

总量研究

超常态的资金利率还能维持多久？

——流动性洞见系列九

要点

核心观点：4月以来，在资金供需失衡的状态下，资金利率长期大幅偏离政策利率运行，进而推动银行间杠杆高企。当前宏观环境与2020年存在明显差异，疫情长尾态势持续扰动经济修复，宽货币向宽信用的传导明显受阻，资金套利尚未从金融领域扩散至实体领域，房企资金流紧张蕴含潜在风险，资金利率走势和回归路径也将明显异于2020年。

我们预计，超常态资金利率拐点的出现，有赖于实体融资需求的趋势性企稳；资金利率的加速回归则有赖于房地产等领域风险收敛。三季度资金利率预计仍将维持低位运行，牵引利率曲线从“牛陡”走向“牛平”，但仍需关注政府债务限额落地融资、政策行信贷投放以及后续稳增长措施落地超预期。

焦点一：为什么资金利率持续处于低位？

供给充裕和需求低迷推动资金利率持续低位运行。资金供给端，4月以来，央行通过上缴利润、新增再贷款额度、增设金融工具等方式，向银行间市场投放了大量中长期流动性。资金需求端，在疫情持续多点散发、房地产市场风险发酵等扰动下，实体融资需求相对疲弱，表征资金供需差距的社融与广义货币增速差持续低位运行，表明实体经济对资金的需求明显弱于资金供给水平。

焦点二：资金利率会像2020年那样快速回归吗？

2020年疫情冲击下资金利率长时间低于政策利率80-100BP，宽松的流动性催生了金融和实体领域的资金套利，导致央行迅速收紧流动性。当前环境与2020年存在明显差异，资金利率的后续走势和回归路径也将会存在明显差异。

第一，新冠疫情扩散态势的明显差异，导致经济基本面的修复强度并不相同，基本面修复的不确定性意味着资金利率难以迅速回归常态。第二，宽货币向宽信用的传导存在差异，宽信用的稳定性仍有赖于宽松的资金环境予以支持。第三，资金淤积带来的空转套利影响范围存在差异，资金套利尚未从金融领域扩散至实体领域。第四，房地产市场风险仍未有效化解，防止房地产领域违约风险向金融体系蔓延，仍需相对宽松的资金环境。

焦点三：资金利率将会如何回归常态？

资金利率的回归路径，主要依赖于货币政策的取向和实体融资需求的修复。当前超常态资金利率的形成，根源在于资金市场的供需失衡，能否回归也将取决于供需相对态势的改变。我们预计，第一，资金利率拐点的出现，有赖于实体融资需求的趋势性企稳；第二，资金利率加速回归政策利率，有赖于房地产等领域市场风险的收敛，房地产企业债务违约和楼盘停工的关键症结在于资金流紧张。

焦点四：如何看待后续货币政策走向？

货币政策当前聚焦于刺激实体经济需求端，流动性水平兼顾宽信用和化风险，后续总量型政策取决于增长和通胀的相对形势，外部均衡的约束正在趋弱。若国内经济基本面温和修复，CPI同比增速温和上行，总量型货币政策进一步出台的必要性明显下降，结构性政策工具继续充当巩固经济修复态势的主力；若疫情反复持续扰动经济活动，房地产市场现状预期难以扭转，不排除政策利率还会进一步调降；若国内经济基本面温和修复，超预期的因素导致CPI同比增速大幅上行，流动性可能会存在较强的边际收紧预期，但政策利率调升的概率较小。

风险提示：政策落地不及预期，国内疫情超预期大规模反弹。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

相关研报

LPR下行空间多少：投资回报率的视角 —— 流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业 —— 流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？ —— 流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏 —— 流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌？ —— 流动性洞见系列四（2022-01-25）

货币微松能为稳增长做些什么？ —— 光大宏观周报（2022-01-16）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么？ —— 流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？ —— 流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、为什么资金利率持续处于低位？	3
2、资金利率会像 2020 年那样快速回归吗？	5
3、资金利率将会如何回归常态？	8
4、如何看待后续货币政策走向？	11
5、风险提示.....	12

