

贸易谈判节奏如何影响投放？

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 30 期

摘要

截止至目前（2019 年 10 月 12 日），中美贸易谈判已进行第十三轮。期间，贸易谈判释放的信号不一，每阶段信号之反复与摇摆是否影响到了央行公开市场操作？本文将围绕贸易谈判日期为中心，观察贸易谈判前一周、贸易谈判中、贸易谈判后一周的公开市场操作情况，进行系统考察。

我们在梳理了历次谈判前一周、谈判期间、谈判后一周三个阶段的公开市场操作情况后发现：

在谈判前一周，如果谈判前期伴随关税升级，央行通常以净投放呵护市场情绪；如果谈判前期释放积极信号，央行则倾向于回笼部分流动性。

在谈判进行期间，央行主要维持流动性平稳，投放与回笼主要考虑税收、节假日流动性需求等因素；而在无春节等因素扰动情况之下，央行通常倾向于不进行公开市场操作。

在谈判后一周，如果谈判未取得实质性进展甚至恶化却伴随央行大规模净回笼操作时，则往往预示央行后续很快可能推出降准政策；而在谈判取得重要进展之时，央行通常会回笼部分流动性。

展望未来，考虑到第十三轮（10 月 12 日结束）中美贸易谈判似乎取得了积极进展，预计未来央行公开市场操作短期内将以净回笼为主。

回顾上周，央行公开市场操作实现净回笼 1900 亿元，货币市场利率曲线于 14 天处陡峭幅度增加。

本周受贸易谈判好转，且无缴税冲击，资金面或边际收紧，NCD 发行利率或上行。

关键词：贸易谈判，公开市场操作

宏观研究部

蒋冬英

分析师

电话：

021_22852639

邮箱：

jiangdongying@cib.com.cn

何帆

分析师

电话：

021-22852680

邮箱：

hefan@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	贸易谈判前后央行公开市场操作	4
图表 2	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	5
图表 3	央行逆回购投放与回笼	5
图表 4	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	7
图表 5	主要货币市场基准利率走势	7
图表 6	资金利率曲线形态变化图	7
图表 7	流动性分层	8
图表 8	各类投资工具收益率比较	8
图表 9	同业存单净融资额与发行利率走势图	9
图表 10	国股银票转贴利率（分期限）	9
图表 11	3 个月理财收益率（分机构）	9
图表 12	主要利率互换品种收益率走势图	10
图表 13	本周各类工具到期一览（亿元）	11
图表 14	本周主要流动性影响因素前瞻	11

一、核心观点综述

2019 年 10 月 10 日-11 日，中美进行第十三轮贸易谈判。根据美国白宫公布的新闻稿，本轮贸易磋商取得实质性进展。那么，贸易谈判释放积极信号后，货币市场流动性将如何演绎？

1、贸易谈判与央行公开市场操作

以 2018 年 3 月 22 日美国宣布对中国出口的 500 亿商品加征关税为起点，中美经贸关系在关税升级与贸易谈判中反复摇摆。截止至目前（2019 年 10 月 12 日），中美贸易谈判已进行第十三轮。期间，贸易谈判释放的信号不一，每阶段信号之反复与摇摆是否影响到了央行公开市场操作？本文将以贸易谈判日期为中心，观察贸易谈判前一周、贸易谈判中、贸易谈判后一周的公开市场操作情况，进行系统考察。

首先，从贸易谈判前一周公开市场操作情况看，在十三轮中美贸易谈判中共计有 7 次净回笼、4 次净投放、2 次零投放。具体来说，当贸易谈判条件好转之时，央行倾向于回笼部分流动性；而在贸易谈判条件恶化之时，央行则倾向于向市场投放流动性。

如 2018 年 11 月 30 日至 12 月 1 日“习特会”之后，中美重启贸易磋商。在此后几轮（第五轮至第十轮）的贸易谈判前期，央行公开市场操作都是以净回笼为主。

第三轮贸易谈判（2018.06.02-06.03）、第四轮贸易谈判（2018.08.22-08.23）前期正值中美关税升级，如 2018 年 5 月 30 日美国不顾中美于 5 月 20 日达成的协议，更新对中国出口的 500 亿美元关税清单，期间央行通过净投放向市场注入流动性；第四轮谈判（2018.08.22-08.23）前期，美国第一轮 500 亿美元中国商品剩余部分（160 亿美元）加征 25% 关税将于 8 月 23 日生效，贸易摩擦进一步升级，此时央行公开市场操作实现净投放 3000 亿元；再如，第十一轮贸易谈判（2019.05.09-05.10）前期，美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税由 10% 上调至 25%，此时央行公开市场操作以净投放为主呵护市场情绪。

