

## 月初第一周净投放有深意

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 14 期

### 摘要

上周，央行在月初流动性相对充裕的时点通过公开市场操作净投放，DR001 一度降至 1.15%，为 2016 年以来最低水平。数据显示，2018 年以来，仅出现过四次央行在月初第一周开展公开市场操作的情况，分别为 2018 年 3 月、5 月、6 月以及 2019 年 1 月，在这四次中，仅有 2018 年 5 月实现了净投放，事后看来当月恰恰是货币政策转向更为宽松的转折点，而其他三次均是对冲当期逆回购到期、且最终还是净回笼。因此，本次央行在月初公开市场净投放值得关注。

本次央行公开市场操作的变化恰逢中美贸易关系出现新的变化。历史数据表明，中美贸易关系的变化是货币市场利率变化的重要影响因素。预计未来根据外部形势变化，政策调控将更加灵活，以维护金融市场平稳。

上周央行通过公开市场操作净投放，银行间流动性水位较高，DR001、DR007 利率下跌。

本周资金面有望保持平稳。本周公开市场有 500 亿元逆回购和 1560 亿元 MLF 到期，随着税期高峰临近，流动性将受到一定扰动。但是考虑到本次降准第一次操作本周落地，央行将继续维持流动性合理充裕，资金面有望整体保持平稳。

**关键词：**月初净投放 货币市场利率

宏观研究部

**赵艳超**

分析师

电话：021\_22852649

邮箱：880223@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	在月初资金面相对宽松时点，央行公开市场净投放	3
图表 2	2018 年以来月初第一周央行公开市场操作对比（亿元）	4
图表 3	DR007 走势并未突破“舒适区”	4
图表 4	中美贸易摩擦与上证综指走势	5
图表 5	中美贸易关系进程与 Shibor 3M 走势	5
图表 6	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	7
图表 7	央行逆回购投放与回笼	7
图表 8	央行逆回购余额走势图	8
图表 9	央行逆回购加权平均操作期限与利率	8
图表 10	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	9
图表 11	主要货币市场基准利率走势	10
图表 12	资金利率曲线形态变化图	10
图表 13	流动性分层	10
图表 14	各类投资工具收益率比较	11
图表 15	同业存单净融资额与发行利率走势图	11
图表 16	主要票据利率走势图	11
图表 17	3 个月理财收益率（分机构）	12
图表 18	主要利率互换品种收益率走势图	12
图表 19	本周各类工具到期一览（亿元）	13
图表 20	本周主要流动性影响因素前瞻	13

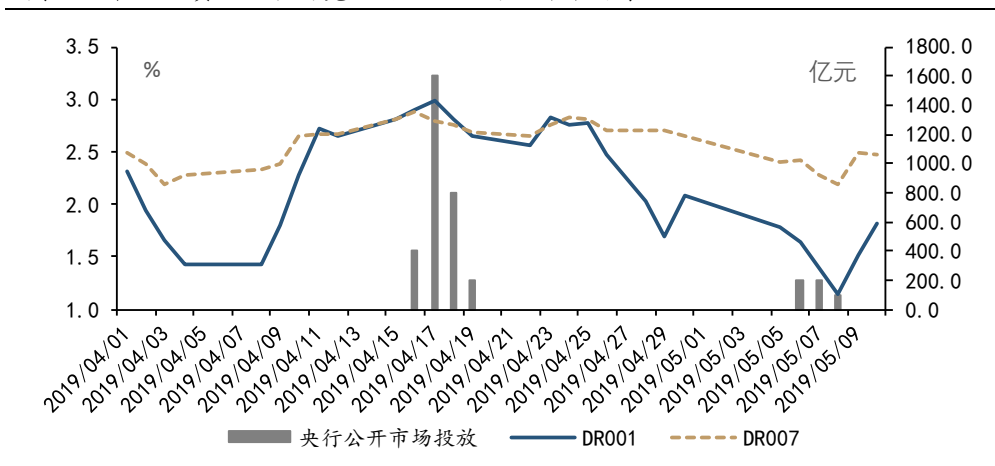
## 一、核心观点综述

5月第一周，在银行间流动性较为充裕的情况下，央行通过公开市场操作净投放，并宣布降准。隔夜利率 DR001 一度降至 1.15%，为 2016 年以来最低水平。与此同时，上周中美贸易关系出现了新的不确定性。那么，外部环境的不确定会对货币市场利率走势产生怎样的影响？本文将对此进行分析。

