货币市场利率长短端或有分化

——货币市场与流动性月报

宏观研究部

赵艳超
分析师
电话：021_22852649
邮箱：880223@cib.com.cn

鲁政委
兴业银行 首席经济学家
华福证券 首席经济学家

摘要

和我们前期的预判一致，4 月市场预期的降准并未落地。央行公开市场操作、货币政策委员会会议精神以及央行有关领导近期表态均表明，当前货币政策出现微调，但是并未转向。“松紧适度”的政策环境下，DR007 运行在“下有底、上有顶”的“舒适区”。

从期限利差的角度看，当前中长期货币市场利率与 DR007 的期限利差处于历史较低水平，未来中长期货币市场利率有上行的可能。

展望 5 月，银行间流动性仍将保持合理充裕。预计货币市场利率 DR007 在月初回落至政策利率之下，中旬随着 MLF 到期、税期高峰、利率债发行缴款等因素的影响，DR007 将回到政策利率一线。总体而言，DR007 将继续保持在“下有底、上有顶”的“舒适区”运行，中长期货币市场利率有继续上行的可能。

关键词：流动性 中长期货币市场利率

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1 DR007 呈现出“下有底、上有顶”的特点 4
图表 2 货币市场利率走势 4
图表 3 4 月份流动性分层有所改善 5
图表 4 4 月中长期同业存单发行利率明显上行 5
图表 5 1 年期同业存单发行利率与 DR007 期限利差走势 6
图表 6 1 年期同业存单发行利率向政策利率回归 6
图表 7 长短端货币市场利率期限利差的分解 7
图表 8 5 月份 MLF 到期量为年内较低水平 7
图表 9 政府存款环比变动季节性 8
图表 10 4 月地方债发行节奏有所放缓 8

一、4 月份货币市场与流动性回顾

与我们前期的预判基本一致，4 月份银行间流动性整体保持充裕，市场预期的降准并未落地，货币市场利率边际回升，央行货币政策边际调整得到多维度的确认。

货币政策边际调整，但并未转向。央行货币政策委员会 2019 年第一季度例会会议精神表明，在新的经济形势下，货币当局的政策重心也有所调整，再提战略定力与货币闸门。与 2018 年第四季度例会相比，本次例会提出“保持战略定力”、“把好货币供给总闸门，不搞‘大水漫灌’”，逆周期调节也从加大力度变为了“坚持”。这些变化都反映出货币政策边际上趋紧。在 4 月 25 举办的国新办政策例行吹风会上，央行有关领导表示：“稳健货币政策总体上力度得当、松紧适度，原来并没有放松，现在也谈不上收紧。”政策信号表明，当前货币政策出现边际调整，但是并未转向。

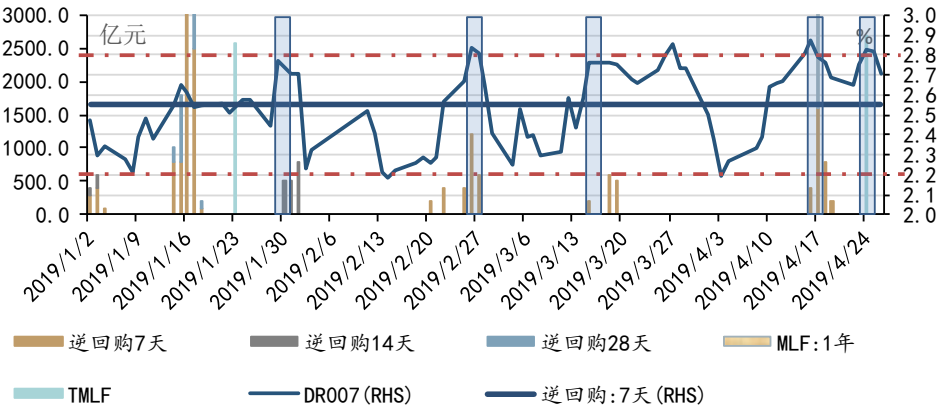
降准的预期差。3 月 29 日有消息称“中国人民银行决定自 2019 年 4 月 1 日起，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点”，央行相关人士表示此为不实消息，但市场对于 4 月降准依然存在较强的预期。4 月 17 日召开的国务院常务会议提出“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”，此后市场降准预期再起。而 4 月 23 日晚间，央行旗下媒体《金融时报》援引央行方面回应称，当天市场流传的“25 日起定向降准”传言不实。短短不到一个月的时间，市场两度出现降准传言、央行两度进行辟谣。降准预期差加大了货币市场利率的波动，放大了货币政策边际调整造成的流动性的边际收紧。

从连续暂停逆回购操作到缩量续作 MLF，公开市场操作体现央行货币政策边际调整动向。4 月中旬，随着 MLF 到期，市场预期的降准并未落地，而且央行采取“逆回购+缩量续作 MLF”的方式对到期的 MLF 进行了对冲。“逆回购+缩量续作 MLF”的操作组合进一步体现了央行货币政策的边际调整。4 月 24 日，央行开展了 2019 年第二季度 TMLF 操作，对缩量续作 MLF 所产生的中长期流动性缺口形成了补充。