其次，从贸易谈判期间的央行公开市场操作情况看，在十三轮贸易谈判期间，共计 6 次零投放，4 次为净回笼，3 次为净投放。其中，第七轮中美贸易谈判期间（2019.02.14-02.15）恰逢春节后一周，央行实现净回笼 2900 亿；第二轮中美贸易谈判期间（2018.5.16-5.19）恰逢 5 月缴税大月，考虑到每个月中旬时段会有申报缴税截止日，央行实现净投放 4100 亿元。由此，在贸易谈判期间，央行的公开市场操作主要受春节因素或缴税因素影响，以维持流动性平稳为主。而在无节日、税收等特殊情况下，央行通常不采取公开市场操作。

最后，从贸易谈判之后的央行公开市场操作情况看，十三轮贸易谈判中共计有 6 次净回笼，4 次净投放及 2 次零投放。表面上看，贸易谈判节奏似乎与

央行公开市场操作无关。但在更为细致的观察后发现，在贸易谈判并未取得重大进展而央行公开市场操作净回笼之时，通常预示随后央行会出现降准操作。

如第二轮中美贸易谈判期间(2018.05.16-05.19)，中美发表共同联合声明；但在第三轮贸易谈判前夕，5月29日美国白宫发表声明称美国将加强对获取美国工业重大技术的相关中国个人和实体实施出口管制，并采取具体投资限制；随后5月30日美国贸易代表办公室更新对中国出口美国500亿美元商品征税清单。在此背景下，第三轮贸易谈判(2018.06.02-06.03)并未取得任何进展，双方未能发表共同声明，此后中美进入关税升级期且贸易谈判停滞阶段。在此背景之下，贸易谈判后一周央行公开市场操作实现净回笼3350亿元。全月来看，2018年6月公开市场净回笼资金4195亿元，较上月投放减少10495亿元。旋即在6月24日，中国人民银行决定通过定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资。这暗示，贸易谈判恶化之时央行却大幅净回笼，或许是为即将推出的降准政策做准备。

图表1 贸易谈判前后央行公开市场操作

贸易谈判	日期	央行公开市场操作（净投放量，单位：亿元）		
		贸易谈判前	贸易谈判期间	贸易谈判后
第一轮	2018.05.03-05.04	-	-1100	-1400
第二轮	2018.05.16-05.19	1560	2300	-300
第三轮	2018.06.02-06.03	800	-	-3350
第四轮	2018.08.22-08.23	3000	-400	-2325
第五轮	2019.01.07-01.08	-1500	-400	-3000
第六轮	2019.01.30-01.31	-5125	1000	-7030
第七轮	2019.02.14-02.15	-7030	-2900	585
第八轮	2019.03.28-03.29	-1100	-	-
第九轮	2019.04.03-04.04	-	-	-
第十轮	2019.04.30-05.01	-326	-	500
第十一轮	2019.05.09-05.10	500	-	140
第十二轮	2019.07.30-07.31	-4643	-	-50
第十三轮	2019.10.10-10.11	-2700	-500	?

资料来源：WIND，兴业研究

综上，央行公开市场操作与贸易谈判节奏保持一致，主要表现在，贸易谈判条件好转，央行公开市场操作以净回笼为主；当贸易谈判条件恶化，央行倾向于净投放以呵护市场情绪；同时当贸易谈判条件恶化却伴随央行大规模净回笼，或预示着央行降准操作。

