

8 月资金缺口较大，流动性仍需呵护

——7 月流动性回顾及 8 月展望

投资要点：

► 八月流动性展望：资金缺口较大，流动性仍需呵护

受 MLF 到期数量较大、政府债券发行加速、缴准规模季节性增加等因素影响，8 月份资金缺口相对较大，流动性面临一定压力。(1) 公开市场操作方面，到期规模 8150 亿 (MLF 到期 7000 亿)，考虑到 7 月份降准释放的 1 万亿流动性，资金缺口在 2000 亿元左右；(2) 政府存款方面，虽然财政收支差额有望扩大，但政府债券发行加速带来的净融资规模增长明显，预计政府存款增加 6000 亿元左右，对资金面形成一定压制；(3) 受季节性影响，8 月银行缴准规模环比增加，按照 8.9% 的加权存款准备金率估算，预计回笼资金约 1600 亿；(4) 外汇占款和流通中的现金影响相对有限，其中外汇占款环比增加 100 亿，M0 环比增加 260 亿，二者合计资金缺口在 160 亿元左右。

综上测算，8 月资金缺口规模预计在 1 万亿元左右，考虑到 7 月底召开的中央政治局会议以及央行下半年工作会议均提到“稳健的货币政策要保持流动性合理充裕”，预计央行会通过提高 OMO 操作频率，加大 MLF 续作规模等方式对 8 月份出现的流动性缺口进行对冲，以确保流动性的平稳。预计 8 月 DR007 继续沿政策利率运行，10 年期国债收益率在 2.8% 附近震荡。

► 七月流动性回顾：超预期降准，流动性平稳

货币市场：公开市场操作相对克制，各期限利率回归中枢。数量层面，7 月央行公开市场操作相比 6 月有所减少，净投放量环比减少 4600 亿元；价格层面，7 月份资金价格较 6 月有所回落，各期限利率回归中枢。

债券市场：利率债净供给有所回落，各期限国债收益率整体下行。一级市场层面，7 月利率债净供给有所回落，利率债净融资规模低于往年同期水平；二级市场层面，受超预期降准以及宽松预期影响，7 月国债及国开债到期收益率整体下行，期限利差小幅回落。

外汇市场：美元指数低位震荡，人民币汇率相对稳定。7 月美元指数徘徊在年初以来均值附近，美元兑人民币中间价与上月末持平。

海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率持续下行。美国联邦基金利率、LIBOR 美元隔夜利率小幅上行，欧元区银行间同业拆借利率、日本隔夜无担保拆借利率小幅回落。美国、德国、日本 1 年期、10 年期国债收益率均继续下行。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO：S1120520050004
联系电话：021-50380388

正文目录

1. 七月流动性回顾：超预期降准，流动性平稳	4
1.1. 货币市场：公开市场操作相对克制，各期限利率回归中枢	4
1.2. 债券市场：利率债净供给有所回落，各期限国债收益率整体下行	7
1.3. 外汇市场：美元指数低位震荡，人民币汇率相对稳定	10
1.4. 海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率持续下行	11
2. 八月流动性展望：资金缺口较大，流动性仍需呵护	13
2.1. 公开市场操作：继续保持稳健，到期 8150 亿元	13
2.2. 政府存款：政府债券发行提速，财政收支差额扩大，预计增加 6000 亿元	15
2.3. 银行缴准：季节性回升，回笼约 1600 亿元	16
2.4. 外汇占款：环比增幅放缓，增加约 100 亿元	16
2.5. 流通现金：预计增加 260 亿元	17
3. 风险提示	18

图表目录

图 1 7 月 MLF 缩量续作 (亿元)	5
图 2 MLF、LPR 利率维持不变 (%)	5
图 3 10 年期国债到期收益率	5
图 4 DR007 中枢回归至政策利率附近	6
图 5 DR001 与 DR007 价差整体平稳	6
图 6 R007 与 DR007 利处于相对低位	7
图 7 GC007 与 DR007 利差同样较低	7
图 8 7 月 1M 及 3M SHIBOR 利率小幅下行 (%)	7
图 9 7 月同业存单到期收益率同步下行 (%)	7
图 10 7 月国债发行小幅增加	8
图 11 7 月利率债净供给有所回落	8
图 12 7 月利率债净供给规模给低于往年同期水平 (亿元)	8
图 13 7 月同业存单发行大幅上升	9
图 14 7 月同业存单发行利率涨跌不一	9
图 15 7 月国债到期收益率整体下行	9
图 16 7 月国开债到期收益率整体下行	9
图 17 国债、国开债期限利差小幅回落	10
图 18 3 个月、6 个月期限理财产品收益率继续走低	10
图 19 美元指数低位震荡	10
图 20 人民币汇率相对稳定	10
图 21 官方外汇储备略有回落 (亿元)	11
图 22 美国联邦基金利率走势 (%)	12
图 23 LIBOR 美元隔夜利率走势 (%)	12
图 24 欧元银行间隔夜拆借利率走势 (%)	12
图 25 日本无担保隔夜拆借利率走势 (%)	12
图 26 7 月美债收益曲线持续下行 (%)	13
图 27 7 月 10 年期中美利差波动较小 (%)	13
图 28 10 年期德国国债利率大幅下行 (%)	13
图 29 10 年期日本国债利率持续下行 (%)	13
图 30 其他存款性公司债权环比变动对比	14
图 31 除 17、20 年外国债发行规模较为平均	15
图 32 财政收支差额季节性下降	15
图 33 近 5 年新增人民币存款缴准基数变动情况	16
图 34 外汇占款变动小幅增加	17

图 35	美元兑人民币汇率有所回升.....	17
图 36	近 5 年 M0 环比变动情况（亿元）	17
表 1	7 月央行公开市场操作回顾.....	4
表 2	7 月各期限利率.....	6
表 4	人民币汇率变动.....	11
表 5	主要国家货币市场价格变动.....	11
表 5	8 月公开市场到期情况.....	14

1. 七月流动性回顾：超预期降准，流动性平稳

1.1. 货币市场：公开市场操作相对克制，各期限利率回归中枢

稳健的货币政策基调并未变化。7月9日，央行宣布于7月15日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，降准释放长期资金约1万亿元。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.9%。在市场普遍预计定向降准的情况下，此次全面降准超出预期。7月9日后，10年期国债到期收益率大幅下行，此后市场仍有降息预期，不过7月15日的MLF缩量续作以及7月20日的LPR利率未变使得预期落空，利率重回震荡状态。对于此次降准，央行有关负责人在答记者问中给出了明确答复“稳健货币政策取向没有改变，…此次降准是货币政策回归常态后的常规操作，…银行体系流动性总量仍将保持基本稳定”。后续的MLF缩量续作以及LPR利率未变也印证了央行稳健的货币政策基调并未发生变化。

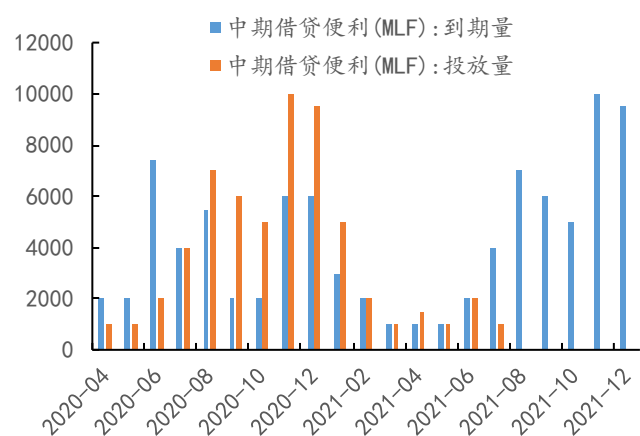
数量层面，7月央行公开市场操作相比6月有所减少，整体净投放-3600亿元(含国库现金)，净投放量环比减少4600亿元。受降准额外释放1万亿流动性影响，7月央行公开市场操作相对克制。其中，逆回购方面，全月投放2600亿元，逆回购合约到期3200亿元，净投放-600亿元；MLF方面，7月15日有4000亿MLF到期回笼，同日央行投放1000亿MLF，利率均为2.95%，净投放-3000亿元；国库现金定存方面，7月7日，有700亿利率为3.35%的1个月国库定存到期，7月28日，央行进行了700亿、利率为3.6%的3个月国库定存发行；央行票据互换方面，7月29日，有50亿、利率同为2.35%的3个月央行票据互换到期，同日央行进行了50亿，利率为2.35%的3个月的央行票据互换。全月整体公开市场净投放-3600亿元。

