



宏观专题

狭义流动性的拐点或已到来

——流动性创造系列专题之十一

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

《兑现“宽信用”需要哪些决定因素？——流动性创造系列专题之六》

《LPR 报价利率应调降多少？——流动性创造系列之七》

《存款基准利率或是短暂的“利率锚”——流动性创造系列之八》

《从 M2 结构看货币政策宽松空间——流动性创造系列之九》

《调整存款基准利率的时点或到来——流动性创造系列之十》

投资要点：

- 我们认为，8月中下旬以来的资金市场表现，或表明市场或已经度过资金供需最宽松的时期、狭义流动性的拐点或不经意间已经到来。2022年至2023年跨年流动性供给或继续从“较合理充裕还略微偏多”回归“合理充裕”。尽管我们认为从三季度中后期开始，资金供需最宽松的时期或已经过去、狭义流动性的拐点或已经到来，但是流动性供给或也只是难以回到5月至8月“较合理充裕还略微偏多”的水平，流动性收敛的过程或还会继续延续，资金利率从低位向走廊中枢的回升或是渐进的过程，2022年11月至2023年初流动性或继续保持“中性宽松”的局面。
 - 财政因素对流动性的支撑趋于减弱。财政因素对流动性的支撑或在四季度之后逐渐消退，今年以来财政存款的拨付和同比少增并非来自政府债券融资扩张或财政收支增大，而是以央行上缴利润等方式拨付前期累积的资金结余，面对今年来持续扩张的财政收支差额，继续以增加财政支出的方式为流动性“补水”或难以为继：(1) 四季度的增量财政在规模上很难和4月至8月以留抵退税方式拨付超2万亿税款的额度相比；(2) 今年以来央行上缴利润已经度过高峰，以上缴利润辅助财政的流动性投放或也趋于结束。财政因素对流动性供给的支撑作用正在淡化，后续流动性供给的主导权将转移至货币。
 - 货币因素或主导流动性的充裕程度。当财政因素对流动性的供给支撑作用下降、商业银行获取准备金的机会成本重新回到货币市场利率上来时，“流动性周期”对货币市场利差的上行引导作用就自然增强。在货币政策渐渐主导流动性供给之后，如果11月至12月人民银行“降准”、继续释放准备金补充流动性，那么DR007和超储利率利差的回升趋势或被抑制；如果11月至12月“降准”缺位，货币市场利差和利率绝对值或延续回升态势。
- 流动性投放渠道或悄然生变。2021年三季度央行启动“降准”周期以来，结构性货币政策工具的作用边际下降，但是“降准”通过刺激商业银行资产运用行为、扩张货币乘数的方式在9月份也面临瓶颈：货币乘数开始环比回落，指向商业银行在现有准备金率条件下扩张资产的行为面临“天花板”。此时带有“财政”属性的专项再贷款等货币政策工具在基础货币投放中发挥的作用可能愈加重要。
- 风险提示：(1) 2023年CPI同比增速的上行风险还未消散，尤其是人民银行最担忧的通胀预期扩散、导致PPI的累积涨价压力向中下游传导，带动通货膨胀压力上行；(2) 人民币汇率贬值压力不减反增，中美政策利差长期“倒挂”或继续加剧汇率贬值压力，增强外部均衡约束，牵制货币政策宽松空间；(3) 四季度设备更新专项再贷款等政策工具效应不及预期，或房地产行业风险继续发酵。

内容目录

1. 流动性最充裕的格局或已经过去.....	3
2. 流动性供给或回归“货币”主导.....	5
2.1. 财政因素对流动性的支撑在下降.....	5
2.2. 货币因素或主导流动性供给.....	6
3. 流动性投放渠道或悄然生变.....	8
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: DR007 移动均值向“利率走廊”中枢收敛.....	3
图 2: 9 月中下旬开始 DR007 波动率趋于抬升.....	3
图 3: 二季度以来流动性宽松的估值效应趋于消退.....	4
图 4: 随着 DR007 向走廊中枢收敛, 资金利率溢价抬升.....	4
图 5: R007“年线”继续保持下行态势.....	4
图 6: 余额宝收益率和存款利率差值保持“倒挂”.....	4
图 7: 政府存款: 政府存款同比多增幅度处于近几年来较低水平.....	5
图 8: 政府存款: 同比增速达到 2020 年 4 月以来最低.....	5
图 9: 央行上缴利润: 8 月至 9 月“其他负债”规模环比回升.....	6
图 10: 截至 9 月底, 广义财政收支差额达到 7.96 万亿.....	6
图 11: 货币因素: 准备金/总资产比值或周期回升.....	7
图 12: 截至 9 月末, 商业银行对中央银行负债同比增速回升.....	7
图 13: 截至 9 月底, 结构性政策工具占比下降至 21%.....	8
图 14: 截至 9 月份, 货币乘数环比开始回落.....	8
图 15: 截至 9 月份, 商业银行对中央银行负债、中央银行对商业银行债权两种口径度量的政策工具投放保持低速增长.....	8

