

# 本轮资金利率低位过去了吗？

——货币市场与流动性周报 2020 年第 16 期

## 摘要

自3月中旬起隔夜利率频繁地运行在1%水平以下，随着央行4月7日调降超储利率进一步打开市场利率下行空间后，近期货币市场资金利率整体已处于历史底部，各期限主要利率在空间上已接近甚至突破2008年金融危机后的低点，且大幅低于央行政策利率。近期央行暂停逆回购、“价平量缩”续作MLF，加之19日后隔夜利率有所上行，市场关注资金利率的低位运行会持续多长时间，特别是宽松的货币政策格局下，资金利率是否能够维持或继续下行？

从历史经验看，货币市场主要经历过三次资金利率低位区间，第一次为2009年1月至6月，第二次为2015年5月至8月，第三次为2019年6月。相比于后两次资金利率低位更多地源于短期冲击，当前资金利率的低位运行与经济基本面所受到的冲击更类似于2008年国际金融危机后的环境。参考2008年，货币政策预计会持续宽松较长的时间，直到确认经济恢复到央行合意的平台之后，才会考虑退出。时间上彼时资金利率见底&低位运行了7个月左右，本轮刚过去3个月，预计大概率第二季度持续。基本上PPI与就业数据或是现下央行货币政策关注的重点，而央行具体操作则是资金利率是否拐点回升的明确信号。

往后看，积极的财政政策要更加积极有为，离不开货币政策的配合，经济下行压力明显缓释前，货币政策宽松是确定的、也是可持续的，后续降准降息仍是大概率事件，资金利率的上行风险较小。

上周，央行未进行逆回购操作，隔夜利率边际有所上行。

本周地方债发行规模较大，叠加月末因素或对资金面形成扰动，在短期流动性压力较大的时点，预计央行会及时出手熨平流动性峰谷，或有重启逆回购操作可能。短端利率或因缴款与月末因素小幅回调，但预计多源于短期因素扰动，后续资金价格上行动力较小。NCD发行利率预计继续维持低位。

**关键词： 资金利率**

宏观研究部

雷迅

分析师

电话：021-22852651

邮箱：leixun@cib.com.cn

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@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



扫描下载兴业研究 APP  
获取更多研究成果

## 一、核心观点综述

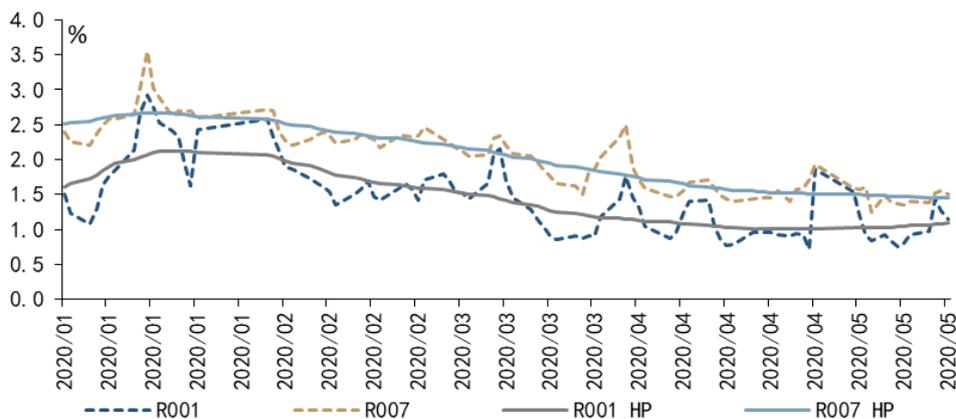
截止 5 月 22 日，央行已连续 38 个交易日暂停逆回购操作，5 月 15 日以“价平量缩”方式续作了 MLF；资金价格方面也有所上涨，特别是 5 月 19 日隔夜利率由之前的低位 0.91% 跳升至 1.37%。近期货币市场的波动与央行的操作是否意味着货币政策和资金利率方向出现调整？

