

宏观思辨系列（第8期）

如何理解当前的货币政策操作

■ 核心摘要

1) 今年以来，由于疫情的突然爆发，我国货币政策操作呈现几个阶段性特点。在 2-4 月，货币政策整体比较宽松，政策主线是加强逆周期调节和针对疫情出台一些特殊的、阶段性的货币政策工具；在 5-6 月份，货币政策明显边际收紧，政策主线转向打击资金空转防范金融风险。自 7 月份以来，货币政策的主线转向稳增长与防风险的长期平衡。

2) 6 月和 7 月份央行通过公开市场操作和 MLF 操作整体在净回笼流动性。8 月，央行超额净投放 1500 亿 MLF，通过公开市场净投放 3800 亿流动性，这是否又意味着货币政策边际转向宽松呢？

3) 我们认为不是，8 月份流动性的超额投放是对当前资金面偏紧的一种修正。其一，当前银行体系对长钱的需求量较大；其二，8 月 7 日以来，DR007 利率平均为 2.27%，持续高于 7 天逆回购利率，也显著高于 7 月份平均水平 2.14%，流动性偏紧进一步凸显；其三，当前超储率可能低于央行的合意水平（1.5-2%）。

4) 展望接下来货币政策的总量操作仍然是保持稳健中性，通过流动性操作引导市场短期利率和长期利率围绕 OMO 和 MLF 政策利率平稳波动，也即以量保价。当前的货币政策操作已经回到常态化，边际上既不会大幅放松也不会再继续收紧。货币政策采取结构性工具稳增长，不会带来利率的趋势性变化。利率的阶段性下行需要博弈两个因素导致的基本面下行压力加大，一个是地产销售增速的超预期回落；一个是消费疲弱对经济产生显著的拖累。

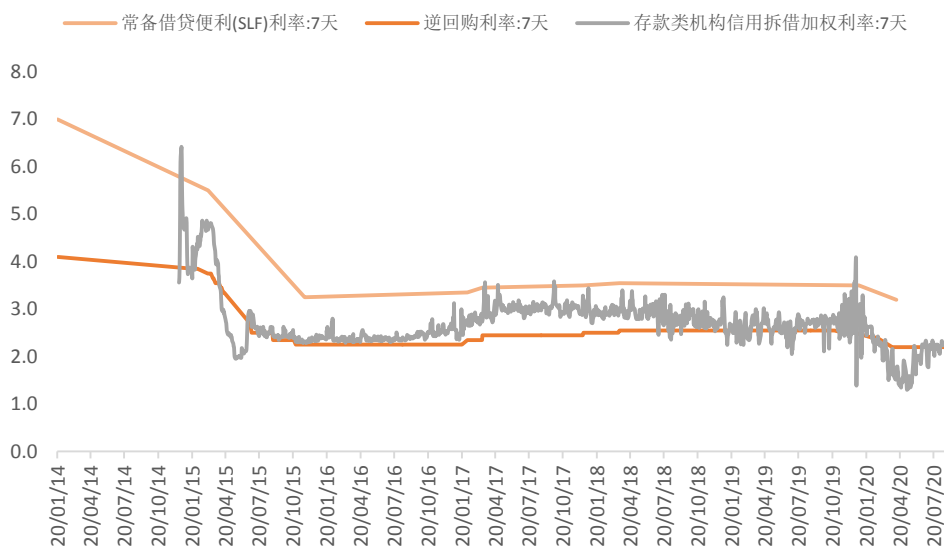
6 月和 7 月份央行通过公开市场操作和 MLF 操作整体在净回笼流动性。8 月 17 日，央行开展 7000 亿 1 年期 MLF 操作，考虑到到期的 5500 亿 MLF，央行超额净投放 1500 亿 MLF；此外，8 月份，央行通过公开市场净投放 3800 亿流动性，这是否又意味着货币政策边际转向宽松呢？本篇报告旨在回答该问题。

今年以来，由于疫情的突然爆发，我国货币政策操作呈现几个阶段性特点。

在 2-4 月，货币政策整体比较宽松，政策操作有两个主线，一个主线是加强货币政策的逆周期调节，多次下调 MLF 利率和公开市场操作利率；另一个主线是针对疫情出台一些特殊的、阶段性的货币政策工具，比如在春节后开市的前两天超预期投放 1.7 万亿流动性、在不同阶段出台了 3000 亿、5000 亿和 1 万亿的再贷款再贴现政策。在一系列宽松政策下，4 月份 DR007 平均水平为 1.57%，最低水平为 1.35%，大幅低于政策利率 7 天逆回购操作利率 2.2%，银行间市场利率水平显著低于利率走廊的下限。