9月中下旬跨季和10月中下旬跨月，资金利率均出现超季节性抬升，关键期限利率DR007在此期间均曾经短暂回升至7天期逆回购操作利率上方。9月份DR007月度均值从8月份的1.42%回升至1.60%，10月份DR007月度均值继续回升5bps至1.65%，R007在9月份时的月度均值为1.71%，10月份则回升至1.80%。跨月之后，11月1日DR007收于1.7373%，但是相比于9月初和10月初季节性因素消退后DR007徘徊在1.40%-1.50%区间，11月首个交易日并未显现资金供需宽松的迹象。我们认为，8月中下旬以来的资金市场表现，或表明市场或已经度过资金供需最宽松的时期、狭义流动性的拐点或不经意间已经到来。

1. 流动性最充裕的格局或已经过去

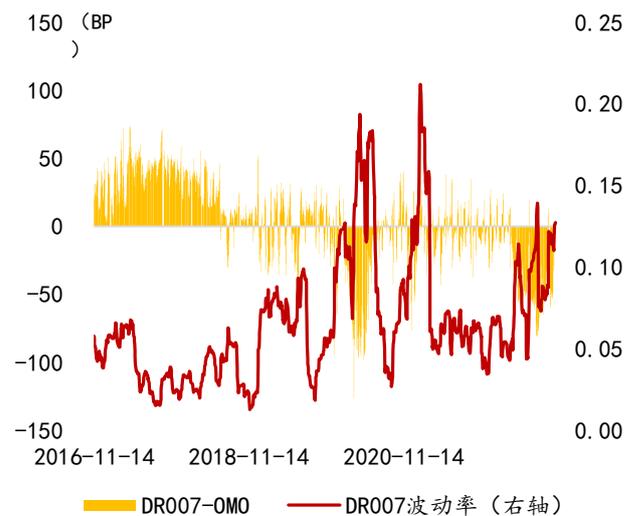
今年5月份至8月份，“较合理充裕还略微偏多”的流动性供给推低资金利率，回购利率等市场利率水平大幅偏离政策利率，“利率走廊”处于功能性失灵的状态。充裕的流动性供给不但拉低信用利差和风险溢价，而且漫溢至股票市场，推动风险偏好修复。但是从8月中下旬之后，供给充裕的流动性结构悄然发生变化，资金利率中枢持续回升，二季度至三季度资金供需充裕的情形正在发生变化。