DR007 运行在“舒适区”。央行副行长刘国强在国新办政策吹风会上建议可以通过观察 DR007 来判断流动性的松紧情况。我们发布于 2019 年 4 月 28 日的报告《央行的利率“舒适区”——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 13 期》曾指出，今年以来，**DR007 的运行情况基本上呈现出“下有底、上有顶”的特点**：在流动性较为充裕、货币市场利率下行时，DR007 基本上以 2.20%形成支撑；而货币市场利率上行时，当 DR007 达到 2.80%左右的位置时，央行大概率会通过逆回购等公开市场操作投放流动性，以控制利率的进一步上行。

DR007 这种“下有底、上有顶”的运行区间，或是货币政策松紧适度的基调下央行对于货币市场利率、银行间流动性的合意区间。

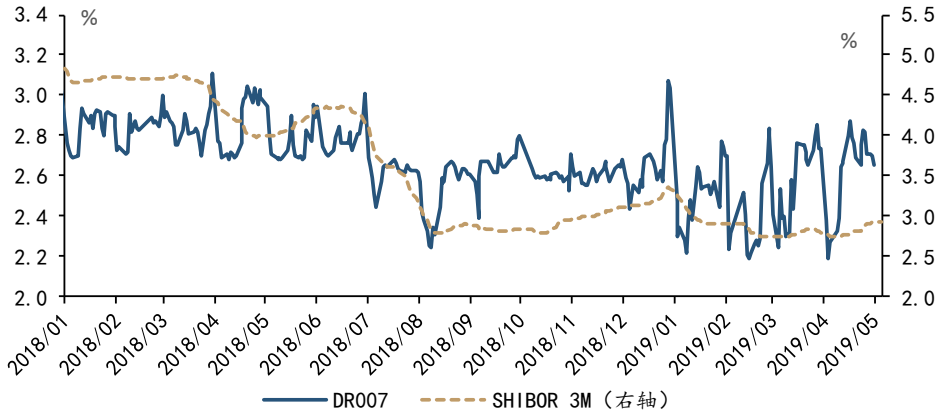
图表 1 DR007 呈现出“下有底、上有顶”的特点



资料来源：WIND，兴业研究

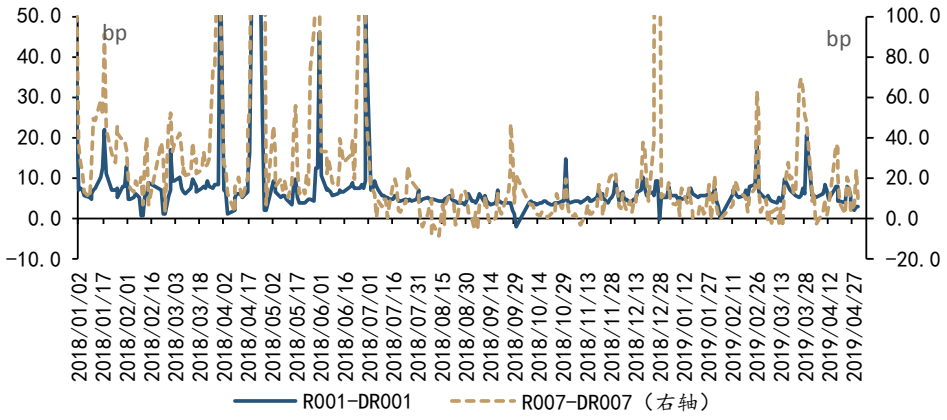
货币市场利率运行情况方面，从资金利率水平看，4 月初 DR007 短暂回落到政策利率下方，进入中旬，随着降准预期“落空”、央行缩量续作 MLF 以及缴税等因素的影响，货币市场利率回升，期间一度上行至 2.87%，达到 2018 年下半年以来的高位(不考虑 2018 年末跨年时点),4 月份 DR007 中枢为 2.62%，为今年以来最高，接近去年第四季度的水平；从流动性分层情况来看，4 月份货币市场流动性分层较 3 月份有所改善。

