

# 宏观周报 20220804

## DR001 和 1% 的纠葛，还能持续多久？

2022 年 08 月 04 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

研究助理 邵翔

执业证书：S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

《为何上半年美国“衰退”，欧洲却没有？》

2022-08-01

《DR001 破 1% 反映了什么？》

2022-07-31

《7 月政治局会议透露了哪些信号？》

2022-07-29

■ 本周 DR001 利率日内数次破 1%。当前逆回购存量明显低于往年，而银行间资金水平异常宽松，我们认为货币条件宽松与信贷需求的分化、房地产行业不景气等因素或是目前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和原因来看，预计当前情形还将延续甚至较平均时间更长。

■ 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。本周逆回购操作量维持在每日 20 亿元，逆回购存量进一步降低。然而，银行间质押式回购利率却继续下探，日内 DR001 多次破 1%，政策性利率与两周平均 DR007 利率点差超 60bp。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，货币条件宽松与信贷需求的分化是原因之一。M2 与 M1 的相对变化情况可以很好地反映资金的活化程度，一定程度上也可以反映信用周期、经济周期的同步性。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、房地产行业不景气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 规模同比增速达 13.4%，远超 9% 的疫情前平均水平。我们认为这反应了两大类因素：

首先，财政、货币政策集中发力，促使总体流动性较为充裕。一是留抵退税规模大超预期，自 4 月实施的大规模留抵退税规模达 1.88 万亿元，年内总体退税规模已超 2 万亿元，是去年全年退税规模的 2 倍。二是政策对基建领域的支持力度超预期。一方面 3.65 万亿美元的专项债提前发力，另一方面货币也通过提高政府性银行贷款额度、金融债促进基建领域信贷投放。6 月基建资金来源出现前所未有的跳升，考虑到资金的杠杆作用，前期所融资金并未全部实施到位。三是货币条件整体较为宽松。在今年 5 年期 LPR 调降 20bp，总体规模已超 2020 年的 15bp，实际利率、实际汇率总体走低。

其次，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，与货币宽松条件形成强烈对比。上半年信贷数据在对公贷款、尤其是票据融资的支持下实现了较多增长，然而居民部门信贷却不景气，金融机构 12 月滚动存款与贷款规模出现明显分化，且 7 月商品房销售又见下滑。最明显的问题出在房地产销售的大幅下滑和房地产投资、新开工、竣工等投资端数据的增速放缓上。据国家金融与发展实验室，今年上半年实体经济部门总债务增速仅为高峰时期平均增速的一半，居民部门债务增速创历史新低（8.1%，疫情前平均水平为 18.3%），总体呈现出政府部门加杠杆、居民部门降杠杆的结果，应警惕私人部门资产负债表衰退风险。

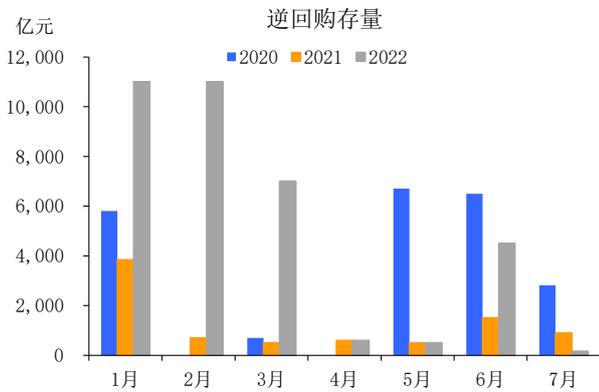
■ 7 月银行间市场杠杆率仍在高位，市场对三季度维持流动性宽松的预期有所加强。在央行减少逆回购操作量后，债市杠杆率未见明显下降，7 月杠杆水平仍在 109 以上的高位，银行间隔夜回购成交额创下新高。一方面央行缩量操作逆回购对总体资金利率的影响不大，且央行也曾在货币政策执行报告专栏中提出看价不看量的观点；另外，从当前逆回购交