表1 7月央行公开市场操作回顾

名称	发行/到期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	限期(天)
逆回购 7D	逆回购到期	3200	2.2	0	7天
逆回购 7D	逆回购发行	2600	2.2	0	7天
国库定存 1M	国库现金定存到期	700	3.35	25	28天
国库定存 3M	国库现金定存	700	3.6	-41	91天
央行票据互换 3M	发行	50	2.35	0	
央行票据互换 3M	到期	50	2.35	0	
MLF 365D	MLF 投放	1000	2.95	0	365
MLF 365D	MLF 回笼	4000	2.95	0	365
净投放	——	-3600	——	——	——

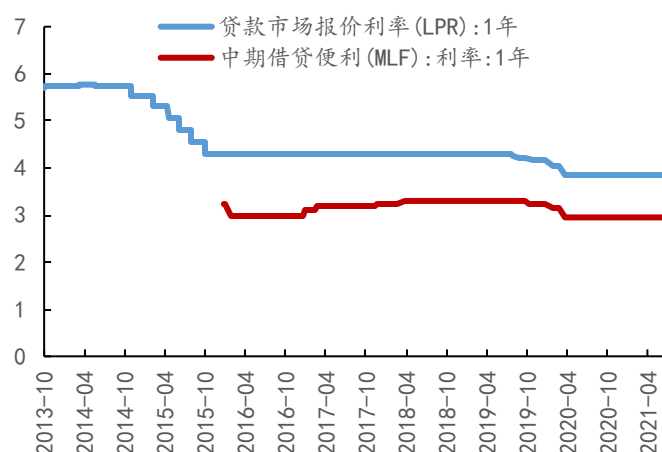
资料来源：中国人民银行、华西证券研究所

图 1 7 月 MLF 缩量续作 (亿元)



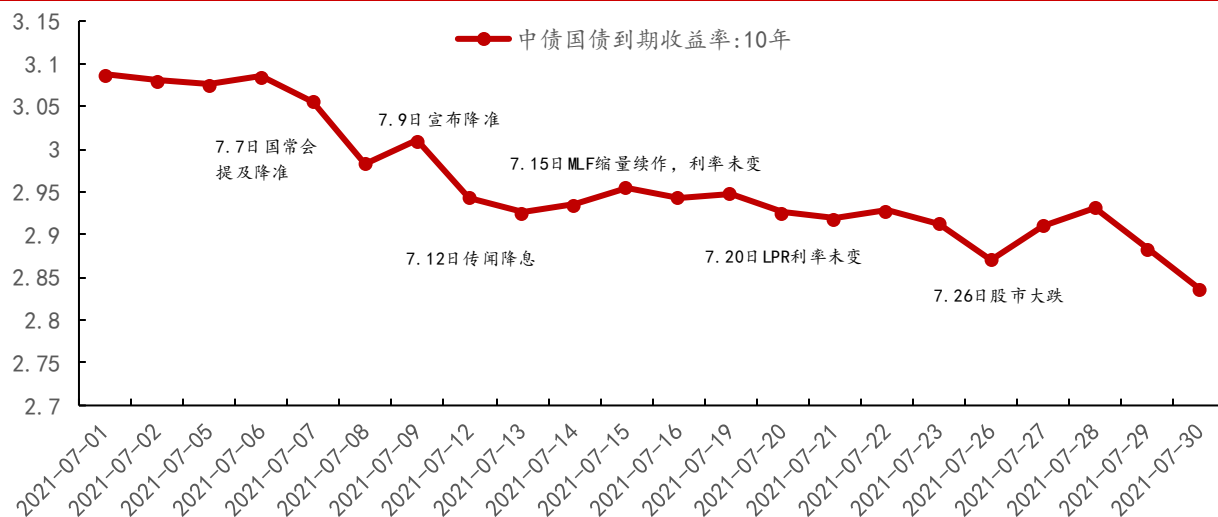
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 2 MLF、LPR 利率维持不变 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 3 10 年期国债到期收益率