一般而言，跨月之后，由于资金需求回落，加之上月末财政集中支出的影响，银行间流动性通常会处于较高水位，央行公开市场操作通常以净回笼为主，以维护资金面的平稳。

5月5日，货币市场利率 DR007 为 2.40%，回落至政策利率下方，表明跨月后银行间流动性水位处于较高水平。但是，5月6日，央行通过公开市场逆回购操作投放流动性，并连续操作三天，净投放 500 亿元。受此影响，DR001 一度触及 1.15% 这一 2016 年以来的最低位置。

图表 1 在月初资金面相对宽松时点，央行公开市场净投放



资料来源：WIND，兴业研究

**月初第一周逆回购并净投放值得关注。**央行在月初第一周就通过公开市场操作投放流动性、并实现净投放的情况并不常见。数据显示，2018 年以来，仅出现过四次央行在月初第一周开展公开市场操作的情况，分别为 2018 年 3 月、5 月、6 月以及 2019 年 1 月，在这四次中，仅有 2018 年 5 月实现了净投放，事后看来当月恰恰是货币政策转向更为宽松的转折点，而其他三次均是对冲当期逆回购到期、且最终还是净回笼。

具体来看这四次操作，2018 年 3 月第一周 (3.1-3.2)，央行开展 2400 亿元逆回购，但是同期公开市场到期量为 2700 亿元，因此公开市场实际为净回笼 300 亿元；2018 年 5 月第一周 (5.2-5.4)，央行逆回购投放 2700 亿元，当期有 2100 亿元逆回购到期，实现净投放 600 亿元，事后看来，当月是货币政策转向更为宽松的转折点；2018 年 6 月第一周 (6.4-6.8)，央行逆回购投放 2000 亿元，当期有 5000 亿元逆回购到期，实际净回笼 3000 亿元；2019 年 1 月第一周 (1.2-

1.4)，央行逆回购投放 1100 亿元，当期有 4300 亿元逆回购到期，实际净回笼 3200 亿元。

图表 2 2018 年以来月初第一周央行公开市场操作对比（亿元）

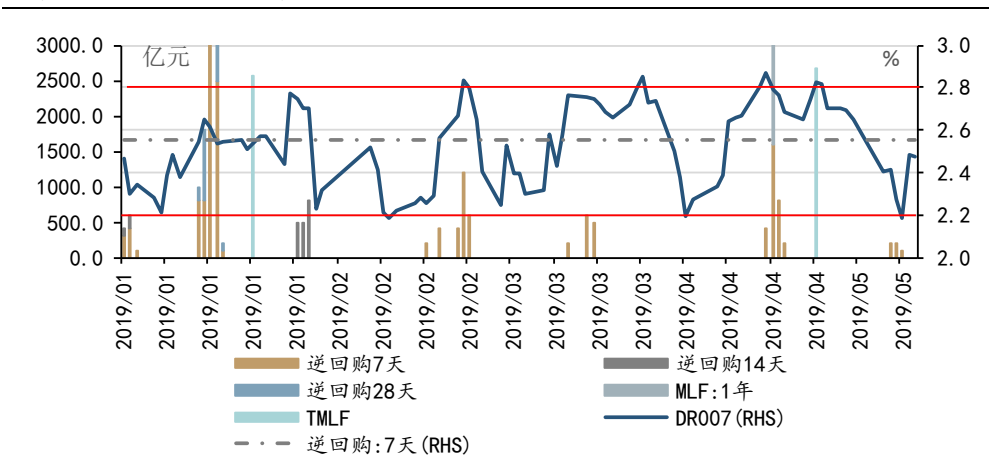
时间	公开市场投放	公开市场回笼	净投放
2018年3月	2400	2700	-300
2018年5月	2700	2100	600
2018年6月	2000	5000	-3000
2019年1月	1100	4300	-3200
2019年5月	500	0	500

资料来源：WIND，兴业研究

**DR007 的“舒适区”依然有效。**我们曾在发表于 2019 年 4 月 28 日的报告《央行的利率“舒适区”——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 13 期》中指出，2019 年以来，以 DR007 为代表的短端货币市场利率保持着“下有底、上有顶”的区间运行状态，通过观察 DR007 的运行情况，可以判断银行间流动性的变化情况。

数据表明，虽然上周央行在资金面相对宽松的情况下开展公开市场操作，DR007 依然保持“下有底、上有顶”的运行区间。此次央行公开市场操作以及 DR007 的运行情况也进一步印证了我们关于 DR007“下有底、上有顶”的判断，当前的货币市场利率依然处于央行的合意区间。

图表 3 DR007 走势并未突破“舒适区”



资料来源：WIND，兴业研究

除了通过公开市场操作净投放流动性，央行于 5 月 6 日宣布，从 2019 年 5 月 15 日开始，对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率。由于机构范围较为有限，降准释放的资金规模约为 2800 亿。