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 73 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。

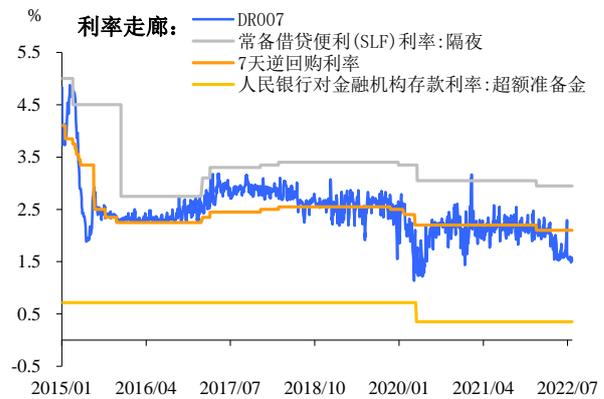
- **风险提示：**货币政策超预期，疫情影响超预期

图1：7月逆回购存量明显低于往年



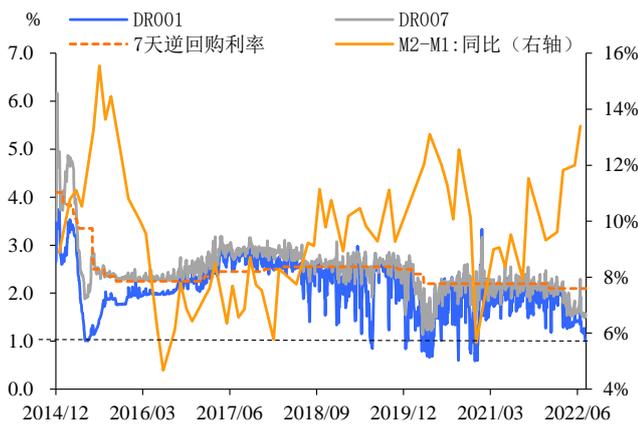
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图2：银行间资金水平宽松



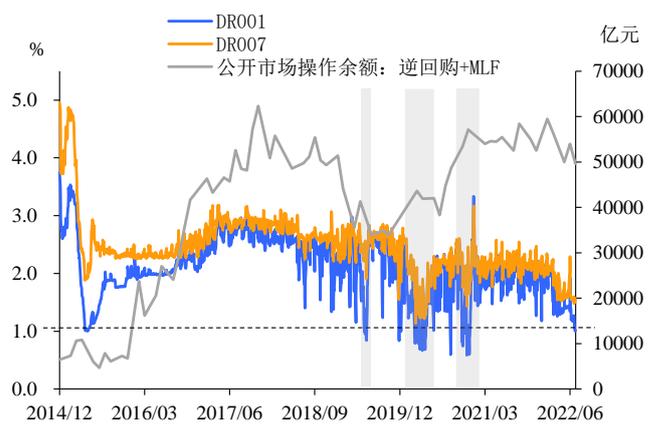
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图3：M2-M1 同比增速快速上升



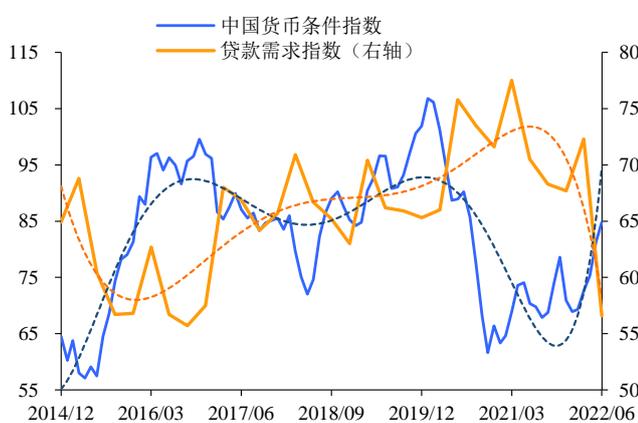
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

