

8月中旬货币市场资金利率开始抬升，8月下旬以来的流动性变化已经不是简单的跨月因素所致。我们倾向于认为，过去一段时间流动性极宽的诱发因素正在消退。只要不出现系统性风险等极端扰动，资金面最宽时期或已过去。

### ➤ 首先排除一种质疑，近期资金利率上行主因跨月扰动

月末或者季末都会有资金节奏性收紧的常规表现。本轮资金收紧恰逢月末，不免令人疑惑——近期资金面收紧是否更多反应短期的跨月节奏，而非真正的趋势变化？我们观察到三点现象，显示跨月因素不足以解释近期资金利率上行。

**价格层面**，当前 DR001 和 DR007 同频走高。若仅是跨月原因，DR001 并不会跟随 DR007 上行；**数量层面**，8月上旬银行间质押式逆回购成交量已现回落趋势，表明当前流动性边际收敛并非完全起因短暂的跨月扰动；**其他利率维度**，同业存单和债市利率同步调整，这是月末性因素难以解释。以今年6月末为例，跨月因素下当时资金较为紧张，却未引发债券市场大幅回调。

### ➤ 展望未来资金趋势，我们先来理解过去一段时间极宽资金面的成因

我们可以将极宽流动性大而化之地归因为疫情干扰这一宏观大背景。

然若以资金量价视角来解构流动性格局，不难发现过去一段时间极宽流动性之所以成立，原因有二：其一，私人部门实体融资偏弱，资金无法有效进入实体；其二，财政投放力度大，国库资金来源不断投放到货币金融市场。

7月至8月上旬，私人部门信用坍塌，恰逢财政支出力度加大。最终7月至8月上旬市场迎来这样一组流动性组合，财政代替央行实施流动性投放，私人部门信用扩张有限，流动性囤积在金融市场之内。

正是这样的流动性格局之下，即便央行在公开市场实施净回笼，市场还是见证了破1%的隔夜利率，极低的票据和同业利率，金融高杠杆和机构配置资产荒。

### ➤ 立足当下，过去一段时间流动性极宽诱致因素正在消退

首先是央行对资金面极度充裕的容忍度或有所变化。我们理解8月MLF缩量降息已经足够表达央行这一态度。此外8月MLF和OMO都在净回笼资金，历史上不为多见，或表明对过低资金利率所带来的副作用有一定担忧。

其次是8月底信用有企稳迹象。近期1年期国股和农商票据转贴利率上行幅度超过50BP；更短期限的票据转贴利率，其上行幅度甚至超过80BP。当前票据利率快速走高，或指向8月信贷修复。6月国常会下达政策性金融工具，8月国常会再加码3000亿元专项建设基金。预计未来信贷会有边际企稳迹象。

最后是政府债券短期供给压力对资金面造成压力。5000多亿元专项债结存限额在10月底发行完毕，减税降费力度边际走弱，未来财政筹资力度增加，支出力度较之前减弱。

### ➤ 对于未来资金面走势，我们有三点核心判断。

第一，8月底以来极宽流动性的诱致因素正在发生变化。预计资金面结束极宽表现，流动性从极宽走向偏宽。

第二，无需对资金收紧过度恐慌，资金利率并不会重演2020年下半年情景。

第三，未来流动性是否会有进一步收紧，市场交易的资金利率是否回归常规，关键在于地产。地产企稳回升，资金或将收敛，地产继续低迷，资金维持偏宽。

**风险提示：**疫超预期；数据测算有误差；地产政策超预期或不及预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

1.8月PMI数据点评：当前宏观的核心矛盾仍在地产-2022/08/31

2.地产、宏观联合专题研究：当前地产现状评估-2022/08/29

3.全球大类资产跟踪周报：长短端利率均有上行-2022/08/28

4.政策双周报：新一轮稳经济政策推进-2022/08/28

5.宏观专题研究：鲍威尔的“沃尔克时刻”-2022/08/27

# 目录

前言 .....	3
1 当前流动性边际收紧不止是月末因素扰动 .....	4
2 MLF 和 OMO 净回笼或表明央行收紧态度 .....	6
3 8 月信贷有望复苏，推向资金从金融流向实体 .....	7
4 资金面最宽松的时期或已结束 .....	8
5 风险提示 .....	9
插图目录 .....	10

## 前言

8 月中下旬，资金利率抬升，同时债券市场出现调整，流动性边际有所收紧。有观点认为当前资金利率抬升是短期因素扰动的结果，是暂时性的，待短期因素消退后，资金利率就会重回宽松。

但根据市场定价、央行态度以及实体信贷情况等方面，当前流动性收紧仅归咎于短期因素是不够的，资金利率抬升是多方面综合结果。当前资金利率上行，或意味着 7 月以来的宽松流动性局面已经过去。

