

## 宏观周报 20220804

# DR001 和 1% 的纠葛，还能持续多久？

2022 年 08 月 04 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

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《为何上半年美国“衰退”，欧洲却没有？》

2022-08-01

《DR001 破 1% 反映了什么？》

2022-07-31

《7 月政治局会议透露了哪些信号？》

2022-07-29

■ 本周 DR001 利率日内数次破 1%。当前逆回购存量明显低于往年，而银行间资金水平异常宽松，我们认为货币条件宽松与信贷需求的分化、房地产行业不景气等因素或是目前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和原因来看，预计当前情形还将延续甚至较平均时间更长。

■ 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。本周逆回购操作量维持在每日 20 亿元，逆回购存量进一步降低。然而，银行间质押式回购利率却继续下探，日内 DR001 多次破 1%，政策性利率与两周平均 DR007 利率点差超 60bp。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，货币条件宽松与信贷需求的分化是原因之一。M2 与 M1 的相对变化情况可以很好地反映资金的活化程度，一定程度上也可以反映信用周期、经济周期的同步性。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、房地产行业不景气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 规模同比增速达 13.4%，远超 9% 的疫情前平均水平。我们认为这反应了两大类因素：

首先，财政、货币政策集中发力，促使总体流动性较为充裕。一是留抵退税规模大超预期，自 4 月实施的大规模留抵退税规模达 1.88 万亿元，年内总体退税规模已超 2 万亿元，是去年全年退税规模的 2 倍。二是政策对基建领域的支持力度超预期。一方面 3.65 万亿美元的专项债提前发力，另一方面货币也通过提高政府性银行贷款额度、金融债促进基建领域信贷投放。6 月基建资金来源出现前所未有的跳升，考虑到资金的杠杆作用，前期所融资金并未全部实施到位。三是货币条件整体较为宽松。在今年 5 年期 LPR 调降 20bp，总体规模已超 2020 年的 15bp，实际利率、实际汇率总体走低。

其次，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，与货币宽松条件形成强烈对比。上半年信贷数据在对公贷款、尤其是票据融资的支持下实现了较多增长，然而居民部门信贷却不景气，金融机构 12 月滚动存款与贷款规模出现明显分化，且 7 月商品房销售又见下滑。最明显的问题出在房地产销售的大幅下滑和房地产投资、新开工、竣工等投资端数据的增速放缓上。据国家金融与发展实验室，今年上半年实体经济部门总债务增速仅为高峰时期平均增速的一半，居民部门债务增速创历史新低（8.1%，疫情前平均水平为 18.3%），总体呈现出政府部门加杠杆、居民部门降杠杆的结果，应警惕私人部门资产负债表衰退风险。

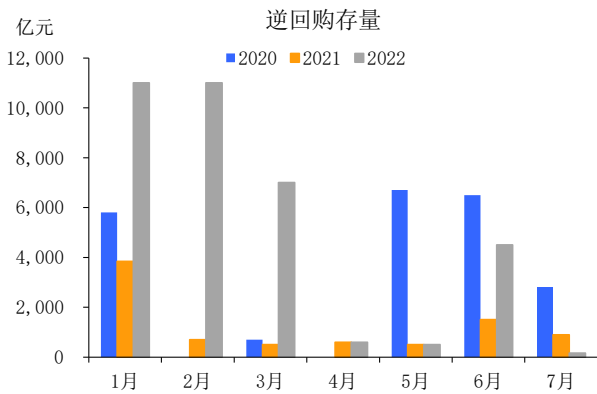
■ 7 月银行间市场杠杆率仍在高位，市场对三季度维持流动性宽松的预期有所加强。在央行减少逆回购操作量后，债市杠杆率未见明显下降，7 月杠杆水平仍在 109 以上的高位，银行间隔夜回购成交额创下新高。一方面央行缩量操作逆回购对总体资金利率的影响不大，且央行也曾在货币政策执行报告专栏中提出看价不看量的观点；另外，从当前逆回购交

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 73 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。