图 1: DR007 移动均值向“利率走廊”中枢收敛



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 9月中下旬开始 DR007 波动率趋于抬升



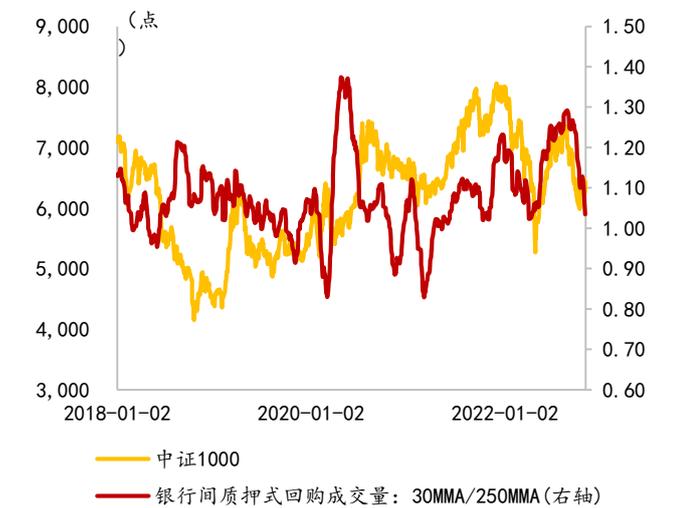
资料来源: Wind, 德邦研究所

注: 考虑到资金利率波动率的计算容易受到均值的影响, 在这里以变异系数作为波动率的计算方式。

“利率走廊”正在功能性修复。7月初人民银行“缩量”公开市场操作以及在8月和9月连续“缩量”MLF续做，一度给市场流动性偏紧的心理暗示，然而随后时段资金利率还是保持了供给充裕下的低位水平。从30天移动均值来看，截至11月1日，DR007移动均值回升至1.68%，和“利率走廊”中枢，即7天期逆回购操作利率之间的差值已经收窄至32bps。在DR007移动均值波动中枢抬升的同时，R007和DR007之间溢价也在扩张，截至11月1日，30天期移动平均差值扩张至13.66bps，从过去1个季度的资金利率表现来看，跨月前后资金利率溢价均会抬升至13-14bps的范围。如果说7月至8月由于人民银行公开市场操作而讨论“利率走廊”收敛还为时尚早，那么在9月至10月，无论从DR007向7

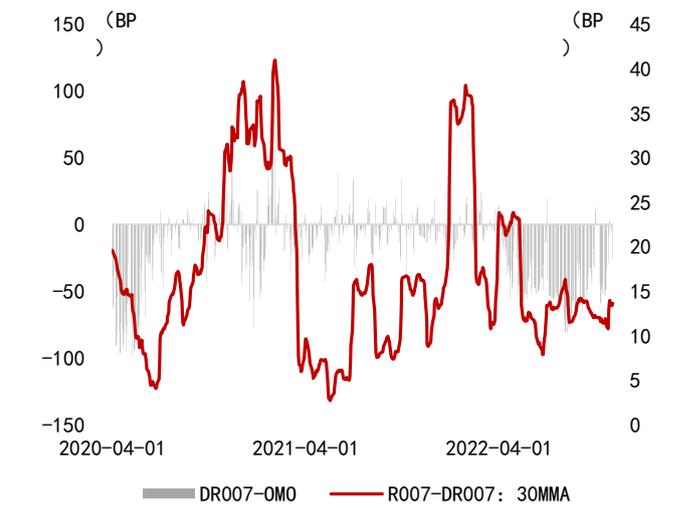
天期逆回购利率的收敛情况，还是从资金利率溢价来看，“利率走廊”正在功能性修复。在“利率走廊”功能性修复的同时，资金利率从低位回升也表现在波动率的回升上，我们使用变异系数而不是标准差来度量波动率。随着 DR007 和 7 天期逆回购利率的差值收窄，DR007 的波动率也处于震荡上行阶段，资金利率不在低位、而且不再稳定地处于低位，表明资金供需格局已然出现变化。

图 3：二季度以来流动性宽松的估值效应趋于消退



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：随着 DR007 向走廊中枢收敛，资金利率溢价抬升



资料来源：Wind，德邦研究所

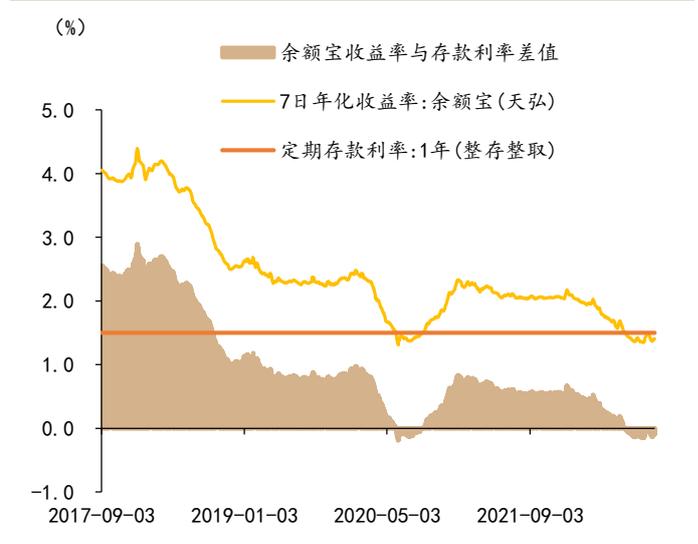
流动性供给充裕对股票市场估值效应的提升趋于消退。2022 年 5 月份开始，随着资金利率持续处于低位，流动性供给充裕在带动债券市场加杠杆的同时，也对股票市场产生推高估值的效应。中证 1000 指数等对利率变动敏感的资产受益上涨，而在 8 月底至 9 月初流动性供给充裕边际减弱之后，中证 1000 指数也和债券市场加杠杆的积极性同步回落。

