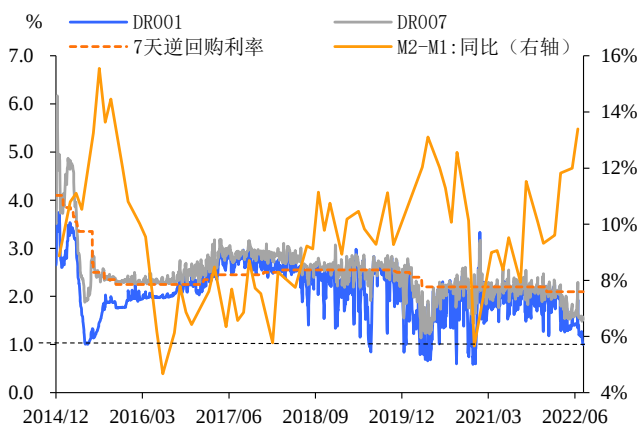
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：银行间资金水平宽松



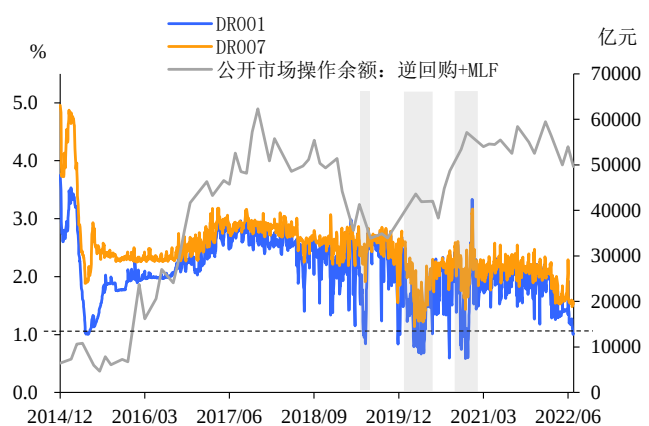
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：M2-M1 同比增速快速上升



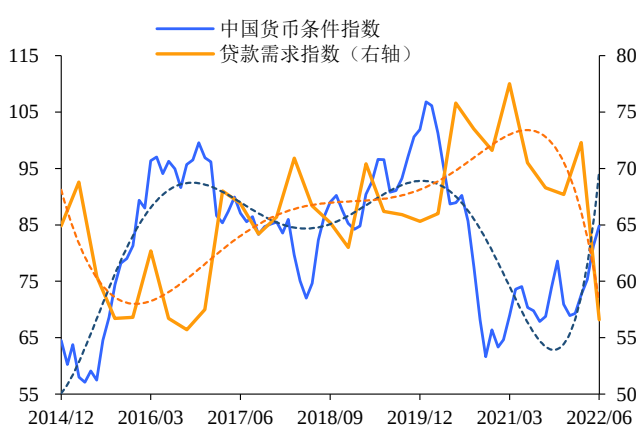
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：公开市场操作余额依然较高



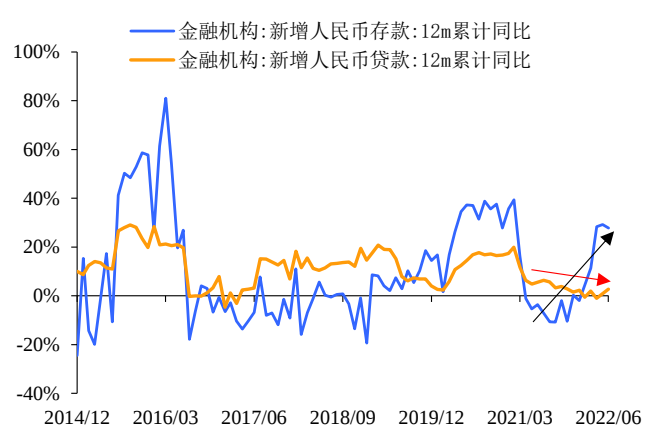
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：广义货币条件与信贷需求不同期



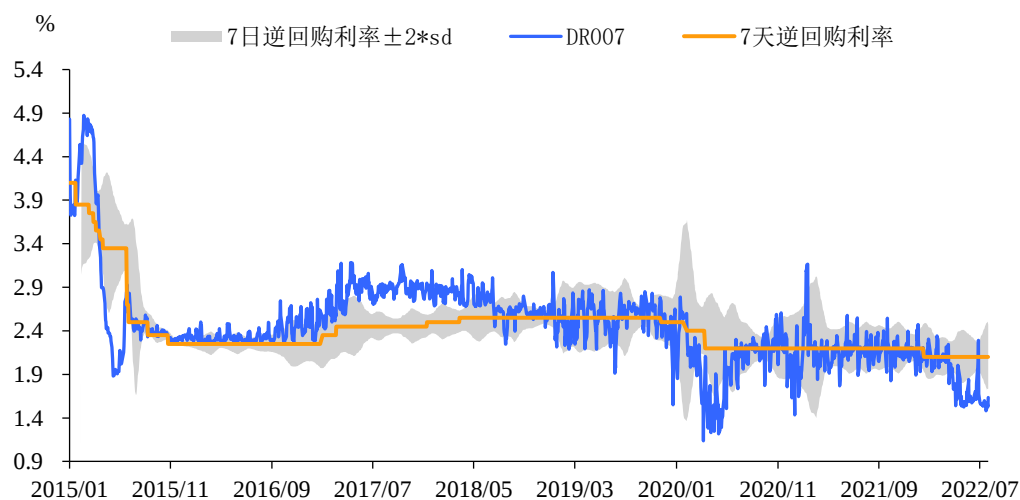
数据来源：Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

图6：新增存款与新增贷款规模出现明显分化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：布林通道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：DR007 平均在 29 个交易日后回归正常

	持续时长 (交易日)	M2-M1: 同比	公开市场操作余额 (亿元)
2015年6月	52	9.8%	41340
2019年7月	5	9.3%	33905
2019年12月	12	6.8%	42900
2020年2月	64	10.2%	41900
2020年9月	19	12.6%	48700
2020年12月	27	5.7%	57100
2022年7月	?	13.4%	54000

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_44596