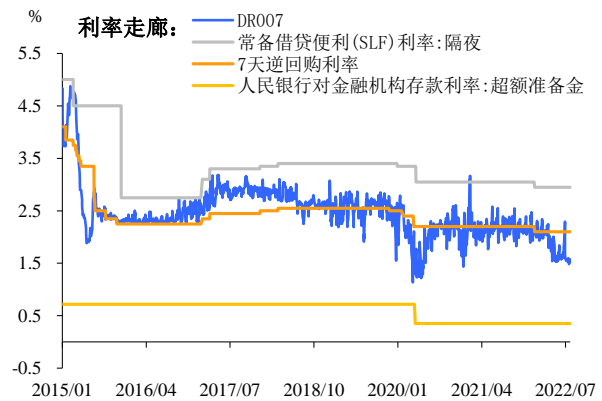
- **风险提示：**货币政策超预期，疫情影响超预期

图1：7月逆回购存量明显低于往年



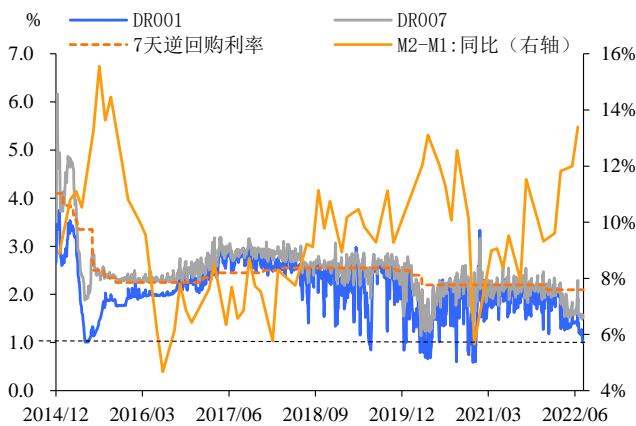
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：银行间资金水平宽松



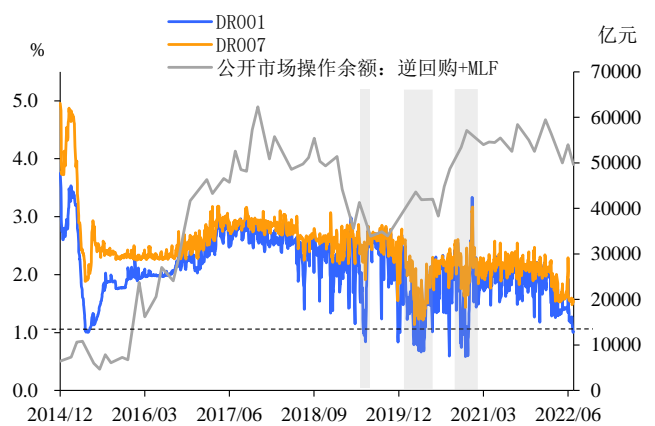
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：M2-M1 同比增速快速上升



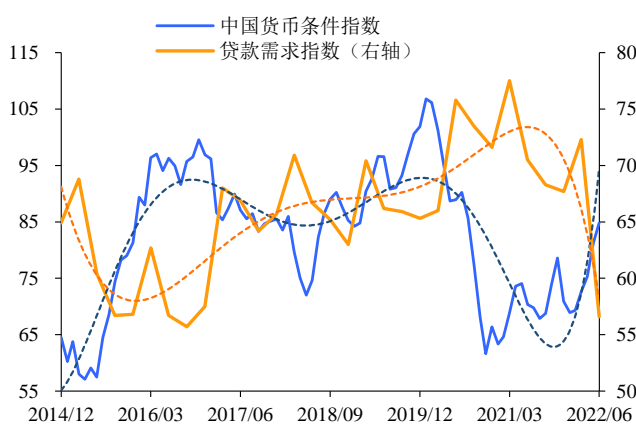
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：公开市场操作余额依然较高



