

## 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。

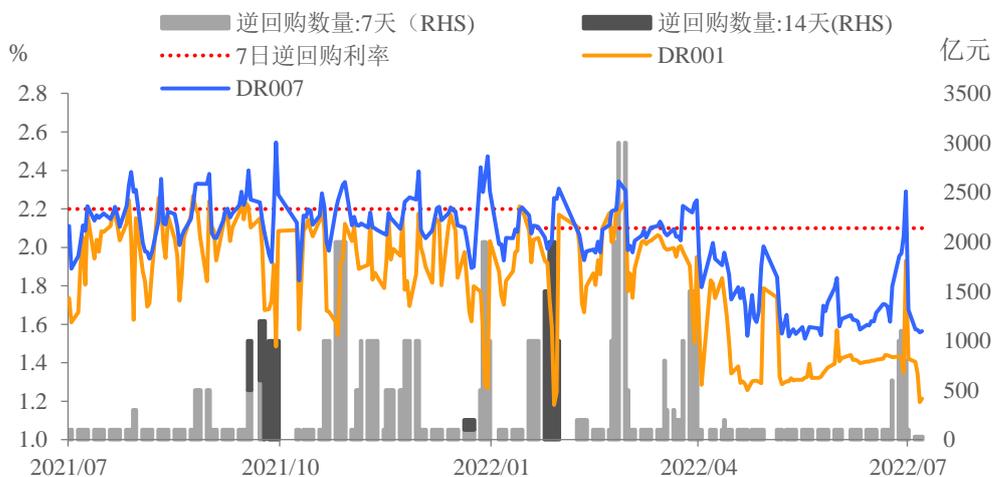
今年疫情干扰再度加大，二季度以来DR007显著低于政策性利率，债市杠杆率较高。然而近期疫情干扰减弱，货币政策有边际收紧流动性的可能。今年二季度以来，疫情干扰加大，有效信贷需求明显减弱。在此背景下，央行通过逆回购操作释放了充裕的流动性支持，促使DR007显著低于2.1%的操作利率，这一政策选择与2020年疫情期间较为相似。在这一背景下，近期债市杠杆率逐步上升，且M2与M1同比、M2与社融同比增速差不断扩大，资金空转风险有所上升。