## 1 当前流动性边际收紧不止是月末因素扰动

8月中旬开始，货币市场资金利率抬升，自8月15日到8月26日，DR001和DR007分别上行21BP、32BP。一部分观点认为当前资金利率上升主要是月末因素扰动，只是暂时性的，但当前流动性收紧显然并不能仅仅归咎于月末因素。

首先，价格层面，当前DR001和DR007同步走高，如果仅仅是月末因素扰动，DR001并不会跟随DR007上行。

我们以2022年3月、4月和6月为例，短期内DR007和DR001因月末因素都有明显上行，DR007往往领先DR001上行，导致DR007与DR001的利差扩大，但当前DR007与DR001同步上行，并不存在明显时滞，尽管DR007与DR001的利差略有走高，但变动幅度与其他月份相比并不明显，如果仅是月末因素，是无法解释DR001和DR007同时变动的。

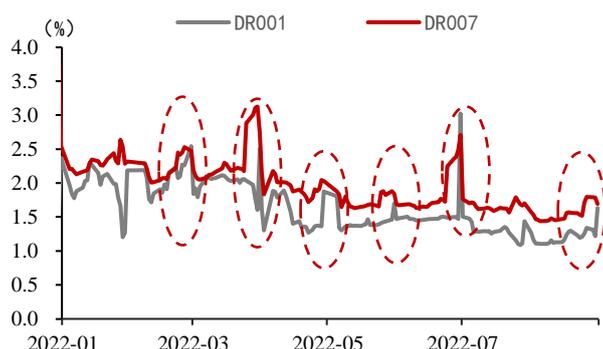
其次，量的层面，银行间质押式逆回购成交量出现明显见顶回落的趋势，流动性边际收紧。

8月8日、9日连续两个交易日逆回购规模突破7万亿元，随后开始下滑，尽管16日再次突破7万亿，但不得否认的是，当前逆回购规模很难再进一步。而在5、6、7三月份，逆回购在月内节节走高，直到临近月末才会短暂回落，这种情况下，逆回购规模的高点往往在下半月，但本月逆回购规模当月高点已经出现，说明当前实际流动性可能存在收紧的迹象。

其三，同业存单、债券市场同步调整，月末性因素难以解释。

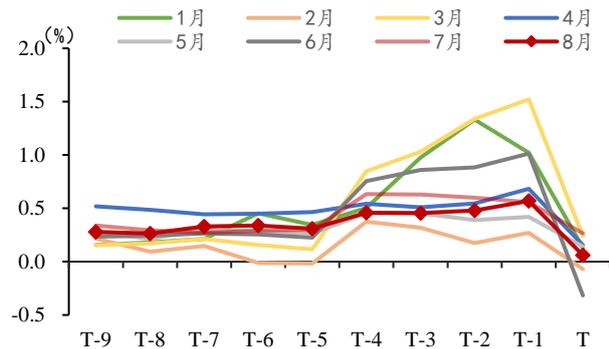
8月下旬，不仅仅是资金面有所收紧，债券市场也出现不同程度回调，10年国债利率上行至2.65%，短端利率上行幅度更大，同时，信用利差都有不同程度走阔。同业存单发行利率也有所走高。如果是月末因素，很难解释当前市场定价模式。例如今年6月末，资金比当前还要紧张，但并没有引发债券市场大幅回调。