资料来源: WIND, 华西证券研究所

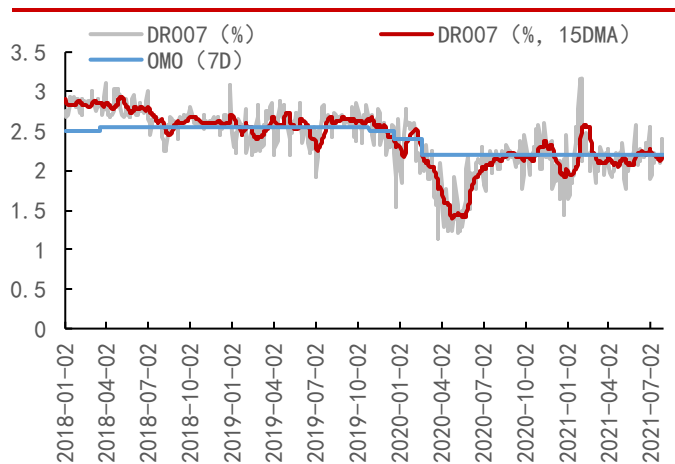
价格层面, 7 月份, 资金价格较 6 月有所回落, 中枢回归至政策利率附近。DR001 月均值 1.99%, 比上月下降 13 个 BP, DR007 月均值 2.16%, 比上月下降 27 个 BP, DR007 中枢已经回归至政策利率附近。就全月的变动趋势来看, DR001 月初维持在相对较低位置, 最低在 1.61%, 随后震荡上行, 7 月 29 日, 央行投放 300 亿逆回购, 这是自 6 月末以来, 央行再次重启 300 亿元逆回购, 隔夜利率大幅回落 43 个 BP, 降至全月最低 1.62%, 30 日又回升至 2.15%。DR007 除月初低于 2% 之外, 其余均在 2% 以上运行, 7 月 28 日最高升至 2.39%。二者的价差方面, DR001 与 DR007 价差整体保持了平稳状态, 总体价差不大, 在 7 月 20 日出现一次倒挂, 主要还是受税期走款影响, 最大价差出现在 7 月 29 日 67 个 BP, 全月平均价差 17 个 BP。

表 2 7 月各期限利率

指标	当期 (7.30)	本月均值	上月均值	变动 (bp)
DR001 (%)	2.15	1.99	2.13	↓13.54
DR007 (%)	2.30	2.16	2.43	↓27.15
R001 (%)	2.29	2.04	2.02	↑2.25
R007 (%)	2.41	2.25	2.25	↑0.40
SHIBOR (隔夜/%)	2.18	2.01	2.02	↓1.91
GC001 (%)	2.53	2.28	2.54	↓26.66

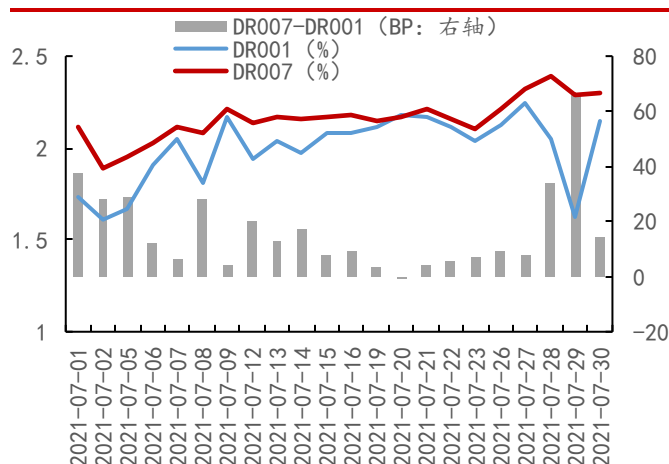
资料来源：中国人民银行、华西证券研究所

图 4 DR007 中枢回归至政策利率附近



资料来源：WIND，华西证券研究所

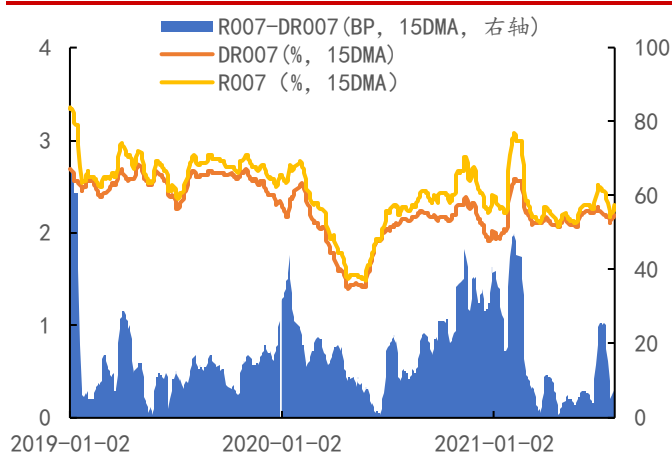
图 5 DR001 与 DR007 价差整体平稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