图 5：R007 “年线” 继续保持下行态势



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：余额宝收益率和存款利率差值保持“倒挂”



资料来源：Wind，德邦研究所

2022 年至 2023 年跨年流动性供给或继续从“较合理充裕还略微偏多”回归

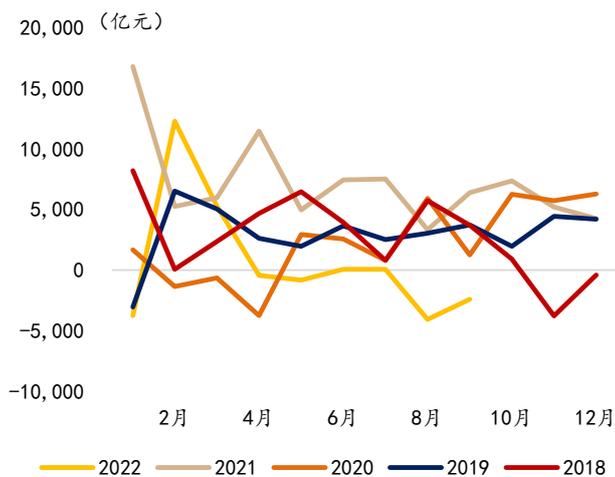
“合理充裕”。尽管我们认为从三季度中后期开始，资金供需最宽松的时期或已经过去、狭义流动性的拐点或已经到来，但是流动性供给或也只是难以回到5月至8月“较合理充裕还略微偏多”的水平，流动性收敛的过程或还会继续延续，资金利率从低位向走廊中枢的回升或是渐进的过程，2022年11月至2023年初流动性或继续保持“中性宽松”的局面。一方面从质押回购利率的“年线”，即250日移动均值来看，在经过2020年下半年的短暂上行之，从2021年一季度末开始，7天质押回购利率年线继续保持下行且已经达到近10年以来的低位。受此影响，10年期债券收益率每一轮反弹的高点渐次下移，利率中长期趋向重心下沉的格局还没有发生变化；另一方面，从余额宝7天期年化收益率和存款利率之间的比价来看，两者保持了有史以来最长时间的“倒挂”。截至11月1日，两者之间的差值稳定维持10bps的“倒挂”，侧面指向货币市场利率还未到“翻转”的时点。货币市场利率中枢长时间低于定期存款利率，反而凸显了“利率双轨制”之下“粘性”政策基准利率和“弹性”市场利率之间的矛盾。如我们曾经在专题报告《调整存款基准利率的时点或到来》中提及，为化解“利率双轨制”的矛盾，政策基准利率或也应有适当的“弹性”。

2. 流动性供给或回归“货币”主导

2.1. 财政因素对流动性的支撑在下降

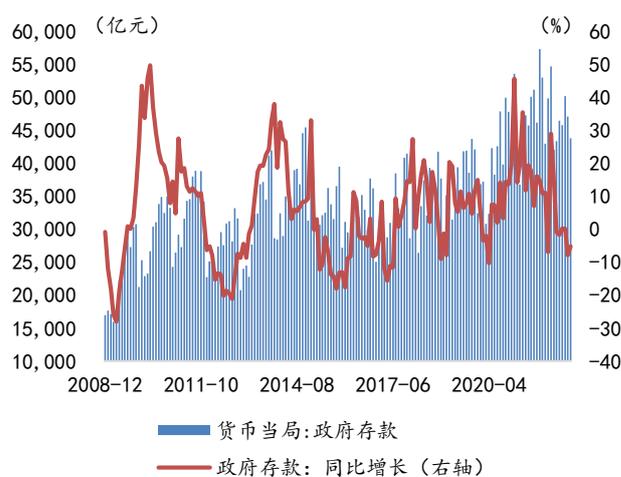
二季度至三季度“财政”主导资金供需宽松、四季度资金供需或回归“货币”主导。二季度至三季度流动性较长时间保持在较合理充裕还略微偏多的水平，主要原因在于二季度至三季度央行上缴利润、财政留抵退税等“泛财政”因素为流动性提供了较强支撑，而留抵退税等财政存款拨付给企业又形成商业银行一般存款，对流动性形成较强的“补水”支撑。