图1: DR001 和 DR007



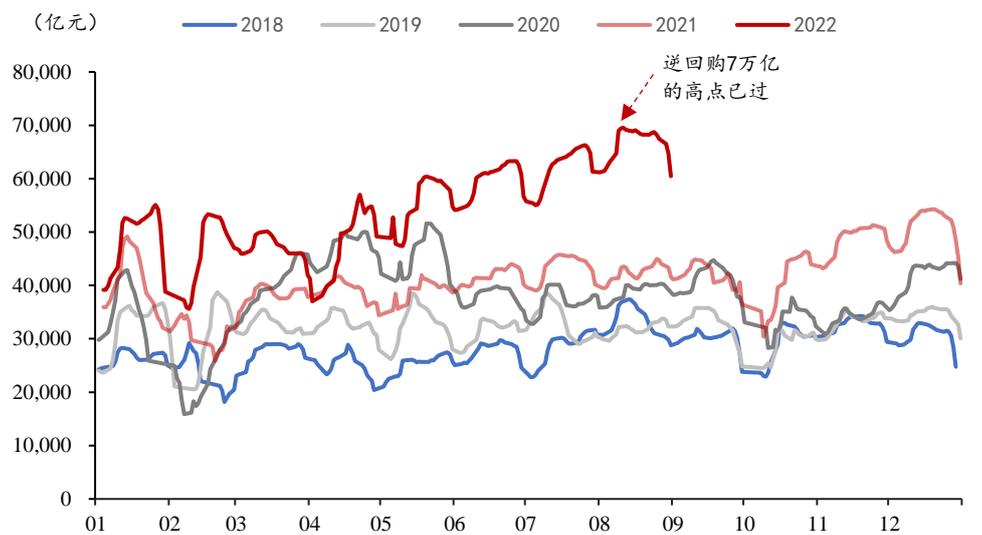
资料来源: wind, 民生证券研究院

图2: 2022年各月最后10个交易日DR007与DR001的差值



资料来源: wind, 民生证券研究院

图3：银行质押式回购成交量 7 天移动平均



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2 MLF 和 OMO 净回笼或表明央行收紧态度

尽管 8 月份央行降息，下调 OMO、MLF 利率，但并不代表资金利率可以长期大幅偏离于政策利率。实质上，央行已经通过公开市场操作，表明对资金利率过低的担忧。

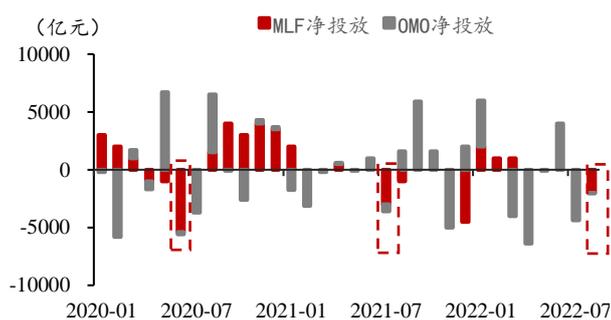
**首先，8 月 MLF 和 OMO 都在净回笼资金。**

自是 2020 年以来，这是第三次出现 OMO 和 MLF 当月同时回笼资金的情况，而之前两次一次是 2020 年 7 月，随后资金利率也明显上行；另一次是 2021 年 7 月，当时央行降准进行对冲。可见，央行已经通过公开市场操作进行边际上收紧流动性。

**其实，公开市场操作对税期、月末等短期扰动因素不敏感。**

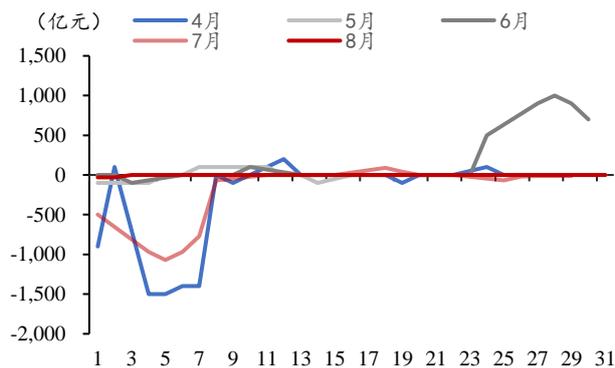
8 月以来，央行每天逆回购 20 亿元，即使 8 月税期和月末也没有任何变动，这种投放节奏往在今年 4、5 月出现过，但那时央行降准，并且财政正在大规模被动投放流动性。而反观，7 月央行尽管开始降低逆回购规模，但税期仍然将逆回购投放的规模从 30 亿元上调至 120 亿元，而当前似乎已经对短期扰动因素不敏感，或反映当前流动性已经充足，短期内资金利率抬升或许是适宜的。

图4：MLF 和 OMO 净投放



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：央行 OMO 投放对税期等扰动因素不敏感



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3 8月信贷有望复苏，推向资金从金融流向实体

今年以来，资金利率持续偏宽主要在于财政被动投放流动性，而实体信贷需求一般，导致资金淤于金融市场。当前资金面边际收紧，主要逻辑是实体信贷需求边际改善，冗余资金正在从金融流向实体。

#### 8月下旬票据利率大幅抬升，或指向信贷复苏。

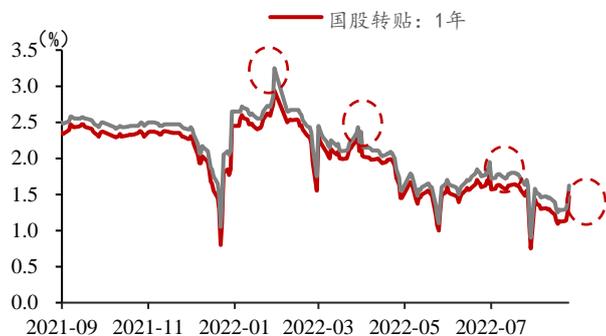
1年期国股和农商票据转贴利率上行幅度超过50BP，更短期限的票据转贴利率上行幅度甚至超过80BP。票据作为商业银行信贷指标的调节工具，今年以来对信贷情况一直有很好的指示作用。当前票据被大幅抛售，或指向当前银行信贷指标8月信贷复苏。