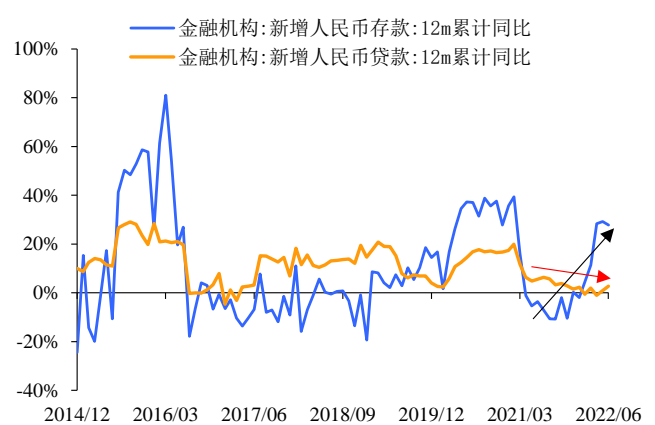
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：广义货币条件与信贷需求不同期



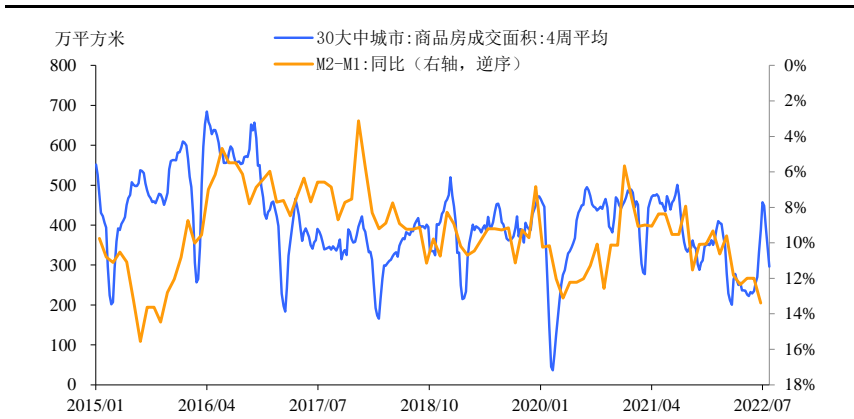
数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图6：新增存款与新增贷款规模出现明显分化



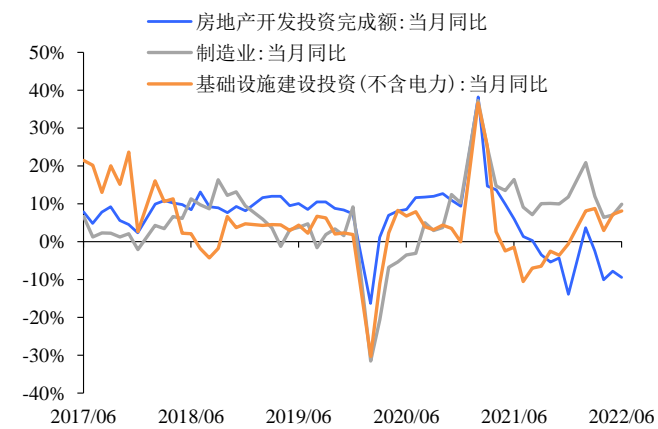
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：7月商品房销售再现下滑



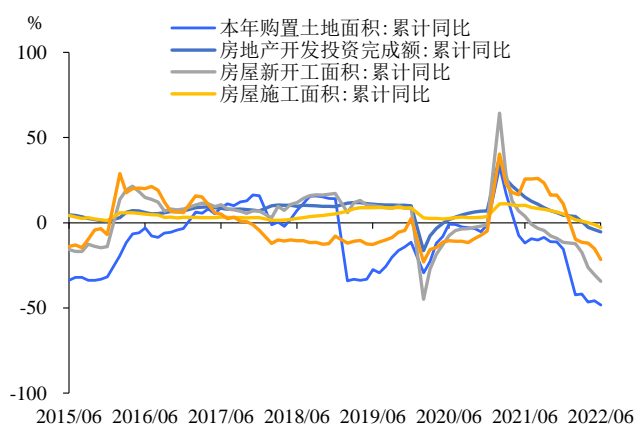
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：房地产投资仍为主要拖累



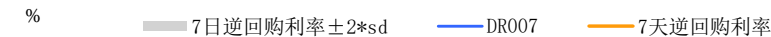
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：今年以来房地产投资端数据较弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：DR007 主要在以7天逆回购利率为中枢的布林通道内运行



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\\_44786](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_44786)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn