

极宽的流动性或已过去

2022年09月01日

8月中旬货币市场资金利率开始抬升，8月下旬以来的流动性变化已经不是简单的跨月因素所致。我们倾向于认为，过去一段时间流动性极宽的诱发因素正在消退。只要不出现系统性风险等极端扰动，资金面最宽时期或已过去。

➤ 首先排除一种质疑，近期资金利率上行主因跨月扰动

月末或者季末都会有资金节奏性收紧的常规表现。本轮资金收紧恰逢月末，不免令人疑惑——近期资金面收紧是否更多反应短期的跨月节奏，而非真正的趋势变化？我们观察到三点现象，显示跨月因素不足以解释近期资金利率上行。

价格层面，当前 DR001 和 DR007 同频走高。若仅是跨月原因，DR001 并不会跟随 DR007 上行；**数量层面**，8月上旬银行间质押式逆回购成交量已现回落趋势，表明当前流动性边际收敛并非完全起因短暂的跨月扰动；**其他利率维度**，同业存单和债市利率同步调整，这是月末性因素难以解释。以今年6月末为例，跨月因素下当时资金较为紧张，却未引发债券市场大幅回调。

➤ 展望未来资金趋势，我们先来理解过去一段时间极宽资金面的成因

我们可以将极宽流动性大而化之地归因为疫情干扰这一宏观大背景。

然若以资金量价视角来解构流动性格局，不难发现过去一段时间极宽流动性之所以成立，原因有二：其一，私人部门实体融资偏弱，资金无法有效进入实体；其二，财政投放力度大，国库资金源源不断投放到货币金融市场。

7月至8月上旬，私人部门信用坍塌，恰逢财政支出力度加大。最终7月至8月上旬市场迎来这样一组流动性组合，财政代替央行实施流动性投放，私人部门信用扩张有限，流动性囤积在金融市场之内。

正是这样的流动性格局之下，即便央行在公开市场实施净回笼，市场还是见证了破1%的隔夜利率，极低的票据和同业利率，金融高杠杆和机构配置资产荒。

➤ 立足当下，过去一段时间流动性极宽诱致因素正在消退

首先是央行对资金面极度充裕的容忍度或有所变化。我们理解8月MLF缩量降息已经足够表达央行这一态度。此外8月MLF和OMO都在净回笼资金，历史上不为多见，或表明对过低资金利率所带来的副作用有一定担忧。

其次是8月底信用有企稳迹象。近期1年期国股和农商票据转贴利率上行幅度超过50BP；更短期限的票据转贴利率，其上行幅度甚至超过80BP。当前票据利率快速走高，或指向8月信贷修复。6月国常会下达政策性金融工具，8月国常会再加码3000亿元专项建设基金。预计未来信贷会有边际企稳迹象。

最后是政府债券短期供给压力对资金面造成压力。5000多亿元专项债结存限额在10月底发行完毕，减税降费力度边际走弱，未来财政筹资力度增加，支出力度较之前减弱。

➤ 对于未来资金面走势，我们有三点核心判断。

第一，8月底以来极宽流动性的诱致因素正在发生变化。预计资金面结束极宽表现，流动性从极宽走向偏宽。

第二，无需对资金收紧过度恐慌，资金利率并不会重演2020年下半年情景。

第三，未来流动性是否会有进一步收紧，市场交易的资金利率是否回归常规，关键在于地产。地产企稳回升，资金或将收敛，地产继续低迷，资金维持偏宽。

风险提示：疫超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1.8月PMI数据点评：当前宏观的核心矛盾仍在地产-2022/08/31

2.地产、宏观联合专题研究：当前地产现状评估-2022/08/29

3.全球大类资产跟踪周报：长短端利率均有上行-2022/08/28

4.政策双周报：新一轮稳经济政策推进-2022/08/28

5.宏观专题研究：鲍威尔的“沃尔克时刻”-2022/08/27

目录

前言	3
1 当前流动性边际收紧不止是月末因素扰动	4
2 MLF 和 OMO 净回笼或表明央行收紧态度	6
3 8 月信贷有望复苏，推向资金从金融流向实体	7
4 资金面最宽松的时期或已结束	8
5 风险提示	9
插图目录	10

前言

8 月中下旬，资金利率抬升，同时债券市场出现调整，流动性边际有所收紧。有观点认为当前资金利率抬升是短期因素扰动的结果，是暂时性的，待短期因素消退后，资金利率就会重回宽松。

但根据市场定价、央行态度以及实体信贷情况等方面，当前流动性收紧仅归咎于短期因素是不够的，资金利率抬升是多方面综合结果。当前资金利率上行，或意味着 7 月以来的宽松流动性局面已经过去。

1 当前流动性边际收紧不止是月末因素扰动

8月中旬开始，货币市场资金利率抬升，自8月15日到8月26日，DR001和DR007分别上行21BP、32BP。一部分观点认为当前资金利率上升主要是月末因素扰动，只是暂时性的，但当前流动性收紧显然并不能仅仅归咎于月末因素。

首先，价格层面，当前DR001和DR007同步走高，如果仅仅是月末因素扰动，DR001并不会跟随DR007上行。

我们以2022年3月、4月和6月为例，短期内DR007和DR001因月末因素都有明显上行，DR007往往领先DR001上行，导致DR007与DR001的利差扩大，但当前DR007与DR001同步上行，并不存在明显时滞，尽管DR007与DR001的利差略有走高，但变动幅度与其他月份相比并不明显，如果仅是月末因素，是无法解释DR001和DR007同时变动的。

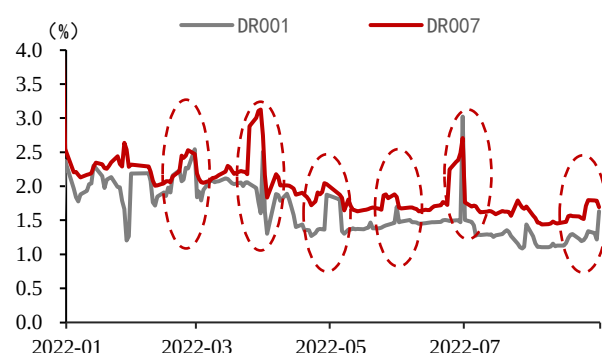
其次，量的层面，银行间质押式逆回购成交量出现明显见顶回落的趋势，流动性边际收紧。

8月8日、9日连续两个交易日逆回购规模突破7万亿元，随后开始下滑，尽管16日再次突破7万亿，但不得否认的是，当前逆回购规模很难再进一步。而在5、6、7三月份，逆回购在月内节节走高，直到临近月末才会短暂回落，这种情况下，逆回购规模的高点往往在下半月，但本月逆回购规模当月高点已经出现，说明当前实际流动性可能存在收紧的迹象。

其三，同业存单、债券市场同步调整，月末性因素难以解释。

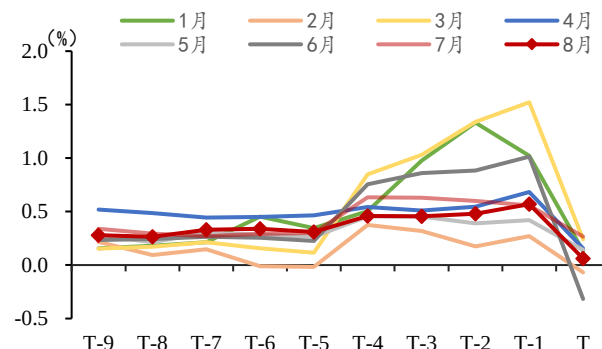
8月下旬，不仅仅是资金面有所收紧，债券市场也出现不同程度回调，10年国债利率上行至2.65%，短端利率上行幅度更大，同时，信用利差都有不同程度走阔。同业存单发行利率也有所走高。如果是月末因素，很难解释当前市场定价模式。例如今年6月末，资金比当前还要紧张，但并没有引发债券市场大幅回调。

图1：DR001和DR007



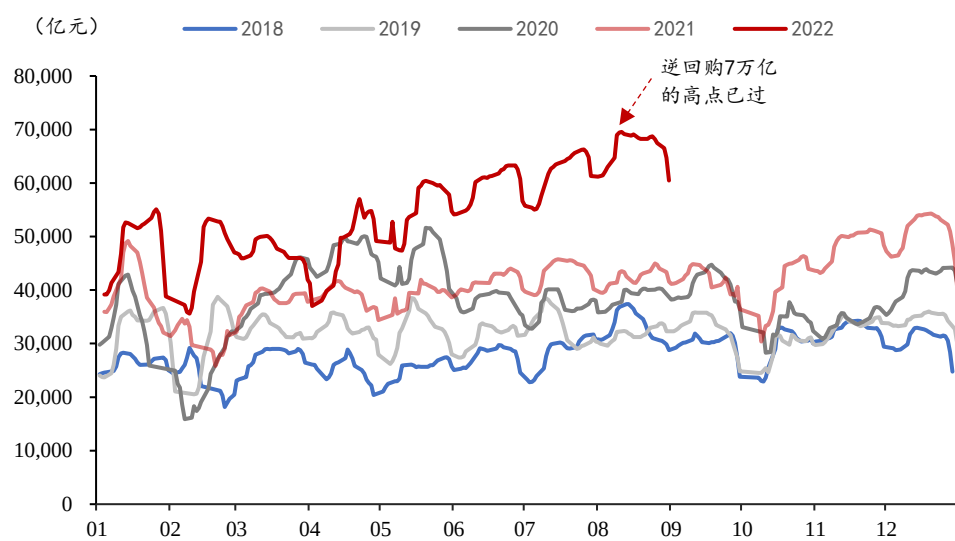
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2022年各月最后10个交易日DR007与DR001的差值



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：银行质押式回购成交量 7 天移动平均



资料来源：wind，民生证券研究院

2 MLF 和 OMO 净回笼或表明央行收紧态度

尽管 8 月份央行降息，下调 OMO、MLF 利率，但并不代表资金利率可以长期大幅偏离于政策利率。实质上，央行已经通过公开市场操作，表明对资金利率过低的担忧。

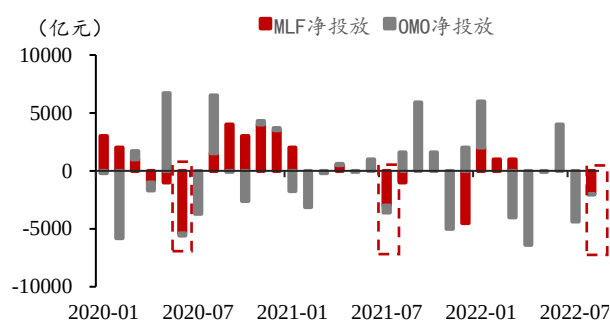
首先，8 月 MLF 和 OMO 都在净回笼资金。

自是 2020 年以来，这是第三次出现 OMO 和 MLF 当月同时回笼资金的情况，而之前两次一次是 2020 年 7 月，随后资金利率也明显上行；另一次是 2021 年 7 月，当时央行降准进行对冲。可见，央行已经通过公开市场操作进行边际上收紧流动性。

其实，公开市场操作对税期、月末等短期扰动因素不敏感。

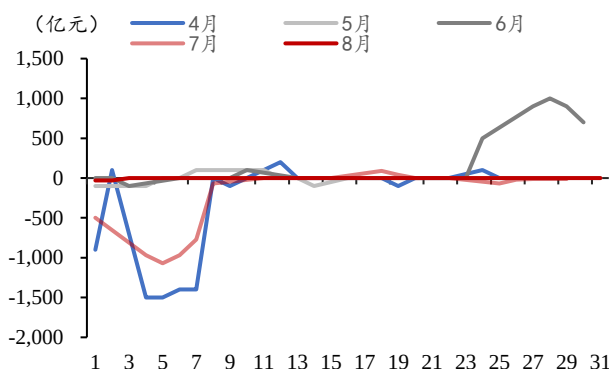
8 月以来，央行每天逆回购 20 亿元，即使 8 月税期和月末也没有任何变动，这种投放节奏往在今年 4、5 月出现过，但那时央行降准，并且财政正在大规模被动投放流动性。而反观，7 月央行尽管开始降低逆回购规模，但税期仍然将逆回购投放的规模从 30 亿元上调至 120 亿元，而当前似乎已经对短期扰动因素不敏感，或反映当前流动性已经充足，短期内资金利率抬升或许是适宜的。

图4：MLF 和 OMO 净投放



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：央行 OMO 投放对税期等扰动因素不敏感



资料来源：wind，民生证券研究院

3 8月信贷有望复苏，推向资金从金融流向实体

今年以来，资金利率持续偏宽主要在于财政被动投放流动性，而实体信贷需求一般，导致资金淤于金融市场。当前资金面边际收紧，主要逻辑是实体信贷需求边际改善，冗余资金正在从金融流向实体。

8月下旬票据利率大幅抬升，或指向信贷复苏。

1年期国股和农商票据转贴利率上行幅度超过50BP，更短期限的票据转贴利率上行幅度甚至超过80BP。票据作为商业银行信贷指标的调节工具，今年以来对信贷情况一直有很好的指示作用。当前票据被大幅抛售，或指向当前银行信贷指标8月信贷复苏。

政策性金融工具发力，企业中长贷有望回暖。

6月以来，政策性金融工具逐步发力，基建项目资本金到位有望拉动企业信贷。截至8月26日，6月29日国常会宣布的3000亿专项建设基金已经投放完毕，国开基础设施投资基金和农发基础设施基金分别投放2100亿元和900亿元。这意味着有相当一部分的基建项目资本金到位，而这些资金对信贷的撬动作用也将显现，尤其是对企业中长贷的拉动。

另外，当前政策端强调加快政策举措落实，国务院大督查将地方稳经济工作纳入督查和服务范围，将此前7月政治局会议提到的“经济大省要勇挑大梁”落到实处，此前出现的资金空转的情形恐难以持续。

图6：国股转贴利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：票据融资增速创三年来新高



资料来源：wind，民生证券研究院

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_45757