图目录

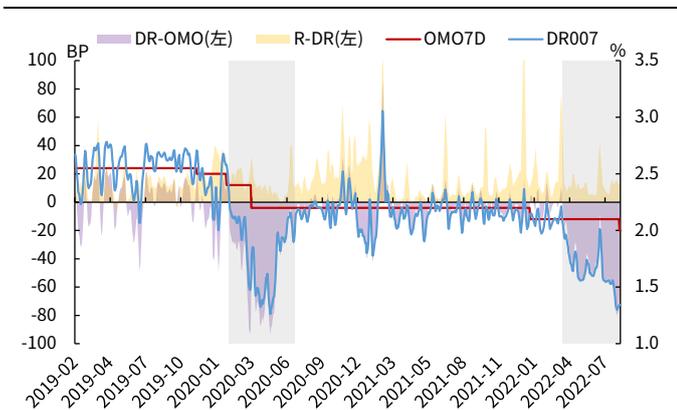
图 1：银行间 7 天期回购利率二季度以来明显低于政策利率	3
图 2：银行间隔夜回购利率二季度以来明显低于往年同期水平	3
图 3：4 月以来央行基础货币直接投放处于中性水平	4
图 4：4 月以来财政收支差额明显高于往年同期水平	4
图 5：4 月以来银行间市场杠杆率持续上行	4
图 6：银行间隔夜回购占比明显高于往年同期(除 2020 年)	4
图 7：2020 年上半年企业大量持有结构性存款套利	5
图 8：2020 年疫情发生后，监管部门和媒体都已经关注到实体经济领域的套利行为	5
图 9：2022 年与 2020 年新冠疫情扩散态势存在明显差异	6
图 10：2022 年以来青年组失业率明显高于往年同期水平	6
图 11：宽货币并未像 2020 年一样推高信贷增速	6
图 12：宽货币对社融增速的推动有限	6
图 13：企业表内和表外票据融资略高于往年同期水平	7
图 14：资金套利尚未从金融领域扩散至实体领域	7
图 15：7 月“停工停贷潮”风波至少涉及全国 266 个楼盘	8
图 16：30 大中城市商品房成交面积季节性缺口再度走阔	8
图 17：资金利率与资金供需关系具有高度的相关性	9
图 18：企业和居民部门融资对新增社融拖累增强	9
图 19：房地产企业新增违约债券数量维持高位	10
图 20：房地产企业新增违约债券金额维持高位	10
图 21：8 月以来商品房销售依然维持低迷	10
图 22：利率曲线有望从“牛陡”走向“牛平”	10
图 23：中美政策利率变动进一步分化	12
图 24：核心通胀持续低位运行表征实体需求低迷	12

1、为什么资金利率持续处于低位？

资金利率自4月以来持续维持在低位运行。政策利率是市场利率的锚，常态下，DR007利率一般会以7天期逆回购中标利率为中枢呈现区间震荡。可以看到，2021年初至今年一季度，DR007利率总体上是以7天期逆回购中标利率为中枢，在20个基点的范围内呈现窄幅震荡。但4月以来，DR007利率开始偏离政策利率持续下行，DR007利率平均偏离政策利率约49个基点(4月21日至8月16日)。

另外，表征银行间市场流动性紧张程度的分层利差水平，4月以来的波动程度也明显弱于往年。同时，4月以来，银行间隔夜回购利率也明显低于往年同期水平，隔夜回购利率与往年同期均值水平的利差也明显走阔。总体来看，4月以来，资金利率持续维持低位运行，资金面波动程度明显收敛，表明银行间市场流动性总体处于充裕略偏宽松的态势。

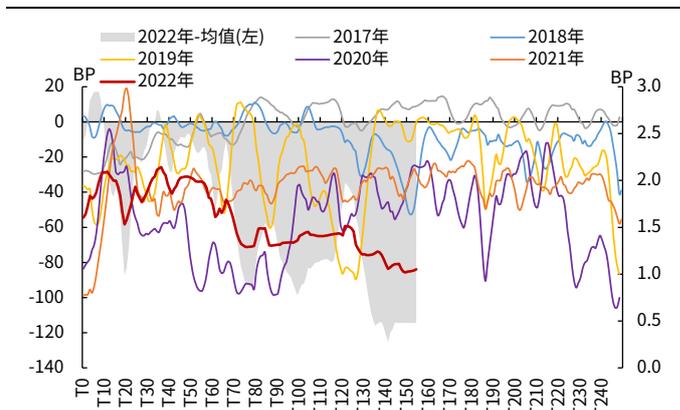
图1：银行间7天期回购利率二季度以来明显低于政策利率



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至2022年8月16日

图2：银行间隔夜回购利率二季度以来明显低于往年同期水平



资料来源：万得，光大证券研究所

数据说明：横轴表示当年年初开始的交易日天数，均值为2017年至2021年均值，数据截至2022年8月16日

供给充裕和需求低迷推动资金利率持续低位运行。资金市场主要是商业银行等金融机构进行资金融通的市場，在剔除政策利率的引导作用之外，资金利率的走势主要取决于央行的资金投放和商业银行的资金需求情况。通过回顾今年以来央行基础货币的直接投放情况，便会发现，无论是公开市场操作，还是中期借贷便利操作，均处于往年同期中性水平。

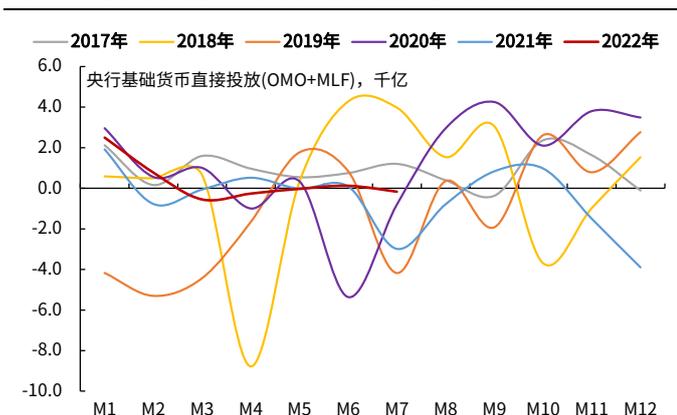
4月以来，央行通过上缴利润、新增再贷款额度、增设金融工具等方式，向银行间市场投放了大量中长期流动性。一则，4月央行开始通过上缴结存利润的方式，将往年结存利润划归财政账户，然后财政通过减税降费等方式，将资金投放到商业银行体系，根据二季度货政报告，央行上半年共向财政部上缴利润9000亿元。因而，4月以来，财政支出与财政收入的差额明显高于往年同期水平。

二则，今年二季度，央行陆续创设或者新增了4400亿元再贷款额度，通过向特定领域投放信贷的方式，也起到了向商业银行体系注入流动性的效果。

三则，6月29日，国常会确定政策性开发性金融工具支持重大项目建设的举措。随后，人民银行支持国家开发银行、农业发展银行分别设立金融工具，规模共3000亿元。

疫情反复、房地产市场风险发酵等因素拖累实体融资需求。但与今年二季度以来流动性超量供给相背离的是，在疫情持续多点散发、房地产市场风险发酵以及持续高温等因素的扰动下，实体经济的信贷等融资需求相对疲弱，表征资金供需差距的社融与广义货币增速差持续处于较低水平，并且自4月以来维持在负区间，表明实体经济对资金的需求明显弱于资金供给水平。