在 5-6 月份, 货币政策明显边际收紧, 政策操作主线转向打击资金空转防范金融风险。本轮资金空转的形式主要有两种: 一种是金融机构利用便宜的短期资金进行连续滚动借短投长, 无序加杠杆; 另一种是企业将获得的便宜资金购买银行理财或者结构性存款进行套利, 资金的大幅宽松并没有流入实体经济。自 5 月中旬短端利率和长端利率的上行虽有经济复苏的背景, 但最根本的因素是央行打击资金空转, 市场对货币政策宽松形成悲观预期。从二季度金融机构超额存款准备金率变化来看, 相比一季度大幅下降 0.5 个百分点, 也体现了银行间市场流动性的收紧。经过货币政策的边际收紧, 短端资金利率已经出现大幅上行, DR007 由 5 月初的最低 1.25% 上升到 6 月底的 2.3%, 超过 7 天逆回购政策利率 2.2%, 银行间市场利率水平再次回到利率走廊的区间。

图表1 存款类机构 7 天拆借利率 (DR007) 变化与利率走廊



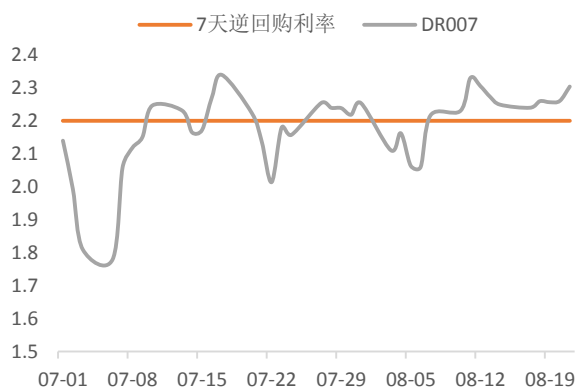
资料来源: WIND, 平安证券研究所

自 7 月份以来, 经济数据呈现继续修复向好态势, 货币政策的主线转向稳增长与防风险的长期平衡。在稳增长方面, 更强调结构发力, 精准导向, 总量的货币政策保持相对紧平衡状态。7 月份央行通过公开市场操作净回笼货币 4025 亿, MLF 到期等续作。8 月份, 央行开展 7000 亿 1 年期 MLF 操作, 考虑到 15 日和 26 日分别有 4000 亿和 1500 亿的 MLF 到期, 二者抵消后 8 月份 MLF 净投放 1500 亿; 公开市场操作方面, 也连续两周实现货币净投放, 截止 8 月 21 日, 公开市场货币净投放 3800 亿。那么 8 月份超额投放流动性, 是否又意味着货币政策边际转向宽松呢?

我们认为不是, 8 月份流动性的超额投放是对当前资金面偏紧的一种修正。其一, 当前银行体系对长钱的需求量较大。6 月份以来, MLF、TMLF 余额分别下降 5400 亿和 2977 亿, 监管部门压降结构性存款, 商业银行的对中长期负债的需求上升;其二, 8 月 7 日以来, DR007 利率平均为 2.27%, 持续高于 7 天逆回购利率, 也显著高于 7 月份平均水平 2.14%, 流动性偏紧进一步凸显;其三, 2020 年 2 季度货币政策报告提到“中国人民银行灵活开展公开市场操作, 始终保持银行体系流动性合理充裕, 既未放松, 也未收紧, 银行体系超额准备金率一直维持在约 1.5-2%。”央行可能将 1.5-2% 的超储率视为保持流动性合理充裕的水平。2 季度末超储率 1.6%, 考虑到 7 月份和 8 月初, 央行通过公开市场回笼基础货币 6725 亿, 预计超储率将显著低于 1.5%。叠加 8-10 月份地方政府专项债的大量发行, 银行间流动性更加趋紧, 这需要央行加大 MLF 和公开市场投放, 保持流动性合理充裕。

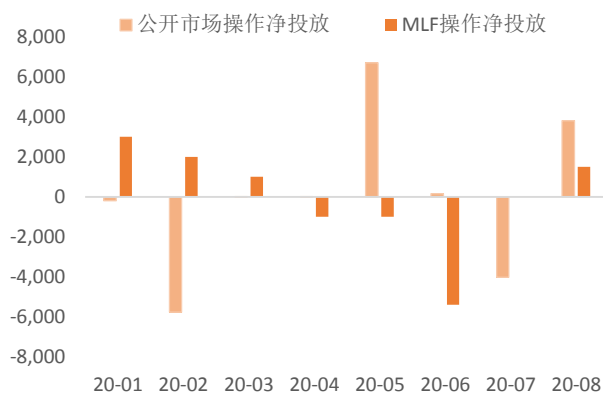
展望接下来货币政策的总量仍然是保持稳健中性, 通过流动性操作引导市场短期利率和长期利率围绕 OMO 和 MLF 政策利率平稳波动。当前的货币政策操作已经回到常态化, 边际上既不会大幅放松也不会再继续收紧。货币政策采取结构性工具稳增长, 不会带来利率的趋势性变化。利率的阶段性下行需要博弈两个因素导致的基本面下行压力, 一个是地产销售增速的超预期回落; 一个是消费疲弱对经济产生显著的拖累。

图表2 最近两周 DR007 持续高于政策利率 (%)



资料来源: WIND,平安证券研究所

图表3 8月份(截至8月21日)流动性净投放(亿元)



资料来源: WIND,平安证券研究所

报告作者:

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 郭子睿 投资咨询资格编号: S1060520070003 电话 (010-56800141) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行人的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_2997