二、政策操作追踪

上周公开市场共有 1900 亿元逆回购到期；央行上周无逆回购操作。

上周央行公开市场操作实现净回笼 1900 亿元（如图表 2）；截止上周末，所有逆回购均已到期（如图表 3）。

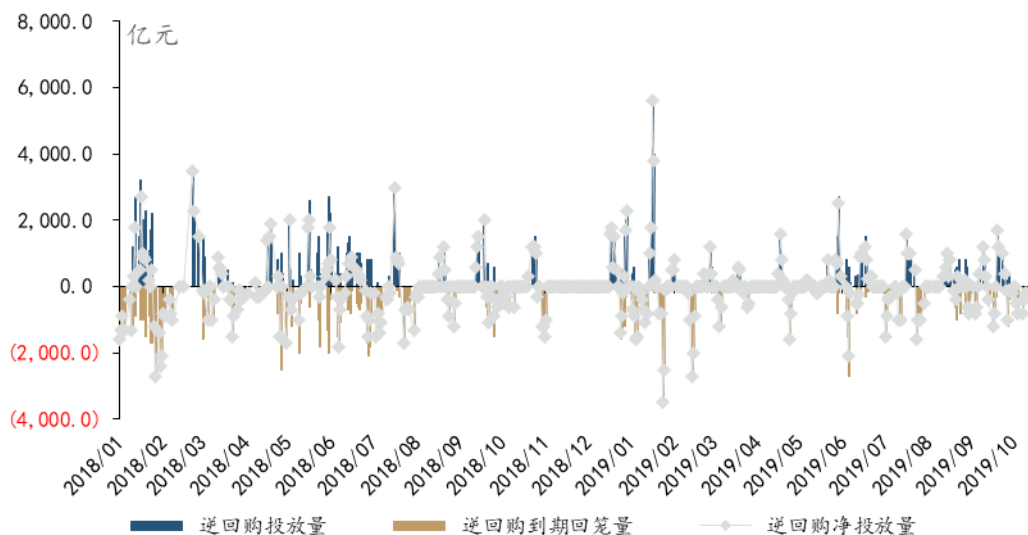
图表 2 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

工具	操作/发行量	到期量	净额	操作利率（%）	利率变动（bp）
逆回购	7D	-	-	-	-
	14D	-	1900	-1900	2.70
	28D	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-
逆回购加权	-	1900	-1900	2.70	-
MLF	-	-	-	-	-
国库现金定存	-	-	-	-	-
同业存单	2912.70	2139.56	773.14	-	-
地方债	0	238.25	-238.25	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 3 央行逆回购投放与回笼



资料来源：Wind，兴业研究

三、货币市场表现

上周央行共回笼资金 1900 亿元，央行未进行流动性投放对冲，银行间流动性较上周有所下降。上周 DR001 与 DR007 均下行，货币市场利率曲线于 7 天处陡峭幅度增加；3M NCD、6M NCD 发行利率均有所下降。

第一，从绝对水平来看（~~错误!未找到引用源。~~），上周资金流动性处于较高水平，DR001 上周下行 40bp 收于 1.91%，周内均值上涨 24bp。DR007 上周收于 2.35%，较前一周下跌 51bp。Shibor 3M 收于 2.72%，较上一周末下跌 1bp。

第二，从货币市场利率曲线形态来看（图表 6），由于资金结构上充裕，利率曲线整体下行，曲线于 14 天处陡峭幅度增加。

第三，流动性分层的角度（图表 7）看，上周流动性分层现象整体与前一周有所增大，R007 与 DR007 的平均利差为 13.98bp，较上周上升 11.185bp。上周所有交易日 R007 与 DR007 未出现倒挂现象。

第四，货币市场投资工具方面，主要投资工具均下行。同业存单品种方面（图表 9），上周发行量为 2912.70 亿元，净融资量 773.14 亿元。3 个月 NCD 发行利率收于 3.21%，较前一周下跌 3bp；6 个月 NCD 发行利率收于 3.31%，较前一周下跌 6bp。票据方面（图表 10），3 个月国股银票转贴利率收于 2.78%，较前一周下跌 22bp。理财方面（图表 11），全市场 3 个月理财产品收益率下跌 13.8bp 至 3.85%；利率互换方面（图表 12），上周最活跃的两大品种：1YFR007 收报于 2.71%，较上一周持平；1Y SHIBOR3M 收报于 2.93%，较前一周下行 3.8bp。

