

# 宏观周报 20220730

## DR001 破 1%反映了什么？

2022 年 07 月 30 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

证券分析师 李思琪

执业证书：S0600522010001

lisq@dzwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dzwzq.com.cn

■ 7月逆回购存量明显低于往年，而银行间资金水平却异常宽松。我们认为货币条件宽松与信贷需求的分化、居民部门降杠杆等因素或是本月资金利率继续下行的主因。从近期银行间隔夜回购成交额高增的情况来看，目前市场对三季度流动性继续保持宽松的预期有所强化。若以2015年以来的6次银行间质押式回购利率回归正常区间的平均时间来看，预计当前情形还将延续29个交易日。

■ 7月逆回购存量明显低于往年，而银行间资金水平却异常宽松。本周银行间质押式回购利率继续下探，DR001跌破1%以下，政策性利率与两周平均DR007利率点差达55bp。自2019年8月改制，尤其是疫情发生以来，DR001滑落1%水平线以下的情况越来越多。

■ 自2015年以来，DR001共有7次快速下降至1%以下的情况。通过复盘，资金利率的下滑主要反映了以下两点情况：

首先，从广义流动性角度来看，货币条件宽松与信贷需求的分化是原因之一。以M2-M1同比增速指标来看，2015年6月、2020年3月、2020年9月和今年都出现了同比增速攀升的情况。同时，货币条件与贷款需求在总体趋势上也出现了分化。

其次，特殊时期央行加大公开市场操作量，使资金利率快速下行。为平息系统性金融风险，央行曾在2019年5月包商银行事件、2020年3月疫情初期，2020年11月永煤事件时期加大逆回购、MLF操作量，中短期货币政策工具的总体余额较高。

■ 我们认为货币条件宽松与信贷需求的分化、居民部门降杠杆等因素或是本月资金利率继续下行的主因。今年以来，新增存款与新增贷款规模出现明显分化，M2-M1规模同比增速逐月增高。一是货币政策宽松叠加财政政策的靠前发力促使总体流动性较为充裕，二是疫情影响下的信贷需求，尤其是房地产投融资情况不容乐观，呈现出居民部门降杠杆、企业与政府部门加杠杆的结果。

本周银行间市场杠杆率仍在高位，市场对三季度维持流动性宽松的预期有所加强。在央行减少逆回购操作量后，债市杠杆率未见明显下降，7月杠杆水平仍在109以上的高位，银行间隔夜回购成交额创下新高。一方面央行缩量操作逆回购对总体资金利率的影响不大，且央行也曾在货币政策执行报告专栏中提出看价不看量的观点；另外，从当前逆回购交易量与杠杆率水平来看，市场或已形成了未来流动性宽松的一致预期。

■ 往年银行间质押式回购利率过低的情况是如何收场的？以DR007与7日逆回购利率点差波动率为标准，根据DR007何时回归布林通道区间计算来看，此前6轮平均在29个交易日后回归正常，但各次持续时间的差别较大。目前公开市场净投放量已有所减少，但公开市场操作余额依然较高，且目前货币条件与信贷需求的分化情况突出，二季度以来DR007有70个交易日滑出布林通道，预计这一现象还有长期延续的可能。

■ 风险提示：货币政策超预期，疫情影响超预期

### 相关研究

《7月政治局会议透露了哪些信号？》

2022-07-29

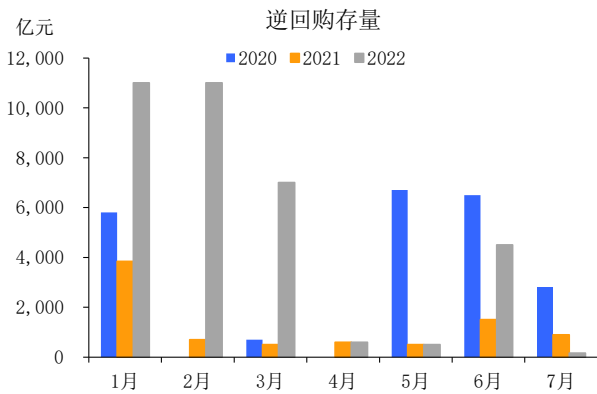
《再加75bp，美联储年内会加到4%吗？》

2022-07-27

《下半年财政刺激还有多大空间？》

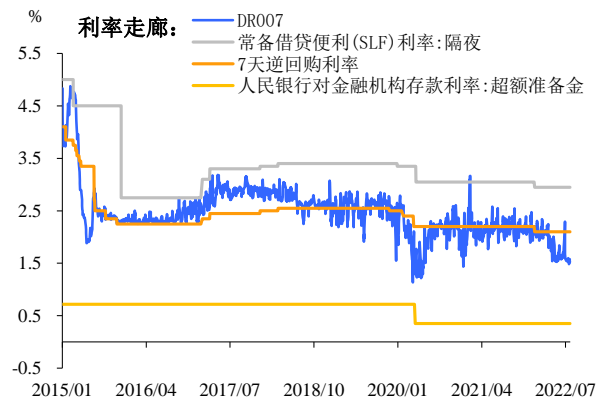
2022-07-25

图1：7月逆回购存量明显低于往年



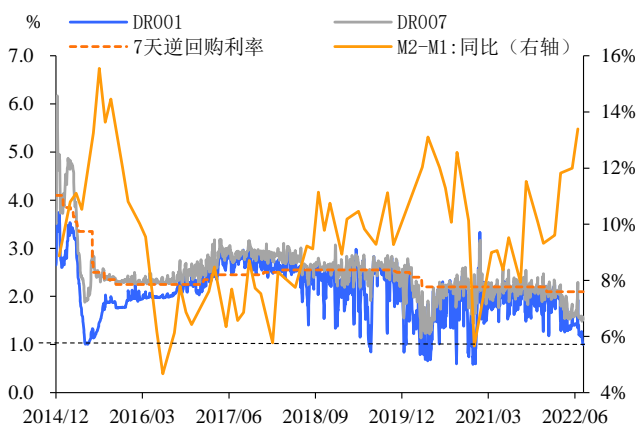
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：银行间资金水平宽松