■ 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。

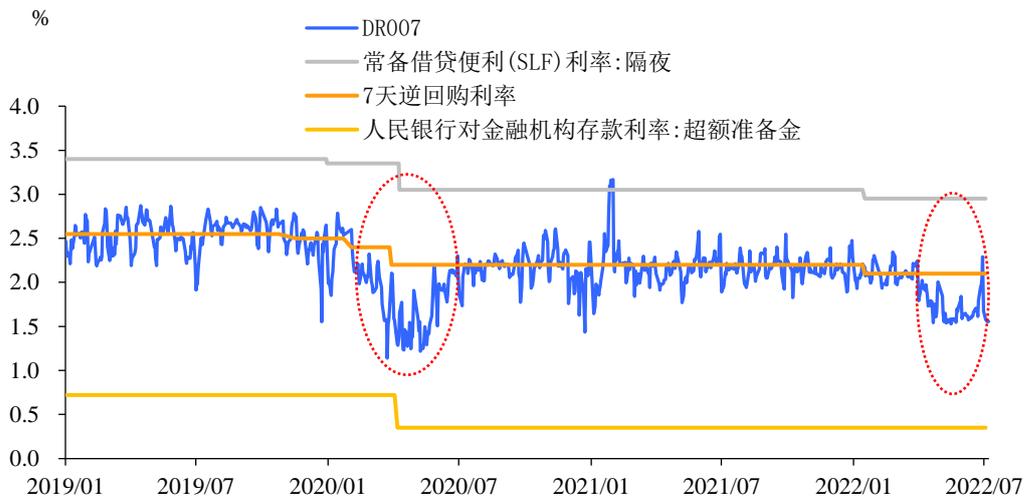
■ 风险提示：货币政策超预期，疫情干扰超预期

图1：央行逆回购操作量缩减至每日 30 亿元，但 DR007 依然较低



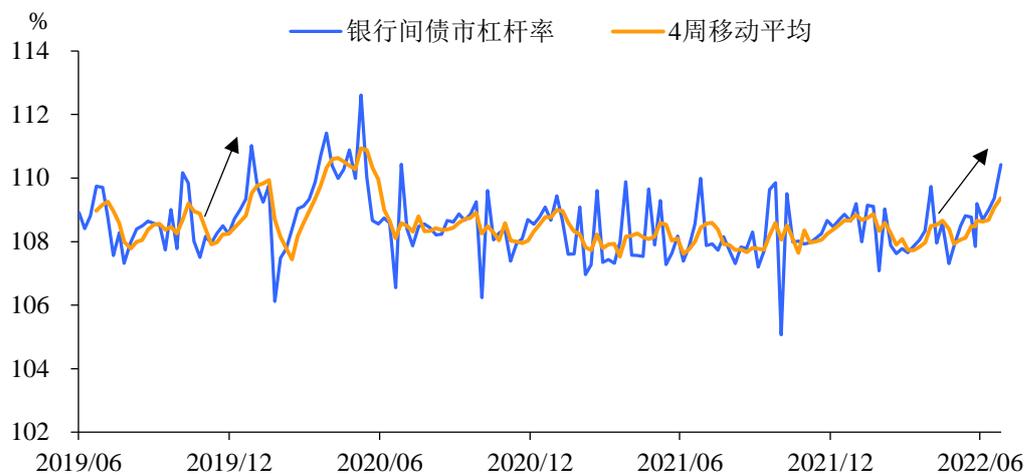
数据来源：Wind，东吴证券研究所

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



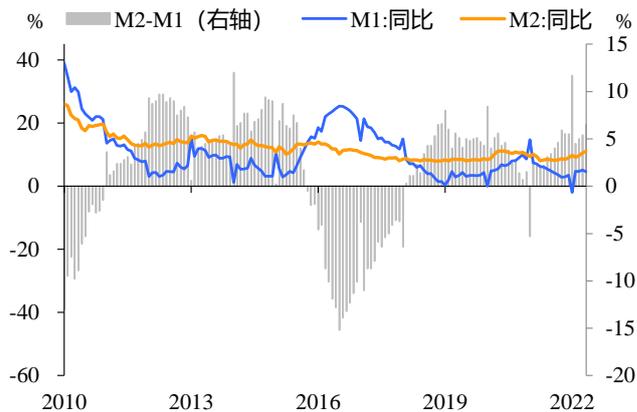
数据来源：Wind, CEIC, 东吴证券研究所

图4：M2 与社融同比增速差扩大



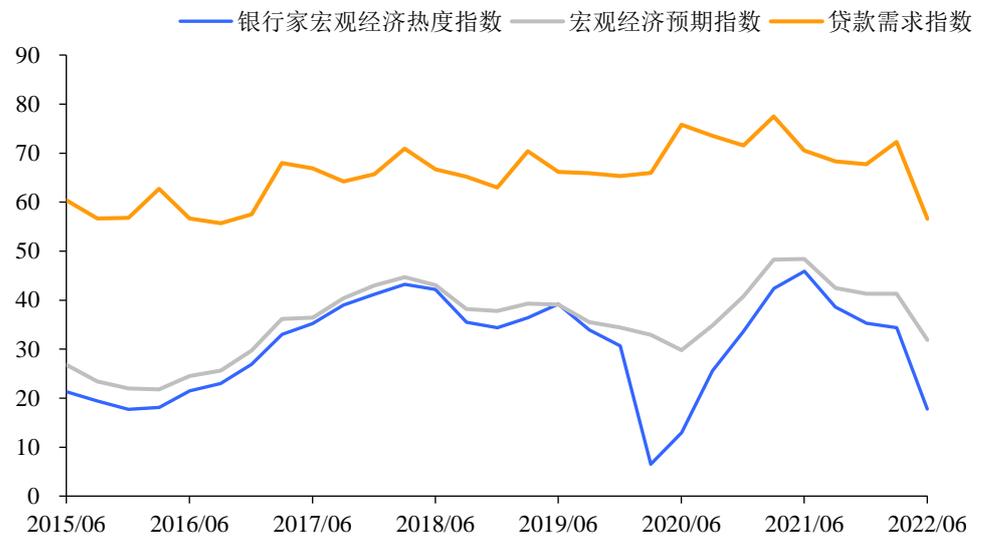
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

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

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