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



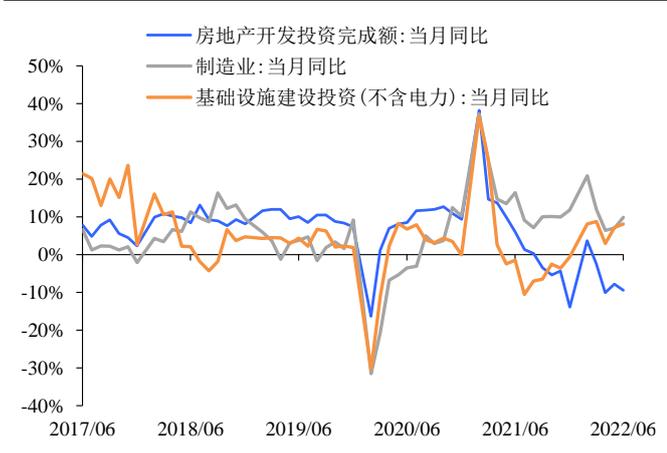
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图7：7月商品房销售再现下滑



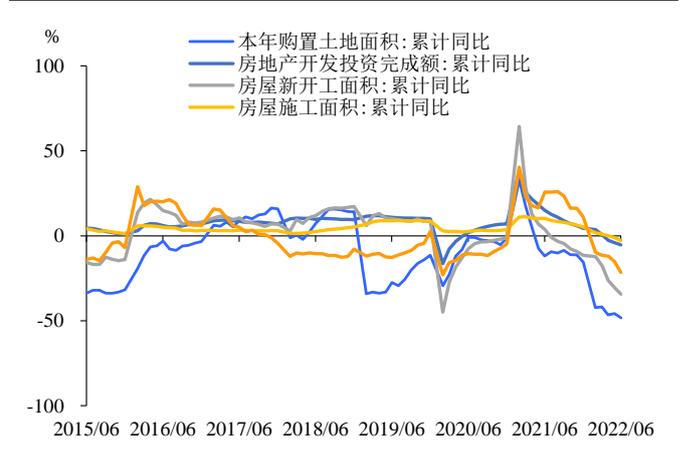
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：房地产投资仍为主要拖累



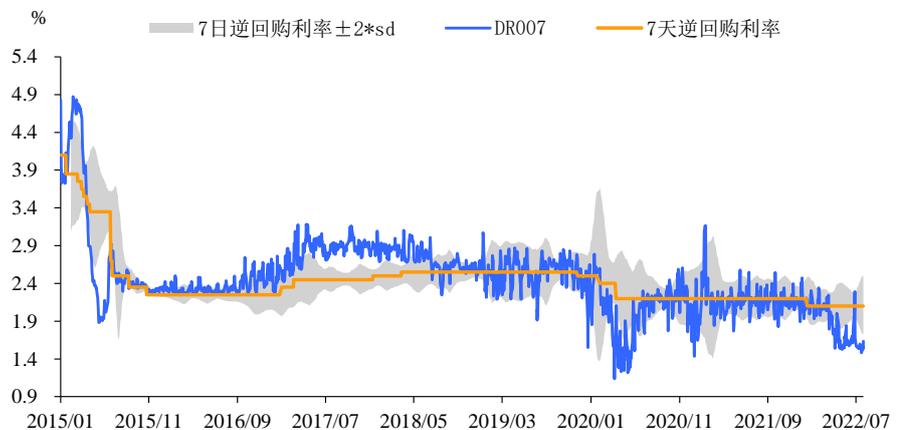
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图9：今年以来房地产投资端数据较弱



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：DR007 主要在以7天逆回购利率为中枢的布林通道内运行



备注：sd≡逆回购利率与DR007点差的滚动标准差

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图11: 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         |
| 平均值      | 29         | 9.7%      | 45692         |

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>

