



每周流动性观察

如何理解公开市场操作公告

如在去年 5 月末阶段，资金面于 25 日前后由于财政支出的带动已经回到了“较高水平”，但在月内最后几个交易日中，出现“由于企业所得税汇算清缴等因素影响”的说法，央行重启逆回购，当时资金面亦出现明显收紧。因此我们认为，尽管上周资金面尚且维持均衡，但在下周剩余的几个交易日中仍需保持适当谨慎。

- 在每日的公开市场公告中，央行对于流动性的判断主要有几种定性的措辞，分别为“适中”、“合理充裕”、“较高水平”以及进行逆回购投放等。
- 当中“较高水平”一词的出现从 2017 年贯穿至今，显然在 17-19 年这一时间段中，资金面及货币政策都发生了明显的改变，如 2017 年时超储率水平长期保持在“1.0%”左右的中枢水平，而 2018 年中超储率中枢水平回升到了“1.5%”之上。因此我们判断，“较高水平”这一措辞更多可能表述的是一种相对关系，也就是相对于人民银行认为的均衡位置目前流动性水平偏高，这一说法多出现在资金面因财政支出等因素的季节性宽松时期。
- 而“适中”这一表述在 2017 年中多次出现，在 2018 年一季度少量出现。从 2018 年 6 月份起，“合理充裕”一词开始替换“适中”的说法，这一时间点也恰好是货币政策由偏紧向偏松转变的节点，去年 6 月份央行对于长期限流动性的投放大幅上升，导致超额存款准备金率出现了趋势性抬升，资金利率中枢大幅下行。公开市场操作中“合理充裕”的表述由 2018 年年中持续至今，我们判断在这一措辞当中对于流动性市场供给水平的描述，表示绝对水平的含义可能占比更大。
- 关于流动性环境定性的表述，由于其滞后性和后验的特征，实际意义并不大，更主要的作用在于我们推测当前流动性供给的均衡水平位于何处。除此之外，在公开市场公告中，关于部分季节性因素的描述较为清晰，特别是类似财政支出、存款准备金付息等市场容易忽视的部分。
- 如在去年 5 月末阶段，资金面于 25 日前后由于财政支出的带动已经回到了“较高水平”，但在月内最后几个交易日中，出现“由于企业所得税汇算清缴等因素影响”的说法，央行重启逆回购，当时资金面亦出现明显收紧。因此我们认为，尽管上周资金面尚且维持均衡，但在下周剩余的几个交易日中仍需保持适当谨慎。

相关研究报告

《固定收益 2019 年年度策略：数量宽松，策略拥挤；资产价格从低估迈向合理高估*崔灼驹朱启兵》20190105

《中银国际每周流动性观察：3 月末央行资产负债表简评；从超储率看货币政策的微妙变化》20190422

《中银国际 3 月金融数据简评：融资延续改善，静观货币政策指引方向》20190415

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：固定收益

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001



目录

本周焦点：如何理解公开市场操作公告	4
流动性展望：对 5 月末资金面适当保持谨慎	6
资金利率.....	7
海外市场.....	9

图表目录

图表 1. 上周公开市场操作.....	4
图表 2. 上周 MLF 操作.....	5
图表 3. 公开市场操作.....	6
图表 4. 同业存单发行量.....	6
图表 5. 质押回购.....	7
图表 6. 银行间同业拆借.....	7
图表 7. SHIBOR.....	7
图表 8. 票据融资.....	8
图表 9. 同业存单.....	8
图表 10. NDF 点差.....	9
图表 11. 美债收益率.....	9
图表 12. 德国国债利率.....	10
图表 13. 通胀指数国债.....	10

本周焦点：如何理解公开市场操作公告

4月、5月两个月连续的缴税压力，将产生较为大额的季节性流动性缺口。如果此时央行以长久期流动性进行足量或过量的对冲，那么之后随着季节性影响逆转，超储率中枢水平将随之上升。以当前的操作来看，央行此次对于流动性缺口的对冲方式仍然是以长久期工具为主，但与一季度的区别在于并非全额对冲。这种操作会导致在二季度超储率水平将有小幅下降，而下半年仍将保持在相对充裕的位置上，其实对于流动性的影响仍然好于“以足量的逆回购进行全额对冲”。

关于市场此前一致预期的二季度降准。目前央行的做法是两次辟谣，加上一次仅为2,800亿左右的定向降准，与市场预期相比无疑是低于预期的，也令市场对于宽松的一致预期发生了重大变化。我们认为货币政策从去年的单边强调“稳增长与宽信用”信号，暂时进入到观望阶段，流动性环境虽然维持均衡，但宽松信号的释放已经减弱。