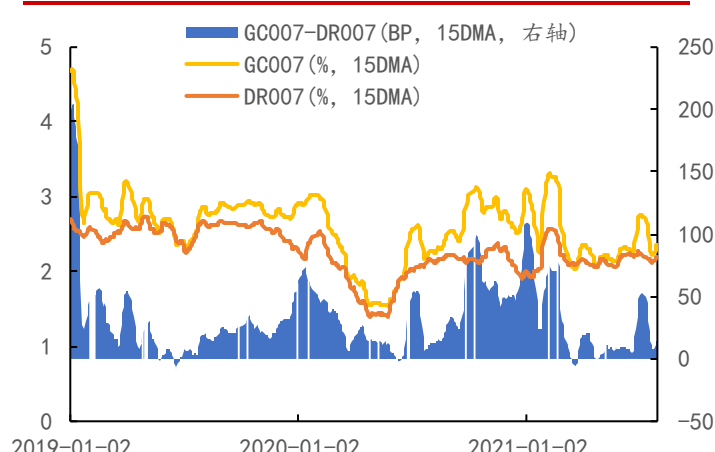
7 月份，银行与非银机构资金利差逐步回落，月末有所抬升，但仍处于相对低位。银行间资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与银行间质押式回购加权利率（R007）的差值较 6 月逐步回落，月末有所抬升，但幅度有限，仍处于相对较低水平，平均价差在 17 个 BP；交易所资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与上交所质押式回购加权利率（GC007）同样回落至相对低位，最低降至 8BP，月末有所回升，但仍在 15BP 之下。在资金价格保持相对平稳的状态下，资金分层现象不再明显。

图6 R007与DR007利处于相对低位



资料来源：WIND，华西证券研究所

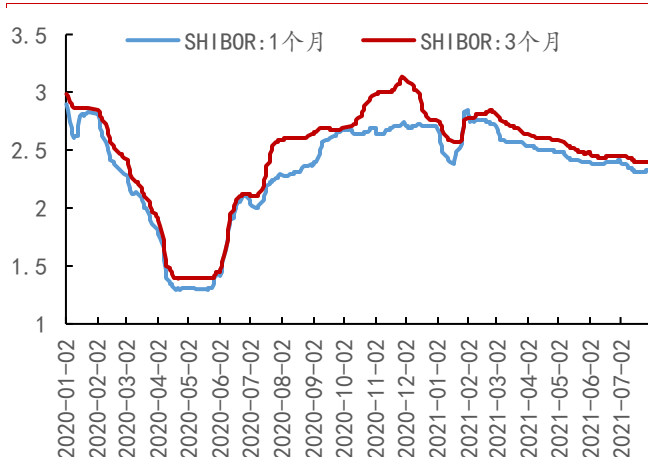
图7 GC007与DR007利差同样较低



资料来源：WIND，华西证券研究所

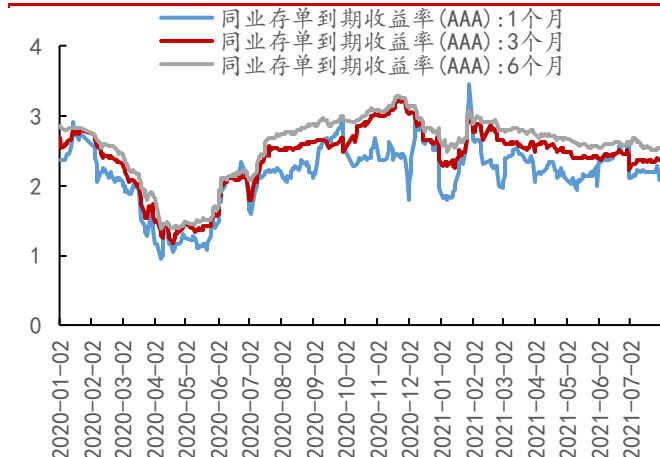
7月份，中长端利率小幅下行，同业存单到期收益率同步下行。截至7月30日，SHIBOR 1个月及3个月利率较上月末分别下降8.4BP和5.7BP至2.32%和2.4%。7月同业存单到期收益率同步下行，截至7月30日，1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率分别为2.09%、2.36%、2.55%，较上月末分别下行46.04BP、5.3BP、7.47BP。

图8 7月1M及3M SHIBOR利率小幅下行（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图9 7月同业存单到期收益率同步下行（%）