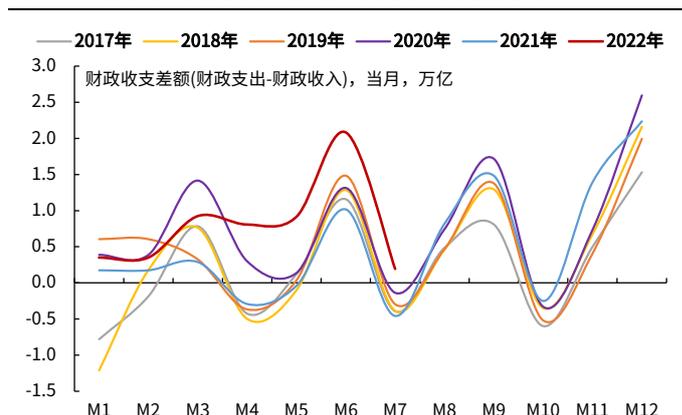
图 3：4 月以来央行基础货币直接投放处于中性水平



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 4：4 月以来财政收支差额明显高于往年同期水平

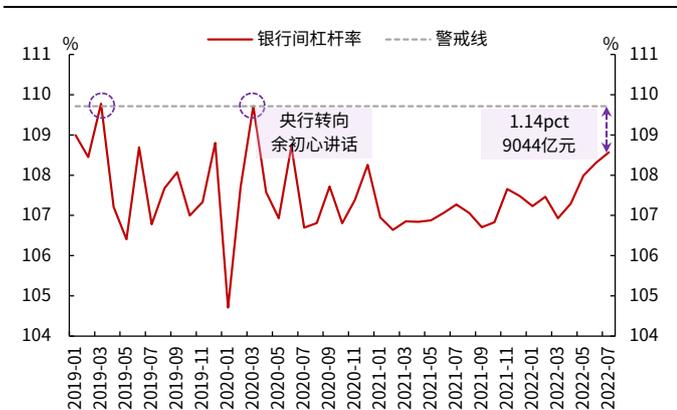


资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

充裕的流动性水平进而推升了银行间杠杆水平。4月以来，在持续走低且波动减弱的资金利率的助推下，银行间杠杆水平逐渐走高。从银行间市场杠杆率来看，3月末银行间市场杠杆约为106.9%，而到了7月末银行间杠杆已经上行到了约108.6%，距离2020年3月109.7%的高点仅有约1.1个百分点的差距。从银行间隔夜回购来看，质押式隔夜回购成交量由3月日均3.9万亿上行至7月日均5.6万亿，并且银行间隔夜回购占比也明显高于往年同期水平，与银行间市场杠杆高企的2020年水平相当。

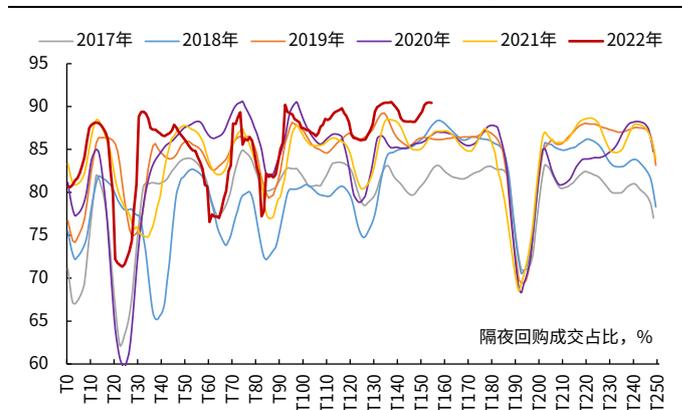
图 5：4 月以来银行间市场杠杆率持续上行



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 6：银行间隔夜回购占比明显高于往年同期(除 2020 年)