图7：政府存款：政府存款同比多增幅度处于近几年来较低水平



资料来源：Wind，德邦研究所

图8：政府存款：同比增速达到2020年4月以来最低

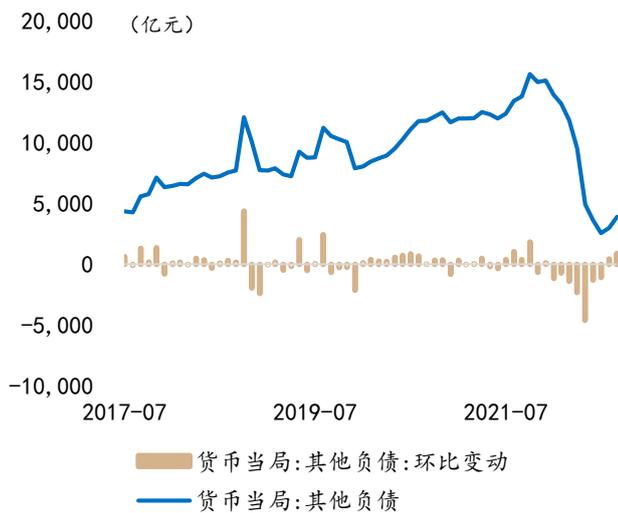


资料来源：Wind，德邦研究所

从央行资产负债表来看，2022年1月至9月，财政存款规模累计同比多增6212.18亿元，相比于2021年同期同比多增68929.63亿元相比，2022年财政

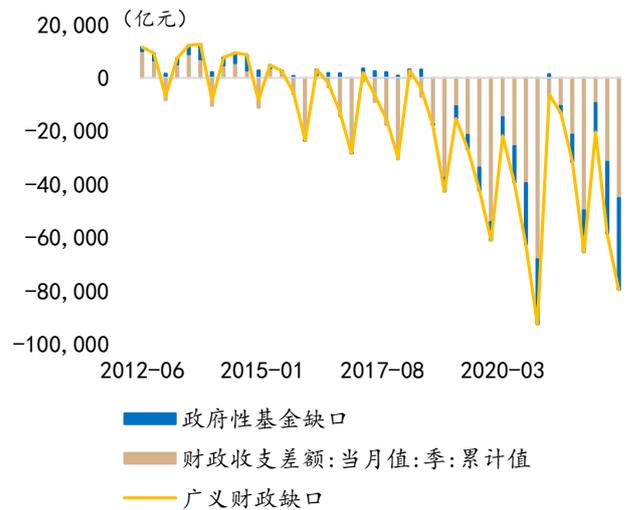
存款较大幅度的同比少增可以视为财政因素对流动性的贴补作用。而从同比增速看，截至 2022 年 9 月底，政府存款仅同比增长-5.21%，为 2020 年 4 月份以来最低点。但是财政因素对流动性的支撑或在四季度之后逐渐消退，今年以来财政存款的拨付和同比少增并非来自政府债券融资扩张或财政收支增大，而是以央行上缴利润等方式拨付前期累积的资金结余。面对今年来持续扩张的财政收支差额，截至 2022 年 9 月底，公共财政收支和政府性基金收支的累计差额已经达到 7.96 万亿，继续以增加财政支出的方式为流动性“补水”或难以为继：（1）四季度的增量财政，仅有 2022 年 10 月份完成 8 月底新增的 5000 亿地方政府债券结余限额融资，在规模上很难和 4 月至 8 月以留抵退税方式拨付超 2 万亿税款的额度相比；（2）从央行资产负债表“其他负债”项目来看，以“其他负债”项目年内最低点，7 月份 2557.47 亿元来计算，1 月至 7 月央行其他负债累计下降 1.25 万亿，在 7 月份之后，8 月和 9 月其他负债项目连续回升，今年以来央行上缴利润已经度过高峰，以上缴利润辅助财政的流动性投放或也趋于结束。今年以来，财政因素对流动性供给的支撑作用正在淡化，后续流动性供给的主导权将转移至货币。

图 9：央行上缴利润：8 月至 9 月“其他负债”规模环比回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：截至 9 月底，广义财政收支差额达到 7.96 万亿



