

宏观周报 20220710

逆回购操作量缩小，货币政策是否存在转向风险？

2022 年 07 月 10 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dwzq.com.cn

相关研究

《美国经济：衰退迫在眉睫》

2022-07-07

《美国减免对华关税：浪子回头还是“与虎谋皮”？》

2022-07-05

《大宗商品牛市接近尾声了吗？》

2022-07-04

■ 本周央行“削峰”以维持银行体系流动性基本稳定，操作风格出现调整，未来资金利率有上行至略低于政策性利率的合意区间可能。跨季因素减退，资金需求量显著减少，本周央行缩减逆回购操作量至 30 亿元，在操作风格上出现明显变化。这一情况虽与 2021 年 1 月情形相似，但宏观背景却有明显不同。我们预计未来货币政策将更加强调再贷款等结构性货币政策工具的使用，有通过边际缩减公开市场操作量，促使资金利率适度上行的可能。在当前经济下行压力较大、信贷需求较弱的情况下，货币政策转向的可能性很低。

■ 跨季因素减退，央行逆回购操作量缩减至每日 30 亿元，银行间市场流动性依然宽裕。今年跨季干扰较大，6 月末 DR007 一度升高至 2.3% 左右，R007 与 DR007 利差、R001 与 DR001 利差快速走阔。6 月末逆回购操作规模高于往年，月末净投放 4000 亿元。进入 7 月，央行自 7 月 1 日至今累计净回笼 4350 亿元，但资金利率依然远低于 7 日逆回购利率，银行间市场流动性较为宽裕。

■ 本轮逆回购操作风格与 2021 年年初相似，但从背景来看却有不同。央行公开市场操作的主要目的是“削峰填谷”以维持银行体系流动性合理充裕。上一次操作规模不足百亿，还是 2021 年 1 月末。虽然操作风格相似，但从宏观背景来看却略有不同。

2021 年年初经济复苏动能较强，广义通胀压力上升，货币政策出现边际紧缩。自中国率先控制住疫情后，2020 年四季度 GDP 环比增速快速上行，中国经济复苏动能较强。同时，在当时低利率、宽信贷的政策组合下，当时房地产市场较热，且金融资产价格也出现了快速回升，银行间市场杠杆率快速上升。

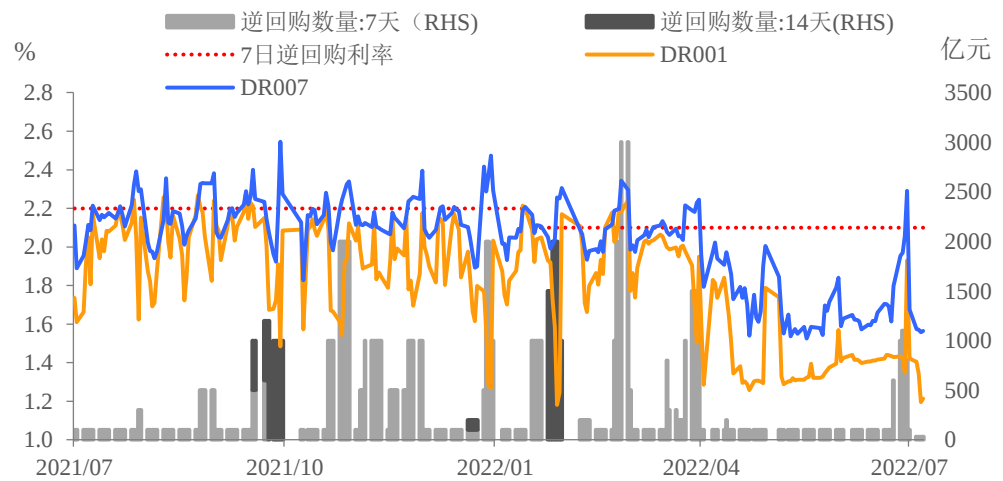
今年疫情干扰再度加大，二季度以来 DR007 显著低于政策性利率，债市杠杆率较高。然而近期疫情干扰减弱，货币政策有边际收紧流动性的可能。今年二季度以来，疫情干扰加大，有效信贷需求明显减弱。在此背景下，央行通过逆回购操作释放了充裕的流动性支持，促使 DR007 显著低于 2.1% 的操作利率，这一政策选择与 2020 年疫情期间较为相似。在这一背景下，近期债市杠杆率逐步上升，且 M2 与 M1 同比、M2 与社融同比增速差不断扩大，资金空转风险有所上升。

■ 综合当前的宏观背景来看，我们认为尚不存在货币政策转向的基础。本周央行大幅收回流动性或是出于防止资金空转、控制债市杠杆率等因素的考量，货币政策或将通过缩减逆回购操作量以促使 DR007 上升至略低于 2.1% 的合意区间。目前跨季、专项债发行高峰干扰减退，银行间市场的流动性缺口有所缩窄。同时，目前疫情影响已然减弱，综合前文所述背景来看，我们认为本周央行大幅收回流动性或是出于防止资金空转、控制债市杠杆率等考量。

在当前经济下行压力较大的情况下，我们认为无需担忧货币政策转向。首先，根据二季度央行例会表述来看，货币政策已更加注重稳增长、稳就业（参见《2022Q2 货币政策委员会例会：下半年更加宽松？》，20220629）。其次，根据二季度银行家问卷调查报告来看，不管是经济热度、宏观经济预期指数还是贷款总体需求都出现了显著下滑，在当前经济下行压力较大和贷款需求羸弱的情况下，政策出现急转弯的可能性较低。我们认为未来央行或将更加注重再贷款等结构性货币政策的使用，公开市场操作则更加注重维持资金市场利率在合意水平区间。

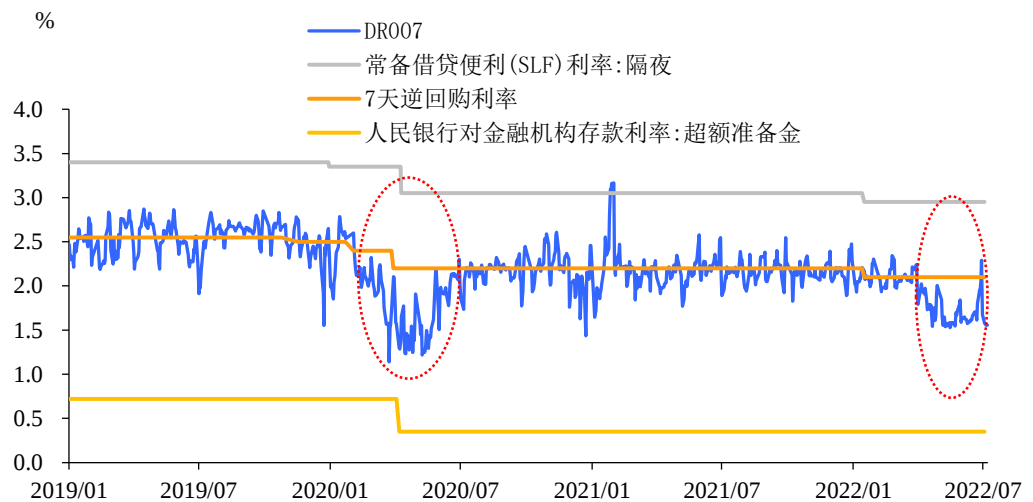
■ 风险提示：货币政策超预期，疫情干扰超预期

图1：央行逆回购操作量缩减至每日 30 亿元，但 DR007 依然较低



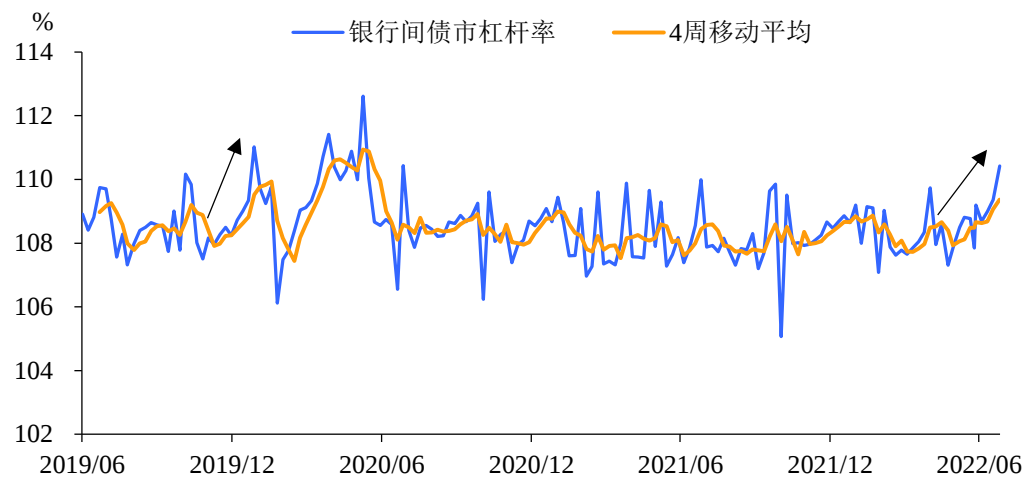
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图2：二季度以来 DR007 显著低于政策性利率



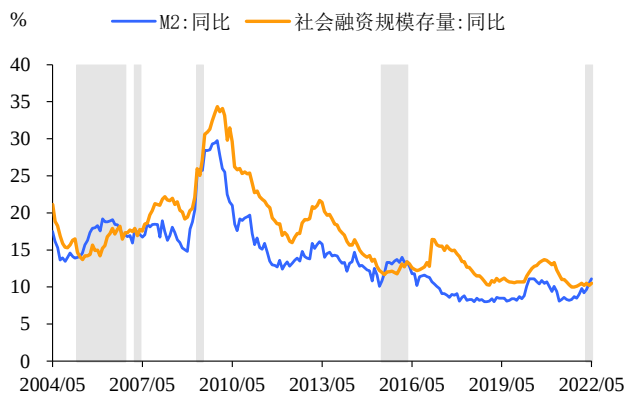
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：近期债市杠杆率有所上升



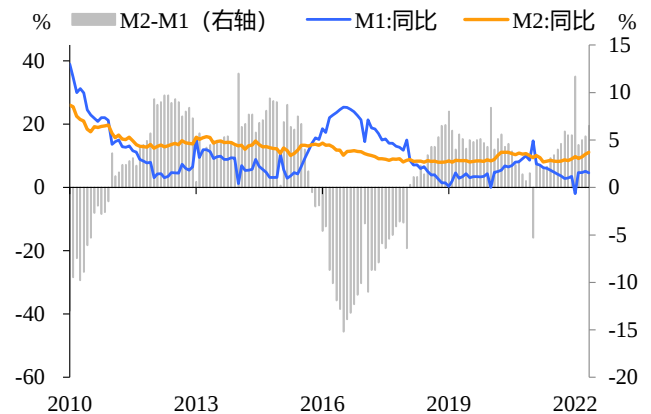
数据来源：Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图4：M2 与社融同比增速差扩大



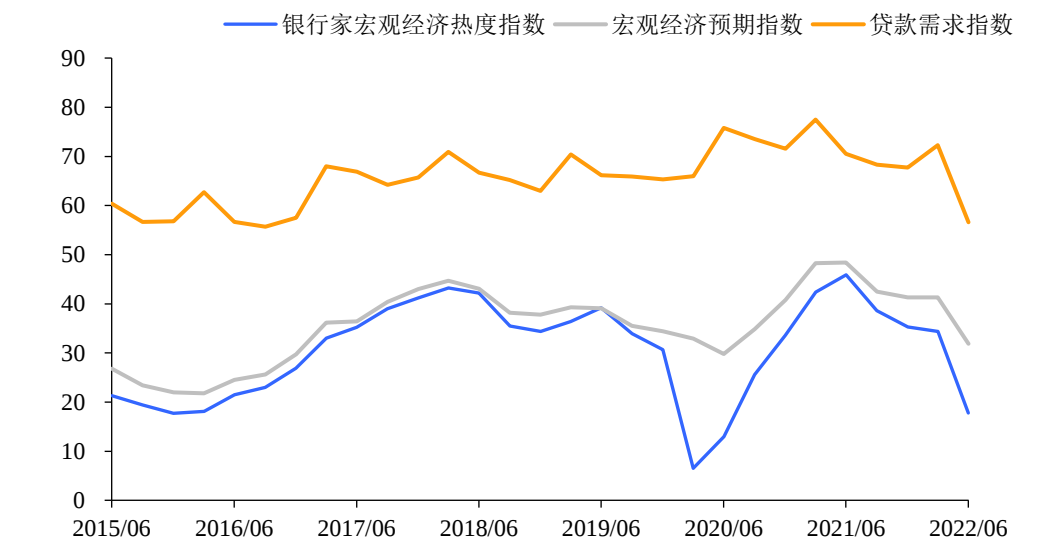
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：M2 与 M1 同比增速差扩大



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图6：宏观经济增长预期与贷款需求情况依然不容乐观



数据来源：Wind，东吴证券研究所

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_43713