资料来源：万得，光大证券研究所

数据说明：横轴表示当年年初开始的交易日天数，数据截至 2022 年 8 月 16 日

2、资金利率会像 2020 年那样快速回归吗？

2020 年上半年受疫情冲击影响，资金利率长时间低于政策利率 80-100BP，充裕的流动性水平催生了银行间和实体经济领域的资金套利。2020 年初，新冠肺炎疫情在湖北省迅速蔓延，受此影响，人民银行先后三次降准(包含全面降准和定向降准)合计约 150BP，两次调降政策利率合计约 30 BP，在充裕流动性的推动下，DR007 利率从 1 月开始持续下行，到 5 月份已经平均偏离政策利率约 70BP，隔夜回购利率从 3 月开始长时间维持在 0.6%-0.9%之间震荡。

疫情冲击下，人民银行通过“宽货币”向金融体系注入了大量流动性，但是疫情防控影响下企业产能大量处于闲置状态，实体经济的信贷需求总体较为疲弱，因而，充裕的流动性在部分领域催生了资金套利。从银行间市场来看，银行间杠杆率从 2020 年 1 月的 104.7%，一路上行至 3 月的 109.7%。从实体领域来看，理财收益率与票据贴现收益率利差于 5 月份达到 195BP，企业结构性存款规模连续 7 个月维持在 6 万亿元以上。

金融体系和实体经济领域的资金套利行为，迅速引起了监管部门和新闻媒体的注意，因而，2020 年 5 月开始，监管部门先后出台了一系列措施打击资金套利行为，人民银行开始通过缩量续作等方式边际收紧流动性水平，DR007 利率从 2020 年 5 月中旬开始趋势性回升，并于 6 月末回归至政策利率附近。

图 7：2020 年上半年企业大量持有结构性存款套利



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 6 月

图 8：2020 年疫情发生后，监管部门和媒体都已经关注到实体经济领域的套利行为

日期	部门/媒体	表述
2020-03-04	财政部	防止层层加码叠加贴息支持，避免出现贷款利率过低带来企业套利等问题。
2020-04-20	人民银行	中国人民银行深圳中心支行向深圳市各商业银行下发通知，紧急自查房贷经营贷资金违规流入房地产市场情况。
2020-04-22	第一财经	结构性存款又创历史新高，流动性充裕下套利空间大。
2020-06-02	人民银行	潘功胜表示，金融机构要防范道德风险和金融风险，比如说资金的空转，现在利率比较低，要防止出现资金的套利等。
2020-06-04	北京银保监局	大数据监测到一些企业拿贷款资金违规套利。

资料来源：财政部，人民银行，北京银保监局，第一财经，光大证券研究所整理

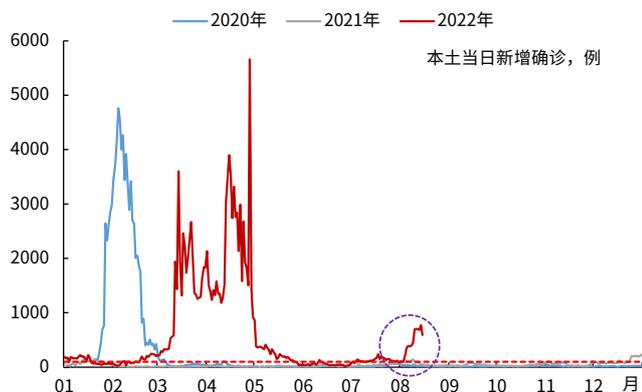
在疫情多点散发等因素的冲击下，今年 4 月以来，资金利率持续偏离政策利率，7 月单月 DR007 平均偏离政策利率约 49BP，稳定且廉价的资金环境再次将银行间杠杆率推升至较高水平。但当前的宏观环境和杠杆高企与 2020 年二季度并不完全相同，因而，资金利率的后续走势和回归路径也将会存在明显差异。

第一，新冠疫情扩散态势的明显差异，导致经济基本面的修复强度并不相同，基本面修复的不确定性意味着资金利率难以迅速回归常态。2020 年疫情传播区域主要集中在湖北省，并且新增病例曲线呈现单峰形态，后期几乎未见明显反复；但 2022 年以来疫情散发区域先后经历了广州、深圳、上海和北京等多个经济中

