



银行流动性观察第 69 期：8 月利率会迎来拐点吗？



对于即将到来的 8 月份，市场比较关心在 MLF 到期 7000 亿、政府债券供给可能放量情况下，流动性是否会出现边际拐点，货币市场与债券利率将如何运行？

8 月基础货币缺口或超万亿。从历史情况看，7-8 月份流动性总体比较温和，资金利率稳定运行的延续性较强，但今年 8 月份情况可能有所不同，测算显示：一是外汇信用派生小幅正增长；二是 8 月份或是全年政府债券供给峰值点，财政赤字在 4000 亿左右，政府债券净融资规模在 8000 亿左右；三是货币发行不会对超储形成过大扰动，法准补缴规模季节性回升。粗略预计 8 月份基础货币缺口在 5500-6000 亿水平，当月 MLF 到期 7000 亿，合计缺口 1.25-1.3 万亿。

央行对冲基础货币缺口的三种方案。初步估算：7 月份超储率为 1.53%，较 6 月份有所回升，8 月份若不考虑央行对冲操作，超储率将降至 1% 以下，创年内新低，届时流动性将面临较大挤压。央行可能采取的方案有三种：（1）采取小幅缩量续作 MLF+OMO 放量的方式进行对冲。其中，MLF 续作规模或维持在 5000 亿左右，而公开市场操作可能会结束每日 100 亿模式，适度加大投放力度。（2）通过再贷款、再贴现等定向调控工具加大结构引导，MLF 存在被大幅置换的可能；（3）再度降准+大幅缩量或完全退出 MLF，该方案不仅可以基本对冲当月基础货币缺口，而且极有可能驱动 8 月 LPR 报价下调。我们倾向性认为，方案一和二的可能性更大，方案三可能性低。

8月MLF利率、LPR报价大概率维持不变,NCD利率已处于底部。(1)现阶段政策利率“一动不如一静”,只要稳健取向没有改变,MLF利率恐怕短期内不会轻易调整,基于商业化原则考虑,LPR报价仍将大概率维持不变。(2)若不调整MLF利率,1Y国股NCD利率的“底部”在2.7%上下,至多5bp左右的降幅。而8月份,随着基础货币缺口的扩大,NCD利率存在小幅反弹空间。

(3)DR007运行基本稳定,但考虑到7月份以来R001日均成交规模近4万亿,显示出机构“滚隔夜”加杠杆力度加大,这无疑加剧了资金面的脆弱性。一旦政府债券供给放量,隔夜利率波动将有所加剧。

8月份可能面临“流动性扰动+欠配压力缓解”环境,需谨防利率回调。

流动性方面,对于目前接近4万亿规模的隔夜成交量而言,一旦出现资金面边际收紧,将引发市场自我调整,隔夜利率波动将有所加剧,进而造成债券利率承压。

机构配置方面:(1)后续政府债券供给有望放量,一定程度上将缓解银行的“欠配压力”,前期“降准引致乐观情绪+供给缩量”导致利率破3%的逻辑,需要予以适当修正,届时利率将有所承压。(2)即便供给放量的情况下,银行仍有能力进行承接,银行配置需求将起到利率“稳定器”的效果,这就决定了利率的上限空间不会太高。

近期利率一度破2.9%,是诸多不可预期的外生性政策因素叠加市场避

险情绪共振引致，并不具有可持续性，当前利率点位已存在超调迹象。进入 8-9 月份，流动性扰动+欠配压力缓解将引导利率逐步脱离当前 2.9% 的底部区间，而一旦利率点位突破 3.0% 并向 3.1% 逼近时，将引发机构做多情绪的升温，进而抑制利率进一步上行步伐。

风险分析：市场加杠杆力度较大，资金面波动加剧。

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_32623