#### 政策性金融工具发力，企业中长贷有望回暖。

6月以来，政策性金融工具逐步发力，基建项目资本金到位有望拉动企业信贷。截至8月26日，6月29日国常会宣布的3000亿专项建设基金已经投放完毕，国开基础设施投资基金和农发基础设施基金分别投放2100亿元和900亿元。这意味着有相当一部分的基建项目资本金到位，而这些资金对信贷的撬动作用也将显现，尤其是对企业中长贷的拉动。

另外，当前政策端强调加快政策举措落实，国务院大督查将地方稳经济工作纳入督查和服务范围，将此前7月政治局会议提到的“经济大省要勇挑大梁”落到实处，此前出现的资金空转的情形恐难以持续。

图6：国股转贴利率



资料来源：wind，民生证券研究院

图7：票据融资增速创三年来新高



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 资金面最宽松的时期或已结束

今年以来，财政牵引流动性的特征明显，下半年或仍持续，主要表现为财政筹资导致流动性被动收紧，而当前时点上，短期内财政筹资力度加大、信用需求回暖，或意味着 7 月以来，银行间利率大幅偏离政策利率的情况告一段落。

**其一，政府债券短期供给压力再度对资金面造成压力。**

5000 多亿元专项债结存限额在 10 月底发行完毕，用来对冲土地出让金下滑。而减税降费力度边际走弱，在财政大幅筹资，支出力度减弱的情况下，资金面的压力可能会加大。

**其二，国常会加码 3000 亿专项建设基金，将继续拉动基建相关信贷，抬升资金利率。**

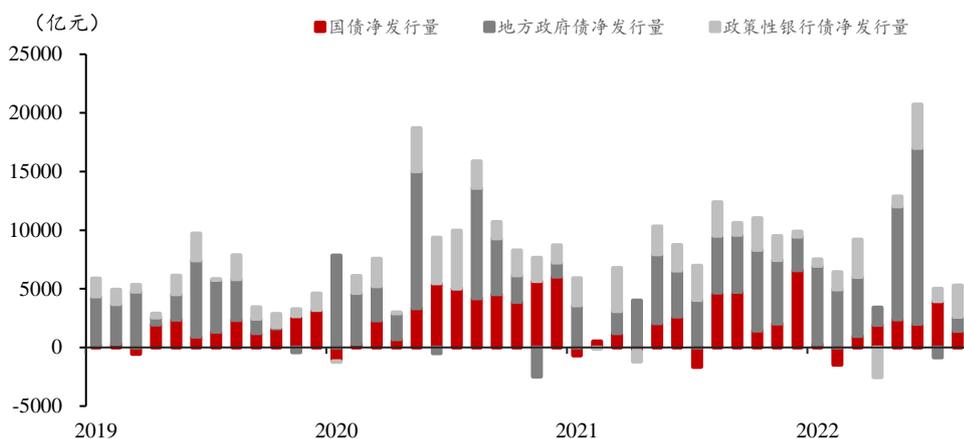
国常会追加 3000 亿元以上政金债额度，并明确在上一轮 3000 亿元落实到项目后接续发放。按照我们此前估算（测算详情《大财政下半场，由谁接力》），3000 亿元规模大约能撬动超 1 万亿元基建信贷需求，叠加此前已经投放的 3000 亿元资金，合计可能拉动信贷约 2 万亿元，这将有效的引导当前冗余的流动性流向实体经济。

**其三，地产政策继续加码，居民信贷或回暖。**

7 月中下旬以来，中央和地方层面均在不同程度释放积极信号，8 月也迎来 15bp 的利率降幅。本次国常会再度肯定因城施策放松，若后续能够跟上积极有效的地产政策，叠加专项债发行、银行信贷放开，未来居民信用会有边际企稳。

但也无需对资金收紧过度恐慌，资金利率并不会重演 2020 年下半年。当前地产仍低迷，另外在疫情反复牵制经济活动，经济弱修复以及出口面临下滑风险的背景下，流动性过度收紧的必要性也不强。

图8：债券净发行情况



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

1) **疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) **数据测算有误差。**若本文数据测算有误差，会导致实际情况与本文假设的情况出现较大的偏离，影响对下半年财政和央行的行为判断。

3) **地产政策超预期或不及预期。**若由于地产政策超预期，会导致销售和信贷偏离大幅历史数据和经验，从而影响对全年的判断和测算。

## 插图目录

图 1: DR001 和 DR007 .....	4
图 2: 2022 年各月最后 10 个交易日 DR007 与 DR001 的差值 .....	4
图 3: 银行质押式回购成交量 7 天移动平均 .....	5
图 4: MLF 和 OMO 净投放 .....	6
图 5: 央行 OMO 投放对税期等扰动因素不敏感 .....	6
图 6: 国股转贴利率 .....	7
图 7: 票据融资增速创三年来新高 .....	7
图 8: 债券净发行情况 .....	8

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026