心城市,新增曲线呈现多峰形态,并且由于新冠病毒随着变异传播能力渐趋增强,疫情时有反复且长尾趋势日渐显现。若以日度新增确诊 100 例为基准线,2020 年日度新增确诊病例维持在基准线以上的天数为 48 天,而 2022 年仅前 7 个月就有 143 天,并且 8 月仍维持在日度新增确诊 100 例以上。

疫情持续多点散发持续扰动生产经营活动。2020 年 3 月中旬以后,随着新增确诊病例趋势性回落至较低水平,国内逐渐开启复工复产,疫情对正常生产经营活动的扰动日渐趋弱,制造业 PMI、生产增速、投资增速、消费增速以及失业率迅速向疫情前水平回归。但是 2022 年以来由于疫情持续多点散发,疫情防控也转为常态化防控,对正常生产经营活动的扰动具有反复性和不确定性,经济基本面的修复动能也一波三折,青年组失业率水平持续高于往年同期水平。

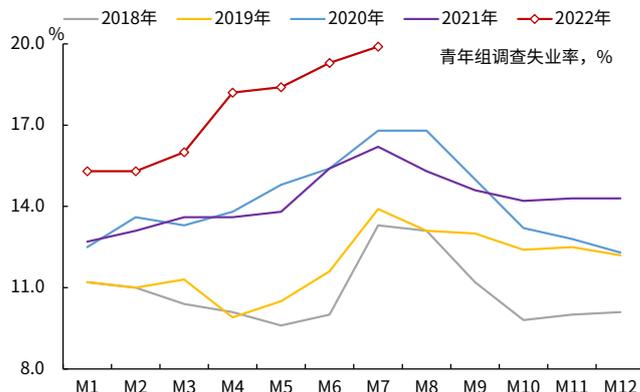
图 9: 2022 年与 2020 年新冠疫情扩散态势存在明显差异



资料来源: 万得, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 8 月 15 日

图 10: 2022 年以来青年组失业率明显高于往年同期水平

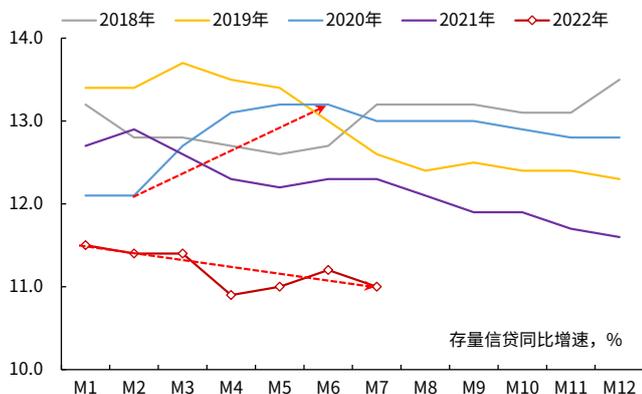


资料来源: 万得, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

第二, 宽货币向宽信用的传导存在差异, 宽信用的稳定性仍有赖于宽松的资金环境予以支持。2020 年疫情开始大面积扩散后, 央行接连调降了存款准备金率和政策利率, 在一系列宽货币措施落地后, 宽货币迅速向宽信用传导, 信贷增速和社融增速从 3 月开始明显走高。2022 年面临“三重压力”的扰动, 央行在推出一系列宽货币措施后, 宽货币向宽信用的传导呈现出明显的阻滞, 信贷增速持续震荡下行, 社融增速在政府债券融资的推动下勉强小幅回升。宽货币最终的目的在于宽信用, 在宽信用尚未明显企稳的背景下, 货币宽松很难实现边际转向。