5月初超储率水平预计较4月初再有所下降，也就是说在五月份流动性环境的“底子”其实偏弱。由于本月有企业所得税的汇算清缴，因此仍然属于缴税大月，2,800亿左右的定向降准加上MLF净投放440亿尚不足以完全对冲缺口。另一方面，参照往年的央行公开市场操作公告，5月份的汇算清缴影响将持续至月底，因此对于5月份的流动性环境仍需保持谨慎。

从2017年以来，人民银行在公开市场操作中的表述逐渐清晰，主要由于货币政策透明度逐渐上升，且预期引导机制趋于成熟。

在每日的公开市场公告中，央行对于流动性的判断主要有几种定性的措辞，分别为“适中”、“合理充裕”、“较高水平”以及进行逆回购投放等。

当中“较高水平”一词的出现从2017年贯穿至今，显然在17-19年这一时间段中，资金面及货币政策都发生了明显的改变，如2017年时超储率水平长期保持在“1.0%”左右的中枢水平，而2018年中超储率中枢水平回升到了“1.5%”之上。因此我们判断，“较高水平”这一措辞更多可能表述的是一种相对关系，也就是相对于人民银行认为的均衡位置目前流动性水平偏高，这一说法多出现在资金面因财政支出等因素的季节性宽松时期。

而“适中”这一表述在2017年中多次出现，在2018年一季度少量出现。从2018年6月份起，“合理充裕”一词开始替换“适中”的说法，这一时间点也恰好是货币政策由偏紧向偏松转变的节点，去年6月份央行对于长期限流动性的投放大幅上升，导致超额存款准备金率出现了趋势性抬升，资金利率中枢大幅下行。公开市场操作中“合理充裕”的表述由2018年年中持续至今，我们判断在这一措辞当中对于流动性市场供给水平的描述，表示绝对水平的含义可能占比更大。

关于流动性环境定性的表述，由于其滞后性和后验的特征，实际意义并不大，更主要的作用在于我们推测当前流动性供给的均衡水平位于何处。除此之外，在公开市场公告中，关于部分季节性因素的描述较为清晰，特别是类似财政支出、存款准备金付息等市场容易忽视的部分。

如在去年5月末阶段，资金面于25日前后由于财政支出的带动已经回到了“较高水平”，但在月内最后几个交易日中，出现“由于企业所得税汇算清缴等因素影响”的说法，央行重启逆回购，当时资金面亦出现明显收紧。因此我们认为，尽管上周资金面尚且维持均衡，但在下周剩余的几个交易日中仍需保持适当谨慎。

图表 1. 上周公开市场操作

(亿元)	回购净投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
7天逆回购	1000	2.55	0
14天逆回购	--	2.70	0
28天逆回购	--	2.80	0
63天逆回购	--	2.95	0

资料来源：万得，中银国际证券



图表 2. 上周 MLF 操作

期限	MLF 投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
半年	--	3.05	-
1 年	--	3.30	--

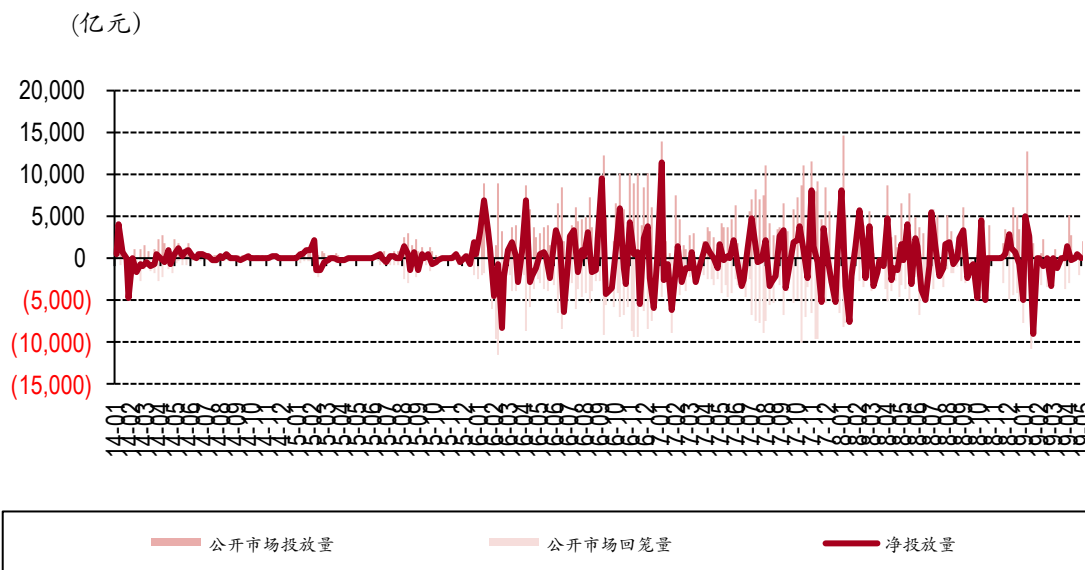
资料来源: 万得, 中银国际证券

流动性展望：对 5 月末资金面适当保持谨慎

上周公开市场没有逆回购到期，央行进行 1,000 亿逆回购投放；下周公开市场有 1,000 亿逆回购到期。同业存单方面，上周发行 5,447.00 亿，到期 3,712.8 亿，净融资 1,734.2 亿，下周有 2,091.8 亿存单到期。