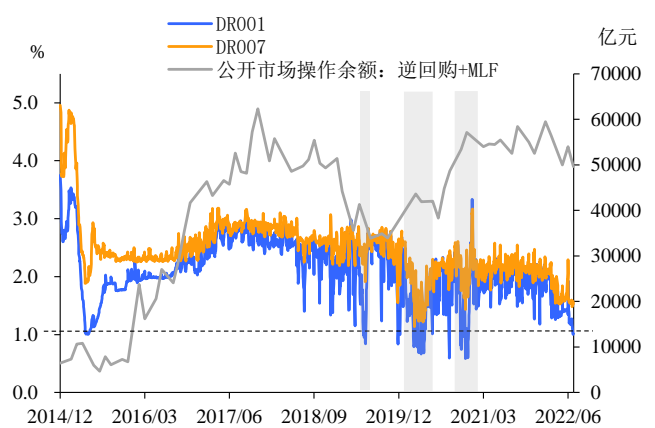
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：M2-M1 同比增速快速上升



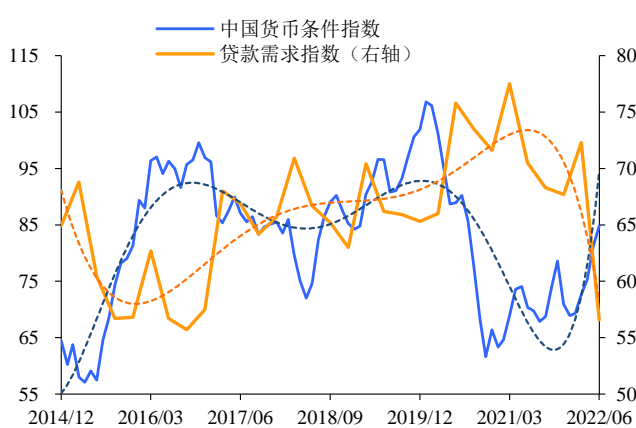
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：公开市场操作余额依然较高



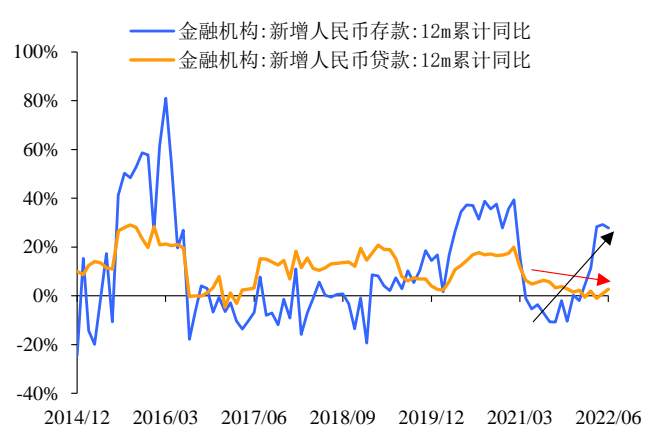
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图5：广义货币条件与信贷需求不同期



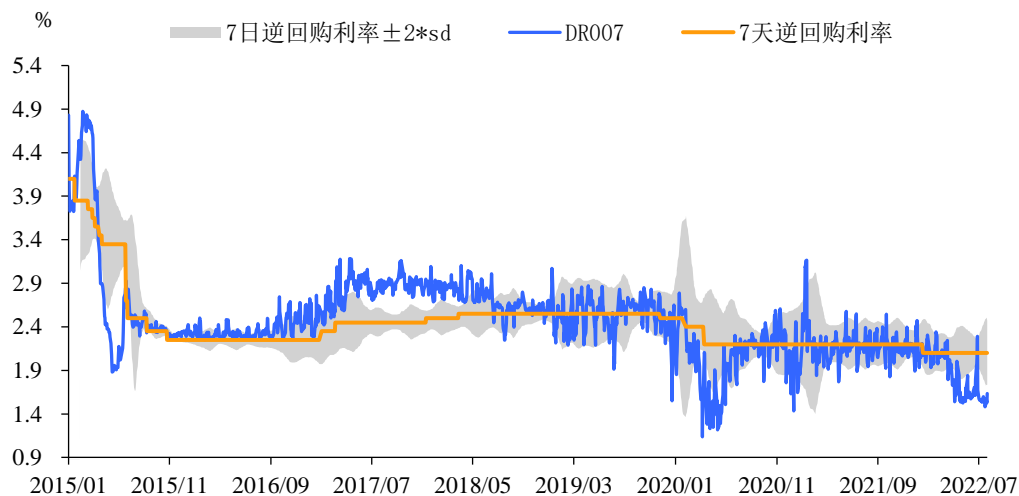
数据来源：Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

图6：新增存款与新增贷款规模出现明显分化



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：布林通道



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：DR007 平均在 29 个交易日后回归正常

	持续时长 (交易日)	M2-M1: 同比	公开市场操作余额 (亿元)
2015年6月	52	9.8%	41340
2019年7月	5	9.3%	33905
2019年12月	12	6.8%	42900
2020年2月	64	10.2%	41900
2020年9月	19	12.6%	48700
2020年12月	27	5.7%	57100
2022年7月	?	13.4%	54000

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>