图表 2 货币市场利率走势



资料来源：WIND，兴业研究

图表 3 4 月份流动性分层有所改善

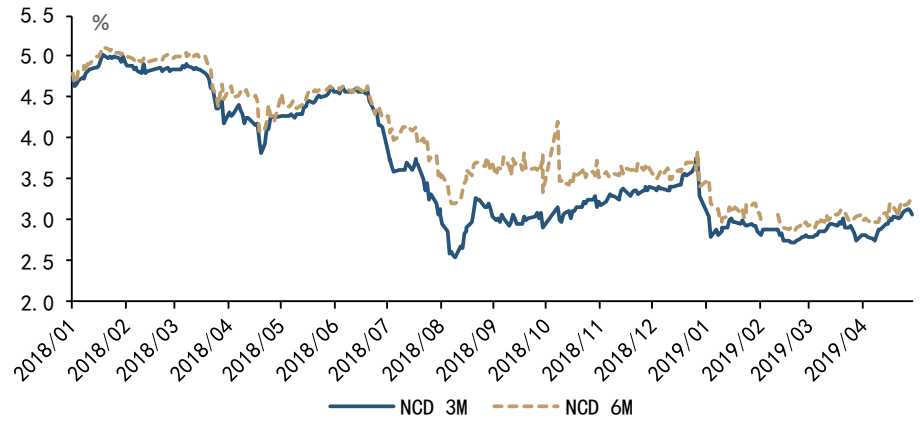


资料来源：WIND，兴业研究

二、中长期货币市场利率有上行动力

当前以 DR007 代表的短端货币市场利率运行在央行合意区间，那么，以同业存单发行利率为代表的中长期货币市场利率走势又将如何演绎呢？

图表 4 4 月中长期同业存单发行利率明显上行

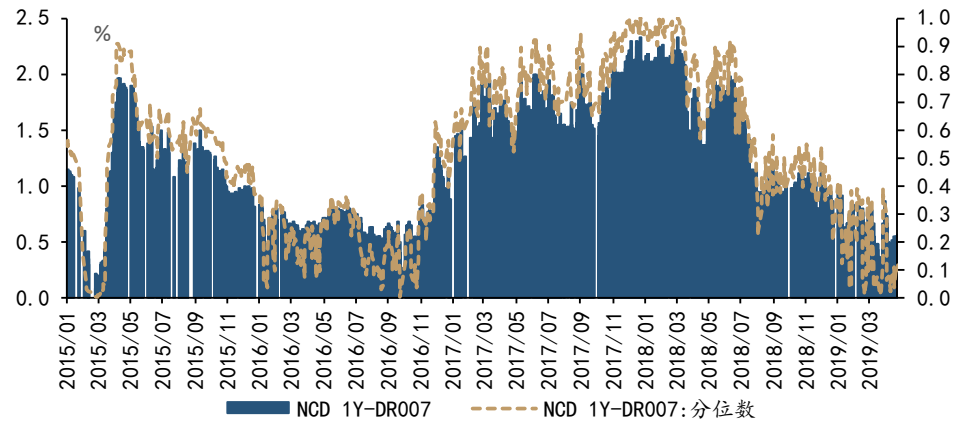


资料来源：WIND，兴业研究

当前中长期同业存单发行利率或被低估，未来有上行的动力。我们可以从两个维度来进行考察未来 1 年期同业存单利率可能的水平：第一个维度是 1 年期同业存单发行利率与 DR007 的关系，第二个维度是 1 年期同业存单发行利率与同期限政策利率的关系。

从第一个维度来看，与短端货币市场利率 DR007 相比，当前 1 年期同业存单发现利率是偏低的。虽然 4 月份中长期同业存单发行利率有所上行，但是数据表明，当前（以 4 月 30 日数据为例）1 年期股份行同业存单发行利率与 DR007 的利差历史分位数为 12%，仍处于历史较低水平。并且 4 月份该利差均值为 52bp，显著低于其历史平均水平的 115bp。

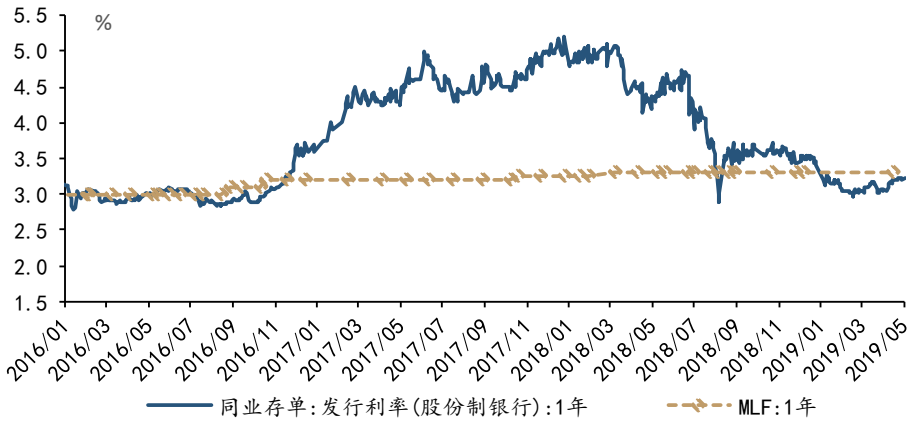
图表 5　1 年期同业存单发行利率与 DR007 期限利差走势



资料来源：WIND，兴业研究

从第二个维度来看，与政策利率相比，当前 1 年期同业存单利率或也是偏低的。目前 1 年期 MLF 操作利率为 3.30%，而 2019 年 1 月份以来，1 年期股份行同业存单发行利率跌破这一政策利率水平，并持续至今。近期，NCD 1Y 向政策利率回归，但是依然位于政策利率下方。

图表 6　1 年期同业存单期发行利率向政策利率回归



资料来源：WIND，兴业研究

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_12735