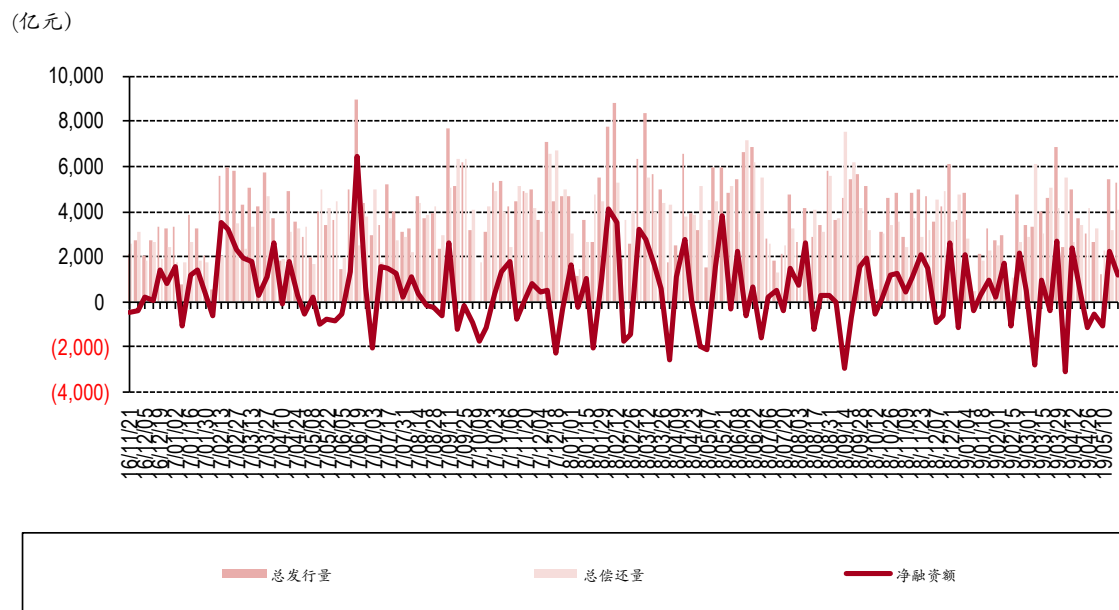
上周资金面整体延续收敛，最后两个交易日有所好转。但由于 5 月份企业所得税汇算清缴将持续到月底，预计下周资金面还将重回均衡偏紧，需适当保持谨慎。

图表 3. 公开市场操作



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 同业存单发行量

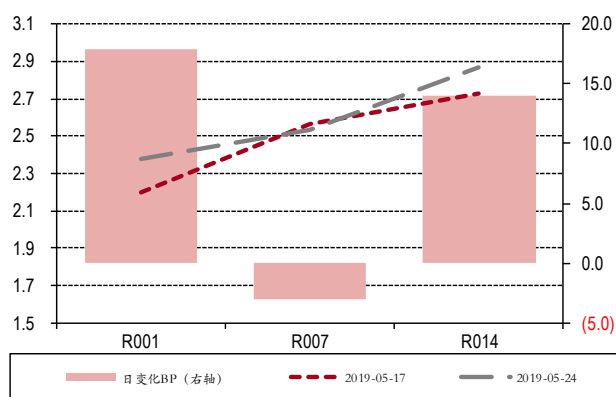


资料来源：万得，中银国际证券

资金利率

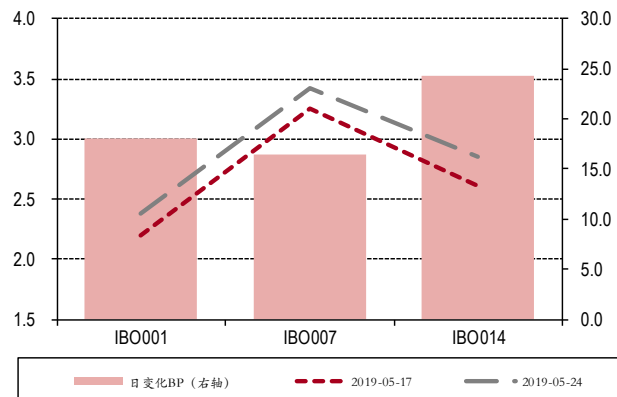
银行间市场隔夜回购利率收 2.38%，上行 17.85BP；7 天回购利率收 2.53%，下行 3.06BP；14 天回购利率收 2.87%，上行 13.97BP；shibor 利率 1M 期上行 7.40BP 在 2.78，3M 期利率上行 0.2BP 在 2.90%；3 个月同业存单利率上行 3.91BP 在 2.94%，珠三角票据融资利率持平在 2.90%。