从央行操作看，4 月初央行超预期将超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%（最近一次超额准备金利率下调要追溯至 2008 年），中旬实施定向降准，期间先后下掉 OMO、MLF 和 TMLF 操作利率 20 个 BP，但在流动性投放上较为谨慎，逆回购操作长时间缺位，MLF 与 TMLF 也仅是缩量续作。综合来看，央行货币政策取向上更多地展示了“平量降价”的特征，并没有出现边际收紧的迹象，当然在宽松上也并没有进一步加码。

从资金面的表现看，4 月以来货币市场资金利率水平难言方向上的改变，总体仍维持了向下的趋势。隔夜与 7 天利率的绝对水平在空间上已接近甚至突破 2008 年金融危机后的低点，其中 R001 加权最低探至 0.75%，R007 加权 4 月长期在 1.50% 左右波动，DR001 下行突破 0.67%，DR007 下行突破 1.14%，均创下历史最低水平，且大幅低于央行政策利率。截止 5 月 22 日，R001、R007、DR001、DR007 分别收于 1.15%、1.45%、1.09%、1.52%。虽然跨月以及五一跨节前后资金利率出现小幅回调，但多源于短期因素的扰动。值得注意的是自 5 月 19 日起资金利率有所上行，或体现市场对未来宽松空间存在一定担忧，但需持续观察。

货币市场利率自 2 月起持续波动下行已有一段时间，目前已处于历史低位区间，当政策越来越聚焦于经济本身，市场更进一步关注利率走势变化的风险，那么未来货币市场利率会如何演化？资金价格能在低位持续多久？以史明鉴，我们不妨再回顾一下历史上几次资金利率低位区间的市场特征。

图表 1 R001 与 R007 运行情况（2020 年初至今）

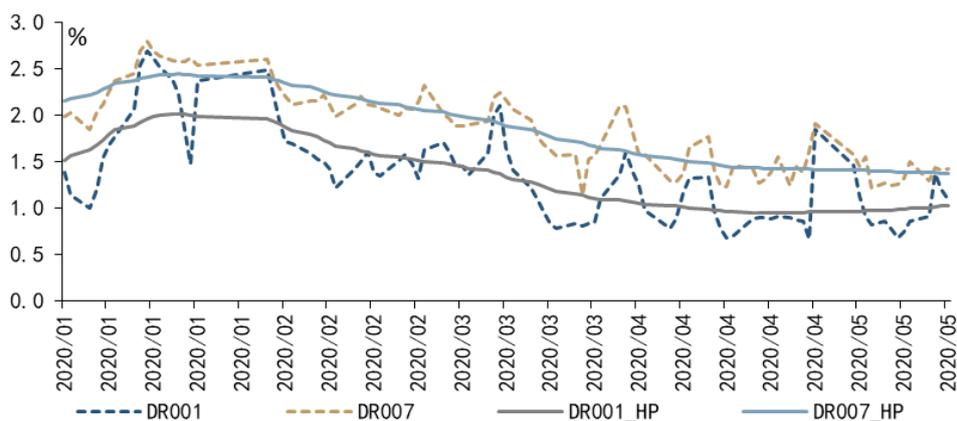


注：由于短期资金利率波动较大，离散程度较高，因此我们使用 Hodrick- Prescott 滤波法分解利率走势中的随机扰动因素和长期趋势。图中 R001\_HP 与 R007\_HP 分别表示经滤波后的对应利率长期趋势项，这里作为利率中枢使用，下同。

资料来源：Wind，兴业研究

请务必参阅尾页免责声明

图表2 DR001与DR007运行情况(2020年初至今)



资料来源: Wind, 兴业研究

### 1. 历史上的资金利率低位区间

如果观察 2007 年至今的货币市场, 并将 R001 下行突破 1%且月度均值低于 1.7%定义为资金利率低位区间<sup>①</sup>, 大体上我们可以发现 2008 年 12 月至 2010 年 5 月、2015 年 5 月至 2015 年 8 月、2019 年 6 月至 7 月初、2020 年 2 月至今四个比较明显的货币市场利率低位区间。从时间长度上看, 2008 年金融危机后的利率低位持续了大约 1.5 年, 其他历史区间则相对较短; 从幅度上看, 2008 年末至 2009 年初 R001 下降约 70 个 BP, R007 下降约 110 个 BP; 2015 年 5 月 R001 下行约 77 个 BP, R007 下行约 55 个 BP; 2019 年 6 月 R001 下行约 85 个 BP, R007 下行约 40 个 BP; 2020 年至今 R001 最低下探至 0.75%, 创下历史新低, R007 最低下探至 1.26%。

图表3 历史上资金利率低位区间汇总

时间区间	最大下行幅度(约、bps)	
2008 年 12 月至 2010 年 5 月	R001: 70	R007: 110
2015 年 5 月至 2015 年 8 月	R001: 77	R007: 56
2019 年 6 月至 7 月初	R001: 85	R007: 59
2020 年 2 月至今(截止 5 月 22 日)	R001: 150	R007: 110

注: 数据已剔除月末、季末、年末等季节性时点。

资料来源: Wind, 兴业研究

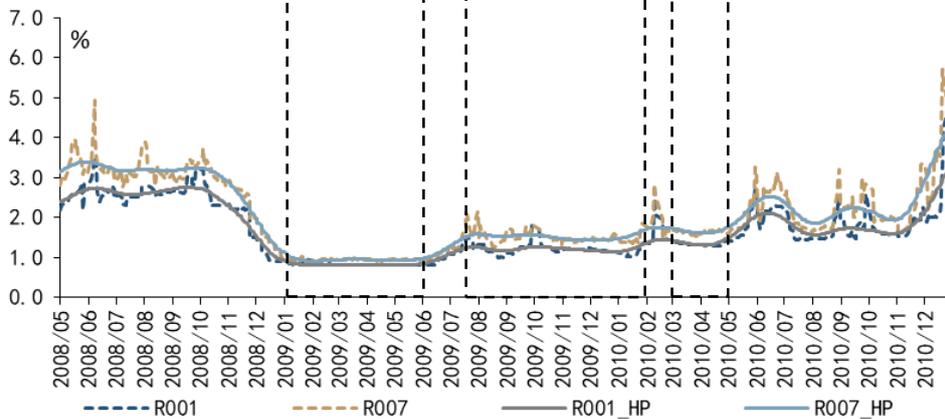
#### 1.1 2008 年 12 月-2010 年 5 月: 全球金融危机, 从经济刺激到政策退出

2008 年 9 月 14 日, 华尔街第五大投行雷曼兄弟倒闭、美林证券被美国银行收购, 美国次贷危机演变成全球金融危机, 国际金融市场出现大幅震荡。为应对外部冲击, 9 月 16 日央行宣布降息正式开启货币政策大放松。在央行引导

<sup>①</sup> 由于数据可得性且为保持数据连贯, 本文选取的货币市场利率为 R001 与 R007。1.7%为 2007 年以来隔夜利率的 20%左右历史分位数。

下，资金利率在9月末转向，由上升走势转为下跌走势，开启了长达1.5年左右的利率低位区间。我们可以进一步的将这段历史细分为3次资金利率低位区间及2次明显的中枢抬升，各自代表了不同时点的货币政策取向和基本面情况。

图表4 R001与R007运行情况（2008年前后）



资料来源：Wind，兴业研究

具体来看，第一阶段为2009年1月至6月。央行自2008年9月起开启大规模货币政策宽松，3次降息2次降准，宽松信号极度明确，资金利率迅速下行并维持低位波动，R001在70个交易日内由3.2%下跌至0.82%，R007由3.6%下跌至0.9%，多个品种均创历史低点。在前期快速大幅下跌并创历史低点后，资金利率在2009年1月中旬企稳，并在接下来的6个月一直保持在历史底部运行。下跌走势转为平稳走势的改变与宏观环境的变化密不可分，2008年末，为应对冲击，我国制定并实施了“四万亿”经济刺激计划，鼓励商业银行加大信贷投放，货币与财政政策的双重发力使资金利率中枢明显下移，R001直到2009年6月均保持在0.8%-0.9%区间窄幅波动，最低为0.81%，R007保持在0.9%-1.0%区间，最低为0.87%，上下浮动均不超过10个BP，是银行间质押式回购利率有记录以来走势最为平稳的一段时期。

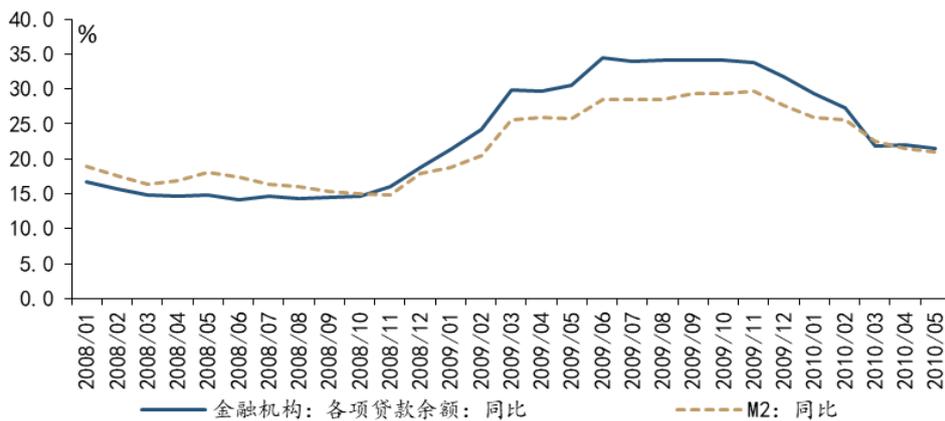
第二阶段为2009年7月至2010年1月，6月初起，资金利率开始缓慢走高，并在当月下旬突破了一直以来的低位平台。7月央行对部分贷款增长过快的商业银行定向发行央票且发行利率上升，货币政策出现明确转向信号，带动资金利率上行，中枢抬升，再次进入一个相对平稳的低位区间，期间R001维持在1.3%左右运行，R007维持在1.6%左右运行，但波动有所加大，上下浮动在20个BP左右。

第三阶段为2010年2月至5月，从1月开始，央行多次上调存款准备金率，推动资金面由松转紧，受此影响，资金利率显著上行，中枢再次抬升，期间R001反弹至2.2%以上，R007反弹至2.6%以上。同时，受商业银行揽储、税期、缴准等季节性时点因素影响，利率短期波动明显加大，频繁出现月末冲高，月初回落的现象。2010年5月之后资金利率逐步波动向上运行，脱离低位

区间。

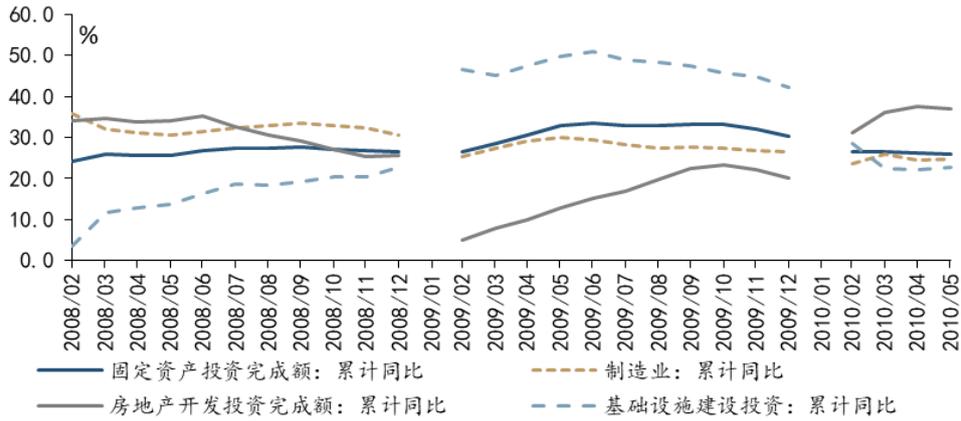
是什么原因推动了当时资金面松紧的变化和利率走势的改变呢？从**基本面数据**看，在大规模的经济刺激政策作用下，2009年1月公布的2008年12月货币金融数据扭转了信贷增速不断下跌的趋势，出现大幅反弹，当月信贷增速达18.8%，M2增速也有所上升。接下来2月与3月公布的投资与工业增加值数据进一步验证了经济企稳的判断，PMI数据连续多个月维持在52%以上，GDP数据也在2009年第二季度确认回升。而在另一个央行最为重要的政策目标——通胀数据方面，CPI与PPI数据在2009年前二季度持续通缩，直到7月才确认边际企稳，环比改善，同比逐步回升。从**就业数据**看，PMI分项中的从业人员数据在2009年6月回升至50%以上的景气区间并持续好转，就业情况也确认改善。反映到货币市场方面，资金利率持续在历史低位区间运行的态势，是一种应对冲击的特殊货币政策，而我国并不是金融危机的发生地，主要受外需衰退的影响，在欧美各国启动救市政策，基本面在2009年第一季度出现企稳回升迹象后，需要观察经济的恢复情况并考虑适时退出这一非常态政策。因此可以看到，虽然2009年第二季度我国经济开始明显反弹，但势头有待巩固，为此央行仍维持相对宽松的政策环境，资金利率维持在极低位平稳运行直至7月初。随后央行边际收紧货币政策，持续观察经济的恢复情况，期间资金利率有所反弹但仍维持低位。2010年后我国经济持续强劲复苏，第一季度GDP增速达到11.9%，M2增速达25.0%，CPI也上涨至2.0%以上。在此背景下，央行开始将货币政策回归常态，资金利率由低位平稳走势转为反弹回升走势。

图表5 信贷与M2增速（2008年前后）



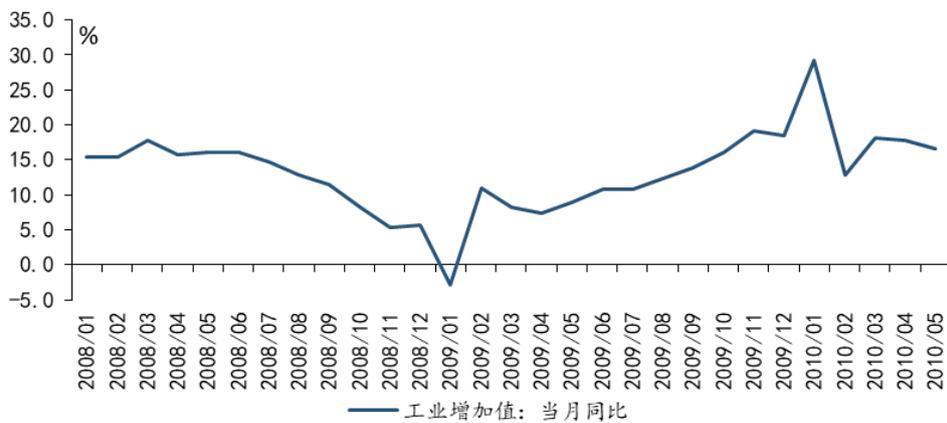
资料来源：Wind, 兴业研究

图表 6 投资增速 (2008 年前后)



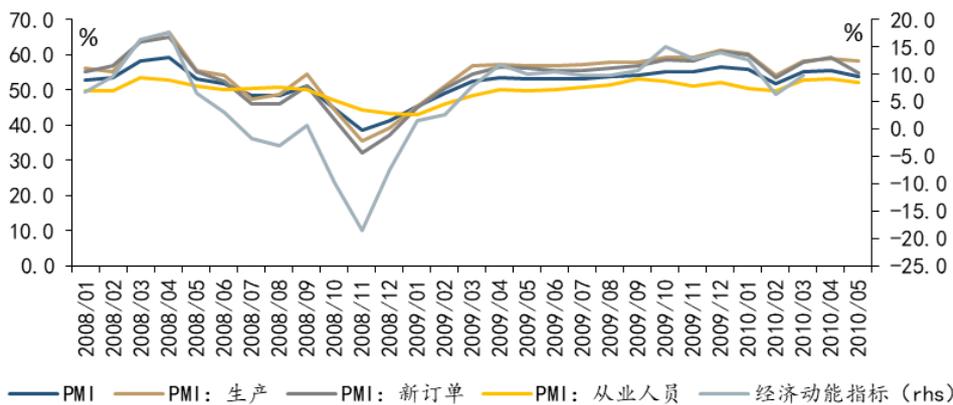
资料来源: Wind, 兴业研究

图表 7 工业增加值 (2008 年前后)



资料来源: Wind, 兴业研究

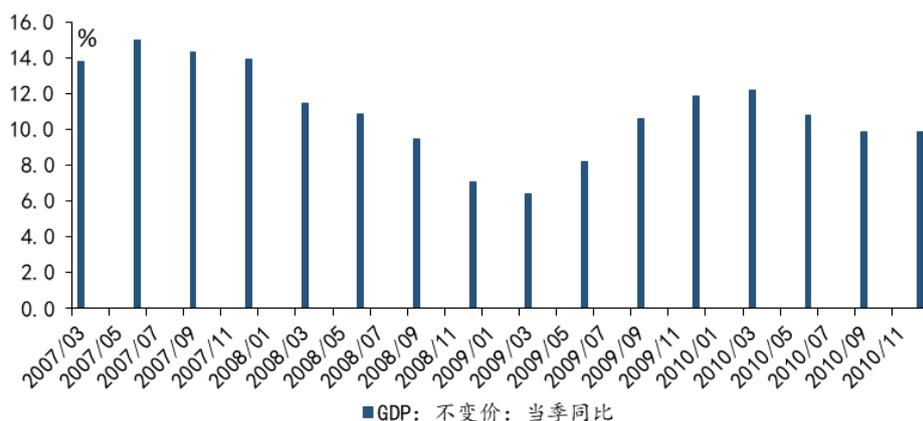
图表 8 制造业 PMI 及主要分项 (2008 年前后)



注: 经济动能指标 = 新订单 - 产成品库存, 下同。

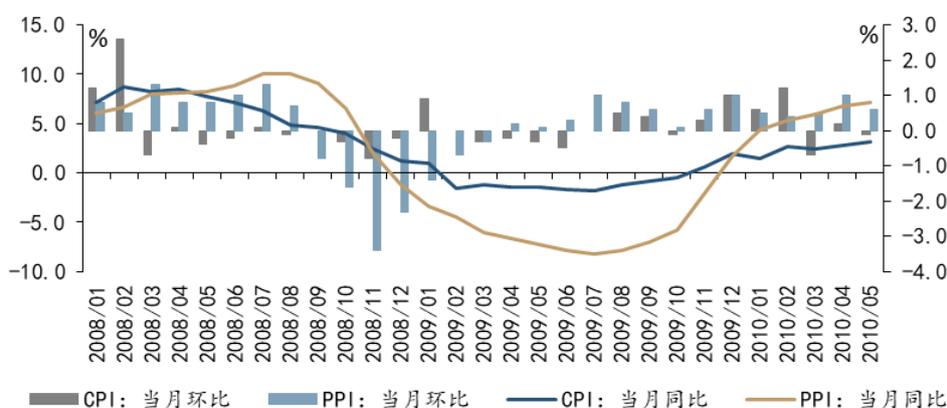
资料来源: Wind, 兴业研究

图表 9 GDP 增速 (2008 年前后)



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 10 通货膨胀指标 (2008 年前后)



资料来源: Wind, 兴业研究

总结来看,自 2008 年 9 月全球金融危机恶化起,央行货币政策开始连续宽松,货币市场利率经历了一个季度左右的快速下行后又在低位稳定了约两个季度。其中,R001 最低位为 0.8%左右(高于彼时超额准备金利率约 10 个 BP),R007 最低位为 0.87%左右(高于彼时超额准备金利率约 15 个 BP)。结合基本面数据,在 2009 年第一季度经济出现企稳迹象时,央行并没有第一时间选择考虑退出货币政策的宽松格局,而是持续观察经济数据的见底回升是趋势性转暖还是确定性反弹,一直到了当年 7 月货币政策态度才发生改变。相较而言,通胀指标与就业数据或更加同步于央行货币政策转向。2009 年初信贷供给大幅上升,投资、工业增加值、PMI 等数据的好转都加强了经济触底反弹的判断,但 CPI、PPI 与就业数据直到 7 月才确认改善,而央行也正是在同一时点开始上调央票发行利率、边际收紧货币政策。然而,即便 7 月确认了货币政策调整,由于 2009 年下半年 CPI 与 PPI 同比增速仍未转正,为防止实际利率过快上升,资金利率虽然中枢抬升但依然运行在较低位空间,直至 2010 年 5 月。此后,央行密集上调存款准备金率和存贷款基准利率,推动货币政策常态化,宽松格局正式退出。因此,本轮资金利率的拐点基本遵循基本面(通胀)-政策面-资金

请务必参阅尾页免责声明

面的逻辑顺序，确定信号为央行货币政策操作的转向。

## 1.2 2015年5月-8月：股灾、汇改和经济下行

2014年，宏观经济动能疲弱，面对经济增速下滑，为稳定基本面，2014年4月-11月央行出台定向降准等“微刺激”政策，除在11月下调了一次存贷款基准利率，货币政策未做大规模调整。剔除年末与2015年春节季节性时点压力外，资金利率总体处于平衡状态，R001保持在2.8%左右，R007保持在3.5%左右。2015年初经济运行总体偏冷，加上此前较低的货币供应量，迫使央行放松货币政策环境，使得市场利率从平衡波动转向快速下跌。从2015年2月起，央行按隔月一次的节奏，密集下调存贷款基准利率和存款准备金率（全年共5次降息、4次降准、1次定向降准），并加快推进利率市场化进程。由于降准释放的资金量较大，而同期回笼流动性的因素较少，3月至5月资金利率快速下跌，到5月29日，R001下降至1.02%的低位。

6月至8月末，资金利率边际有所回升，但中枢相比第一季度明显降低，达到了历史底部。在此期间，我国金融市场发生了两件大事：一是从6月15日起A股出现暴跌，在短短的20个交易日内，沪指从5178点下跌到3421点附近；二是8月11日，央行改革人民币汇率中间价报价机制，11至13日人民币兑美元汇率中间价快速下跌，三个交易日共计贬值4.6%。彼时资金利率已处于历史低位，股市暴跌对资金利率走势影响相对较小，但汇率快速贬值加速国际资本外流，央行外汇占款下降，导致国内资金紧张。为保持境内外利差以稳定汇率，在货币供应量增速回归常态后，央行货币政策放松进入尾声，使得资金利率由下跌转向平稳，9月脱离历史底部区间，R001反弹至1.9%左右，R007反弹至2.4%左右。

同时，值得注意的是，2015年至2016年的资金利率走势或需要以一个更长的视野来观察。自2015年起，为稳定宏观经济平稳增长，推进供给侧结构性改革，同时为稳定汇率，央行采取稳中偏松的货币政策，不仅下调存贷款基准利率，而且将存贷款基准利率降至历史低位，同时通过SLO、MLF等创新型货币政策工具和加快推进利率走廊机制建设。资金利率自2015年6月出现的后

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\\_4952](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4952)