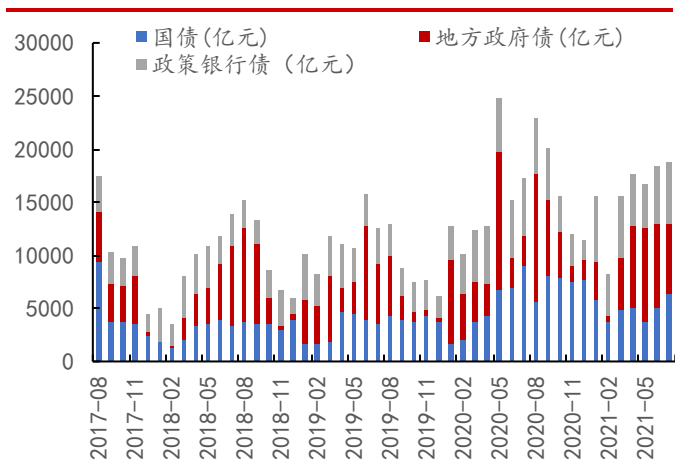
资料来源：WIND，华西证券研究所

1.2. 债券市场：利率债净供给有所回落，各期限国债收益率整体下行

一级市场层面，7月利率债净供给规模有所回落。7月利率债共发行18751.06亿元，到期13434.25亿元，净融资5316.80亿元，与6月相比，发行量环比上升

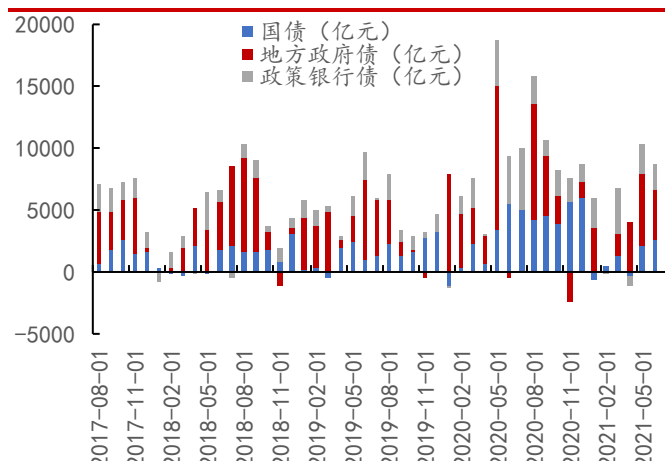
294.38 亿元，净融资额环比回落 3427.65 亿元，同样低于往年同期水平。具体分项来看，7 月国债发行 6332.60 亿元，到期 7990.24 亿元，净融资-1657.64 亿元，是利率债净融资的主要拖累项；地方政府债发行 6567.76 亿元，到期 2515.41 亿元，净融资 4052.35 亿元；政策银行债发行 5850.70 亿元，到期 2928.60 亿元，净融资 2922.10 亿元。

图 10 7 月国债发行小幅增加



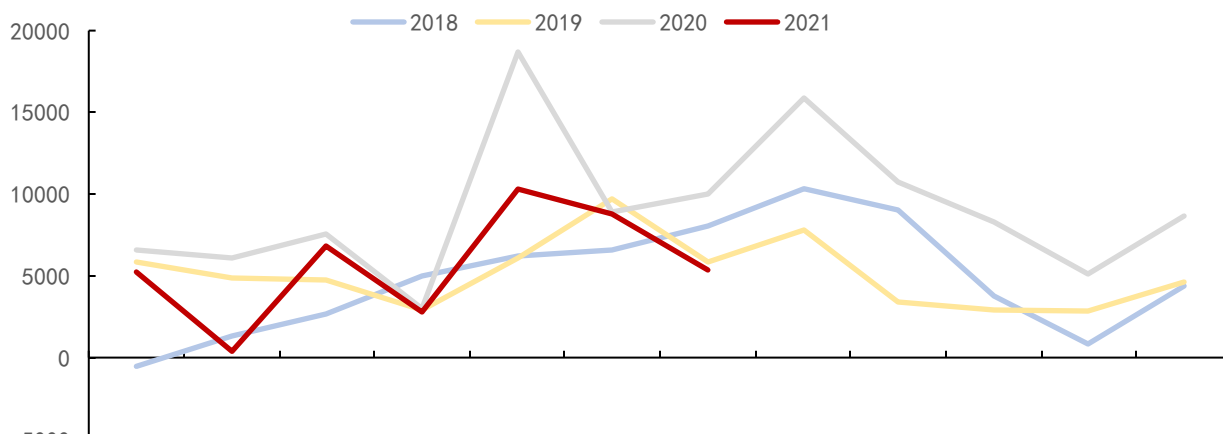
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 11 7 月利率债净供给有所回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 7 月利率债净供规模给低于往年同期水平（亿元）



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_24897