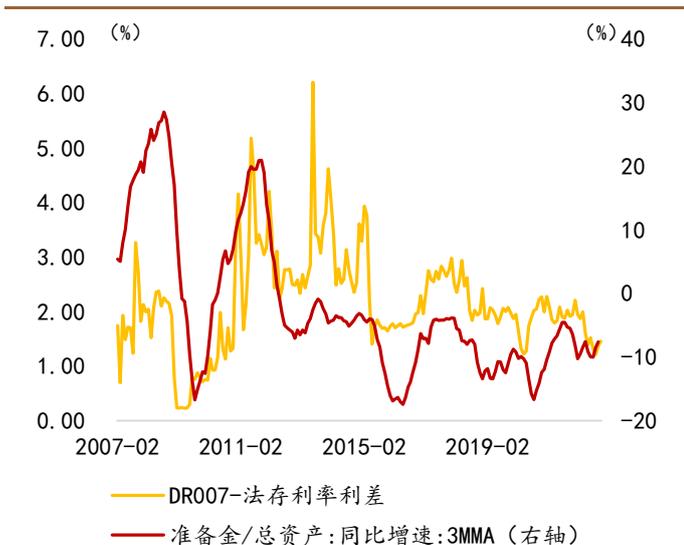
资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 货币因素或主导流动性供给

从商业银行资产负债表来看，截至 9 月末，商业银行准备金存款占总资产的比例回升至 5.91%，今年以来准备金存款占总资产的比例平均为 5.87%，但是 2020 年至 2021 年准备金存款占总资产的比例均值则为 6.60%。准备金是流动性扩张的源泉，从 2021 年 7 月“降准”以来，释放出来的准备金引导狭义流动性宽松和信用扩张。以准备金为重心的调控体系是人民银行过去几年一直奉行的“结构性流动性短缺框架”，当财政因素主导流动性供给充裕、市场利率下行时，获取准备金的机会成本下降，商业银行在资产端扩张的同时可以不依赖于央行释放的准备金，对准备金的需求逐步下降。从 DR007 和超额存款准备金利率之差来看，超额存款准备金利率稳定在 0.35%，DR007 作为市场化融资利率的指标，准备金和商业银行总资产之间的比值同比增速度量的“流动性周期”与 DR007-超额利率

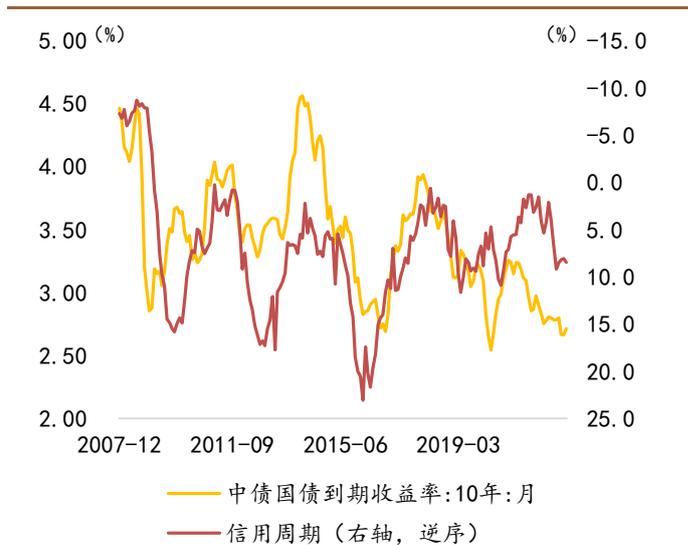
利差之间呈现出正相关的关系。当财政因素对流动性的供给支撑作用下降、商业银行获取准备金的机会成本重新回到货币市场利率上来时，“流动性周期”对货币市场利差的上行引导作用就自然增强。从最近 2 个月的周期变动来看，准备金与商业银行总资产比值的同比增速已经在 2022 年 5 月至 6 月“见底”，而 3 个月移动平均之后也基本在 7 月份见底，准备金需求扩张或增强货币政策以准备金为抓手的流动性供给主导权。在货币政策渐渐主导流动性供给之后，如果 11 月至 12 月人民银行“降准”、继续释放准备金补充流动性，那么 DR007 和超储利率利差的回升趋势或被抑制；如果 11 月至 12 月“降准”缺位，货币市场利差和利率绝对值或延续回升态势。

图 11：货币因素：准备金/总资产比值或周期回升



资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：截至 9 月末，商业银行对中央银行负债同比增速回升



资料来源：Wind，德邦研究所

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_48131



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>