图表4 上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况

2019-07-12	上周末 (%)	期末值变动 (bp)	上周均值 (%)	均值变动 (bp)
DR001	1.91	-75	2.18	24
DR007	2.35	-51	2.52	-28
Shibor 3M	2.72	-1	2.72	-1
GC001	2.94	34	3.10	49
GC007	2.88	4	2.92	8
3M NCD	3.21	-3	3.24	-11
6M NCD	3.31	-6	3.42	-5
LPR	4.20	0	4.20	0
1年期国债	2.56	-1	2.56	0
10年期国债	3.16	2	3.13	-2
国股银票转贴: 3M	2.78	-22	2.78	-20
IRS-Repo: 3M	2.71	0	2.70	0
IRS-Shibor: 1Y	2.93	-4	2.91	-4

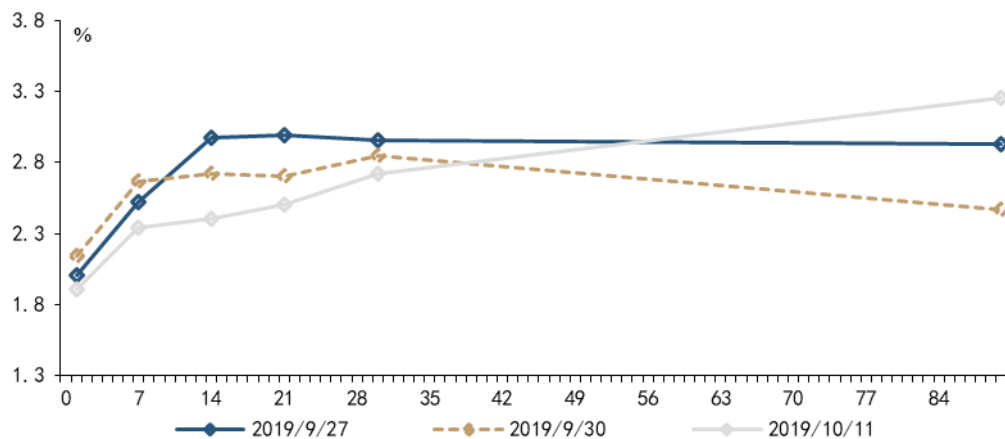
资料来源: Wind, 兴业研究

图表5 主要货币市场基准利率走势



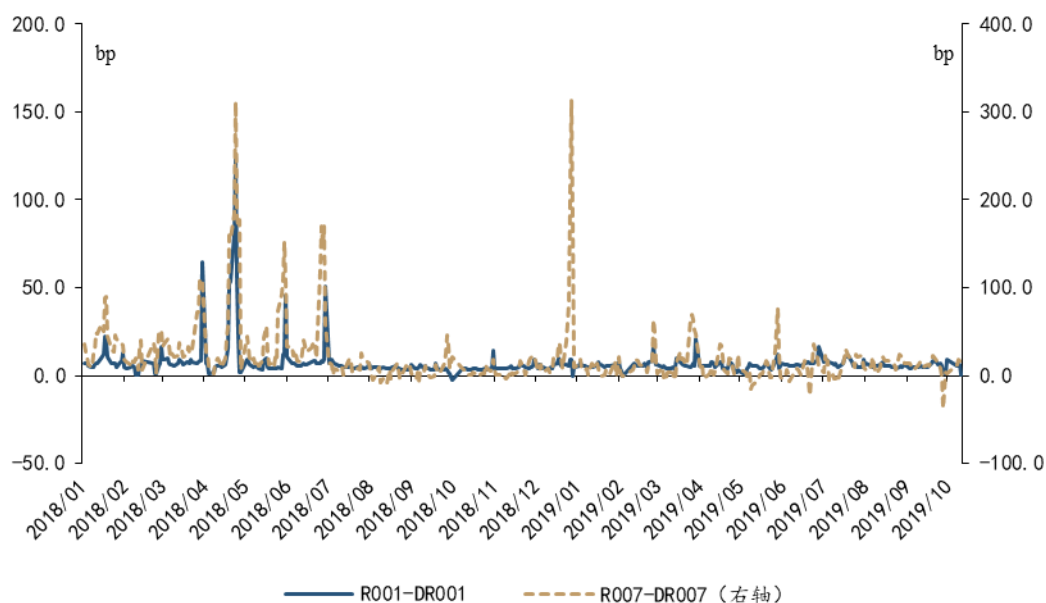
资料来源: Wind, 兴业研究

图表6 资金利率曲线形态变化图



资料来源: Wind, 兴业研究

图表 7 流动性分层



资料来源：Wind, 兴业研究

图表 8 各类投资工具收益率比较



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_9596