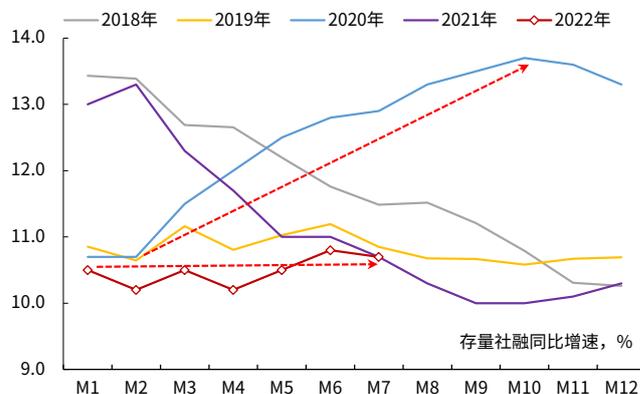
图 11: 宽货币并未像 2020 年一样推高信贷增速



资料来源: 万得, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 12: 宽货币对社融增速的推动有限



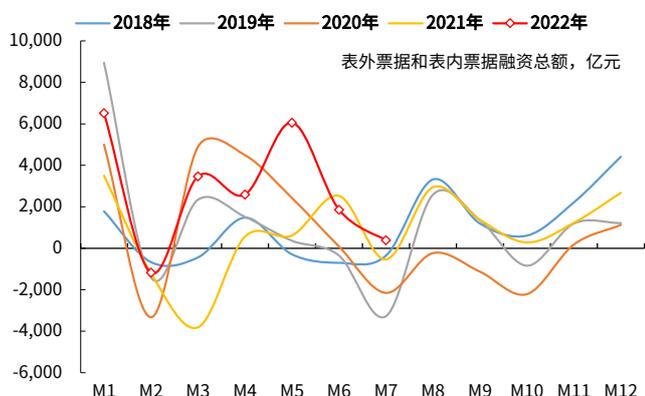
资料来源: 万得, 光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

第三，资金淤积带来的空转套利影响范围存在差异，资金套利尚未从金融领域扩散至实体领域。2020年在资金利率持续走低的助推下，票据贴现利率持续走低，理财产品收益率与票据融资利差持续走阔，部分实体企业利用票据融资购买理财产品套取利息差额。今年4月以来，在宽松资金环境的助推下，票据贴现利率长期低位运行，表内和表外票据融资量明显高于往年同期水平，但是理财产品的企业客户持有量并未呈现出明显上行，表明资金套利尚未从金融领域扩散至实体领域。

同时，7月末银行间市场杠杆率约为108.6%，距离2020年3月109.7%的高点仍有约1.1个百分点的差距，表明当前金融领域的资金套利情况也略低于2020年引起监管警觉的水平。

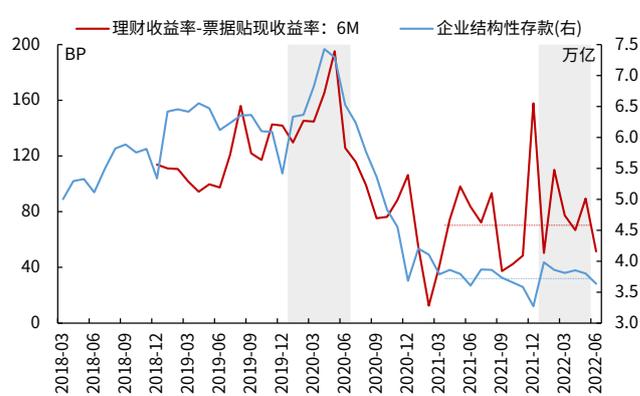
图 13：企业表内和表外票据融资略高于往年同期水平



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 7 月

图 14：资金套利尚未从金融领域扩散至实体领域



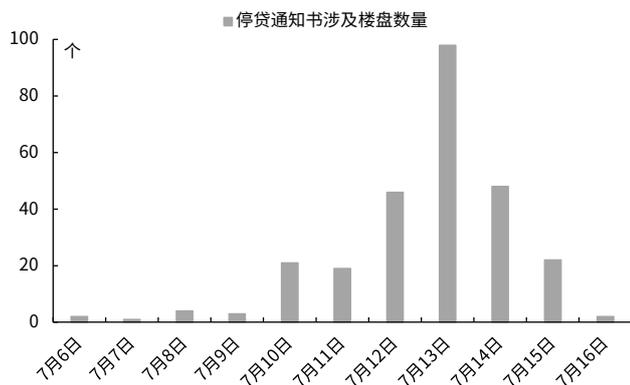
资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 6 月