图表 5. 质押回购



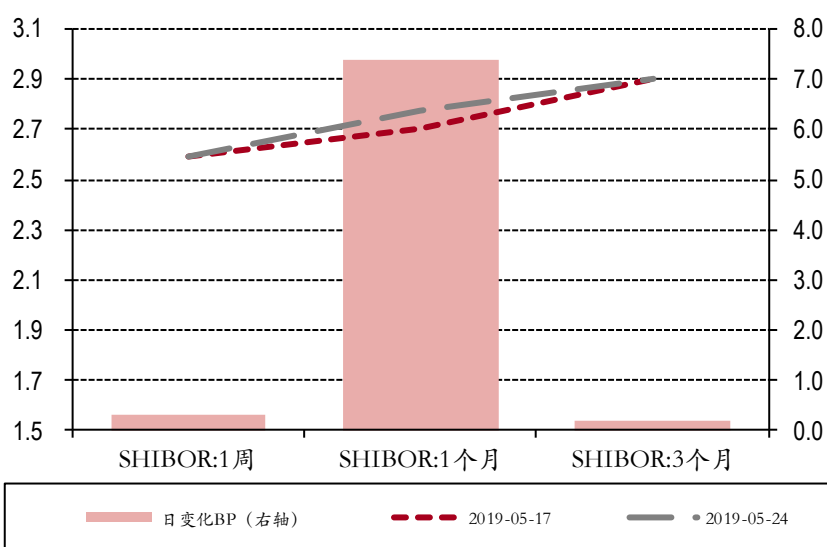
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



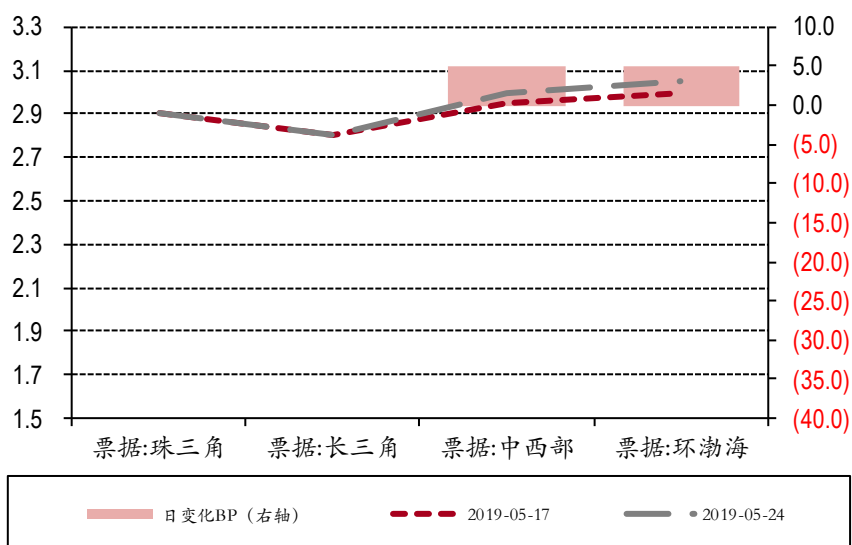
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



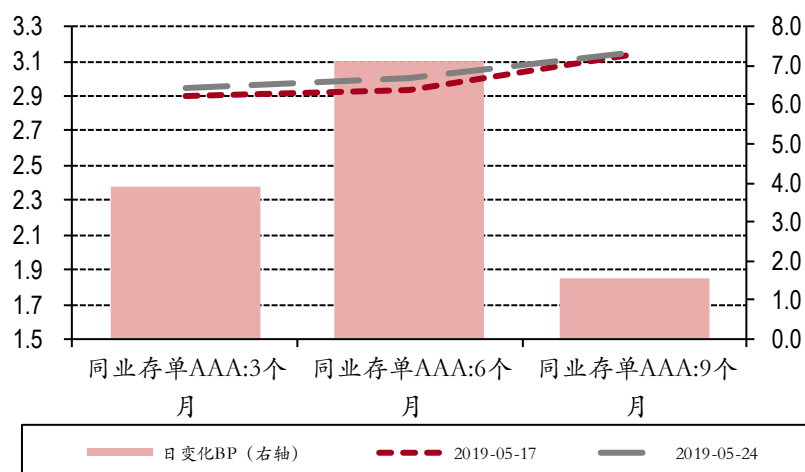
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 票据融资



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 同业存单



资料来源: 万得, 中银国际证券

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12361

