

7月27日，央行逆回购操作再度减量。根据央行公告显示，为维护银行体系流动性合理充裕，2022年7月26日人民银行以利率招标方式开展了50亿元逆回购操作，中标利率为2.10%，与前日保持一致。

但今日市场隔夜利率却再度创下自2021年1月以来的新低。数据显示，银行间隔夜质押式回购利率（DR001）今日早盘跌破1%；上海银行间同业拆放利率（Shibor）隔夜品种再度下降1个基点至1.0080%，均创下18个月以来新低。

市场人士认为，市场隔夜利率的下行，预示市场流动性较为充裕。而此次市场利率持续低于政策利率已近3个月，在当前经济已现复苏迹象、监管强调“不搞大水漫灌”的背景下，预计资金利率会逐渐向政策利率回归收敛。不过，从总体上看，今年市场流动性仍将保持合理充裕的水平，推测市场利率仍将在政策利率下方运行一段时间。

### 市场利率已跌至历史较低水平

根据wind数据显示，DR001利率今日最低至0.98%。不仅如此，进入7月份，市场利率持续下跌，已跌至历史较低水平。除了隔夜利率以外，被看作是市场利率重要参考标准的银行间质押物7天回购加权平均利率（DR007）近期亦有所下行，并处于历史较低水平。市场人士认为，是在情理之中，意料之外。

光大银行金融部宏观分析师周茂华表示，当前市场对后市流动性依然合理充裕保持了相对一致的预期，银行间市场可融出的资金增多；同时财政政策与货币政策持续发力，这导致了市场利率的下行。

招商宏观张静静团队表示，多项指标表明，6月以来狭义流动性（指银行间流动性）供给有所提升。在流动性研究框架中，有两个指标指示狭义流动性的强弱：一是基础货币增速，反映央行基础货币供给；二是超储率，反映银行间市场流动性整体水平。

“从货币当局资产负债表可以看出，6月基础货币同比增长3.0%，扭转年初以来的下滑趋势；超储率回升至1.38%。两项指标共同指向基础货币供给增加，尽管七月央行投放力度减弱，但财政支出持续发力，财政仍是基础货币投放的主渠道。”招商宏观张静静团队指出。

此外，隔夜利率持续走低，市场担忧，可能会造成机构加杠杆套利等问题。根据招商宏观数据显示，近期银行间质押式回购成交量增加至6.4万亿/天，加杠杆势头继续上升。

## 央行每日投放量已有减少

对于市场的流动性问题，央行通常通过逆回购与市场保持沟通。进入7月以来，央行每日通过逆回购的投放量亦有所减少，今日逆回购量再度缩减至20亿元，市场实现净回笼10亿元。

在今年7月之前，央行的逆回购操作规模在绝大多数交易日都是100亿或100亿的整数倍。而自7月4日至7月15日，央行连续进行30亿逆回购操作，7月18日逆回购操作量为120亿，7月19日逆回购操作量为70亿。此后逆回购操作量多亿以50亿为主

中信证券认为，此后央行逆回购操作规模可能会调整为10亿的整数倍，且变动频率更高，以实现更加灵活精准的调控。新的框架下，央行每日逆回购操作数量变化并不能代表货币政策的转向，只是为了短期（7天）流动性更好地实现供需均衡。“价”可能比“量”更加重要，7天逆回购利率、DR007代表短期资金“价格”，MLF利率（中期借款便利）和LPR（贷款市场报价利率）代表中期的资金“价格”。

招商宏观张静静团队认为，逆回购每日投放是央行传递政策信号的重要方式，但“价”的重要性远胜于“量”，仅“量”的变化不足以说明货币政策转向紧缩。央行缩减逆回购投放量旨在传递“控杠杆”信号，但资金利率并未因央行减少投放而显著走高，说明央行仍将维护流动性合理充裕。

“随着央行上缴利润告一段落，下半年基础货币投放将边际回落，叠加经济复苏‘宽信用’作用的显现，银行间流动性过度充裕的情形终将改变。”招商宏观张静静团队指出，资金利率将向政策利率靠拢，实现“市场利率围绕政策利率波动”是央行流动性调控的目标。

## 后市市场流动性将如何演变？

展望后市，市场预计，货币政策仍将保持流动性的合理充裕，但随着经济持续复苏，市场资金利率会逐渐向政策利率回归。

招商宏观张静静团队认为，7月政策工具到期回笼规模少于历史同期，其中，逆回购减少2400亿，MLF减少3500亿，因此流动性调控压力不大。而本月15日MLF等额平价操作，彰显稳中偏松的政策倾向。二季度金融数据发布会上，央行披露上半年上缴利润、结构性工具投放进度，表明其开始控制流动性投放速度和力度。同时，考虑到当前经济复苏基础尚未稳固，央行并不急于大幅收水。

“8月有6000亿的MLF到期和400亿的1月期国库定存到期，回笼规模有所放量，央

行中长期资金投放仍将以对冲平衡为主。”招商宏观张静静团队预计，8月基础货币净投放2000-3000亿，狭义流动性仍较为充裕。

东吴证券分析师李勇表示，7月以来央行缩量公开市场逆回购操作，曾经一度引发资金利率上行，货币政策收紧的担忧，而现实情况是流动性依旧充裕。资金面的宽松与央行上缴利润、财政支出效应和地方政府专项债密集发行结束有关，后期存在回归中性的可能，但在疫情反复、房地产市场疲软的情况下，仍有必要维持偏宽态势。货币政策方面，近期召开的2022年上半年金融统计数据发布会会有三大要点，即宏观杠杆率、资金利率和结构性工具。

在2022年上半年金融统计数据新闻发布会上，人民银行新闻发言人、调查统计司司长阮健弘表示，我国经济已经呈现明显的复苏势头，这也为未来保持合理的条件。

不过，清华大学五道口金融学院教授张健华指出，下半年要关注和防止流动性过剩的问题。他建议，要更注重结构性货币政策工具的使用，更多运用直达实体经济的政策工具，同时也应加大财政政策力度，防止财政政策出现空窗期。

值得注意的是，此前货币政策委员会例会上删除了“保持宏观杠杆率基本稳定”的表述，宏观杠杆率尚不形成对货币政策的制约。有业内人士认为，在外部环境的制约下，降息和降准等总量型货币政策的出台存在困难，结构性货币政策仍将唱主角。

新京报贝壳财经记者 姜樊 编辑 陈莉 校对 卢茜