第四，房地产市场风险仍未有效化解，防止房地产领域违约风险向金融体系蔓延，仍需相对宽松的资金环境。今年7月份“停工停贷潮”在全国范围内迅速蔓延，根据易居研究院统计显示，停贷潮至少涉及全国10个省份的266个楼盘。随后，7月政治局会议和银保监会先后表态强调“保交楼、保民生、保稳定”，而停工楼盘重新复工势必需要大量启动资金的投入。在房地产市场风险不断发酵的背景下，房地产相关企业的融资同样需要宽松的资金环境予以支撑。

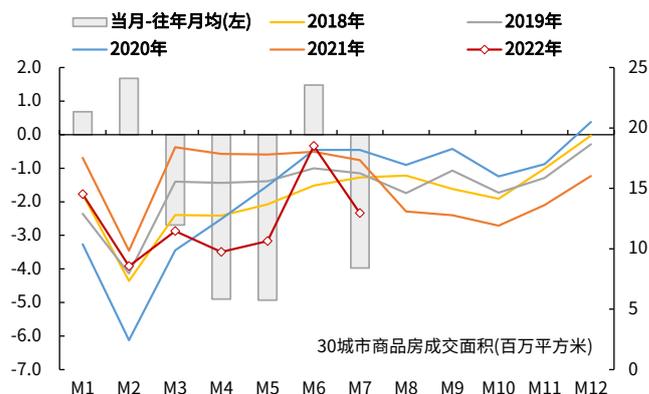
从商品房销售数据来看，“停工停贷潮”不仅对房地产开发企业及相关银行产生了显著影响，同时，对商品房销售也产生了明显的冲击效应。今年3月至5月，30个大中城市商品房销售面积明显弱于往年同期，在多地放松限贷限购监管以及调降房贷利率的推动下，6月30个大中城市商品房成交面积季节性缺口大幅收缩并转正，但是在7月“停工停贷潮”的冲击下，30个大中城市商品房成交面积季节性缺口再次大幅走阔。

图 15: 7 月“停工停贷潮”风波至少涉及全国 266 个楼盘



资料来源: 易居研究院智库中心, 光大证券研究所

图 16: 30 大中城市商品房成交面积季节性缺口再度走阔



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据说明: 往年均值表示 2018 年-2021 年当月的均值, 数据截至 2022 年 7 月

3、资金利率将会如何回归常态?

资金利率的回归路径, 主要依赖于货币政策的取向和实体融资需求的修复。当前超常态资金利率的形成, 根源在于资金市场的供需失衡。一方面, 央行多次降准降息、上缴结存利润以及调增再贷款额度, 向金融市场注入了大量流动性; 另一方面, 在疫情持续多点散发、房地产市场风险持续发酵等因素扰动下, 剔除政府部门需求后的实体经济融资需求持续低迷, 充裕的流动性淤积在银行间, 推动了资金利率持续位于低位运行。因而, 资金利率的回归, 也将取决于供需相对态势的改变。

资金利率拐点的出现, 有赖于实体融资需求的趋势性企稳。7 月 28 日政治局会议要求“财政货币政策要有效弥补社会需求不足...加大对企业的信贷支持”, 二季度货政报告对此要求也再次进行了确认, 表明当前货币政策的核心诉求是通过宽信用助力稳增长, 在实体融资需求呈现企稳回升态势之前, 宽货币对于宽信用的支持就难以退出。

如果我们用社融同比增速表征实体融资需求, M2 同比增速表征资金供给水平, 两者的轧差表征资金供需关系, 可以看到, 资金利率与资金供需关系具有高度相

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_45399