我们在 2019 年 4 月 28 日的报告《央行的利率“舒适区”——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 13 期》中曾指出，若央行对货币市场利率存在合意请务必参阅尾页免责声明

区间，那么相对于操作频率和数量，央行公开市场操作的时点似乎更加重要。本次央行在月初通过公开市场操作净投放流动性并宣布降准，透露出怎样的信息呢？

上周中美贸易关系出现了新的不确定性。历史数据表明，当中美贸易关系出现不确定时，A 股大概率会出现一定波动。此次美国加征关税消息公布后，上证综指确实也出现明显调整。

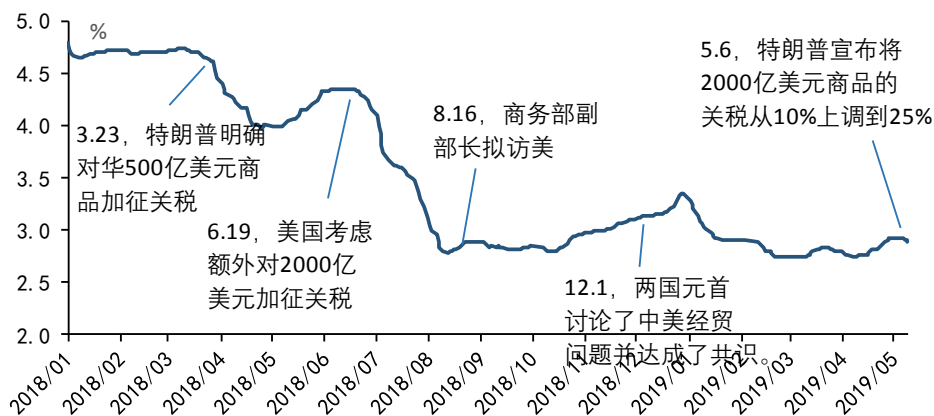
图表 4 中美贸易摩擦与上证综指走势



资料来源：WIND，兴业研究

我们曾在发表于 2018 年 9 月 16 日的报告《贸易摩擦与流动性松紧——货币市场与流动性周度观察 2018 年第 22 期》中指出，2018 年以来 Shibor 3M 变动的关键节点与中美贸易摩擦的关键节点具有较强的相关性，中美贸易关系的走势成为影响银行间流动性的重要变量。比如，2018 年 3 月 23 日特朗普签署对中国出口商品加征关税的备忘录后，Shibor 3M 开始大幅下行；6 月 19 日美国考虑对中国 2000 亿美元商品加征关税后，Shibor 3M 再度下行。

图表 5 中美贸易关系进程与 Shibor 3M 走势



资料来源：WIND，兴业研究

2018 年央行曾多次通过降准释放长期资金以维护流动性的合理充裕，因此，

2018 年在中美贸易摩擦的关键节点，3 个月 Shibor 的变化更为明显。而考虑到央行行长易纲在今年两会记者会上曾表示“降准还有一定空间，但比起前几年小多了”，那么未来若中美贸易摩擦出现新的不确定性，则央行可能更多的通过逆回购等公开市场操作的方式投放流动性，维护资金面平稳。而短期流动性的投放对 DR001、DR007 短端货币市场利率波动的影响更为明显。5 月 6 日央行开展公开市场操作，DR001 触及 2016 年以来最低位也表明了这种影响。

5 月 10 日，中美全面经济对话中方牵头人刘鹤在第十一轮中美经贸高级别磋商结束后接受中国媒体联合采访时表示：“磋商并没有破裂，双方在很多问题上首先是澄清立场，讨论下一步磋商的内容，并且进行比较好的沟通和合作，所以我不认为谈判有破裂。恰恰相反，我认为正常的两国谈判之中发生的一些小的曲折，但这是不可避免的，对未来我们是审慎乐观的。”<sup>①</sup>

总体而言，预计未来根据外部形势变化，政策调控将更加灵活，以维护金融市场平稳。

<sup>①</sup> <http://finance.sina.com.cn/china/2019-05-11/doc-ihvhiews1174269.shtml>

## 二、政策操作追踪

上周央行开展 500 亿元逆回购操作，当周无逆回购到期，公开市场实现净投放 500 亿元。截至上周末，逆回购余额回升至 500 亿元。5 月 6 日，央行宣布降低县域农商行和小型非县域农商行准备金率，用于向民营企业与小微企业发放贷款。本次降准释放的资金规模约为 2800 亿，分三次实施。

上周央行公开市场净投放 500 亿元（图表 6）；截至上周末，逆回购余额 500 亿元（图表 8）。

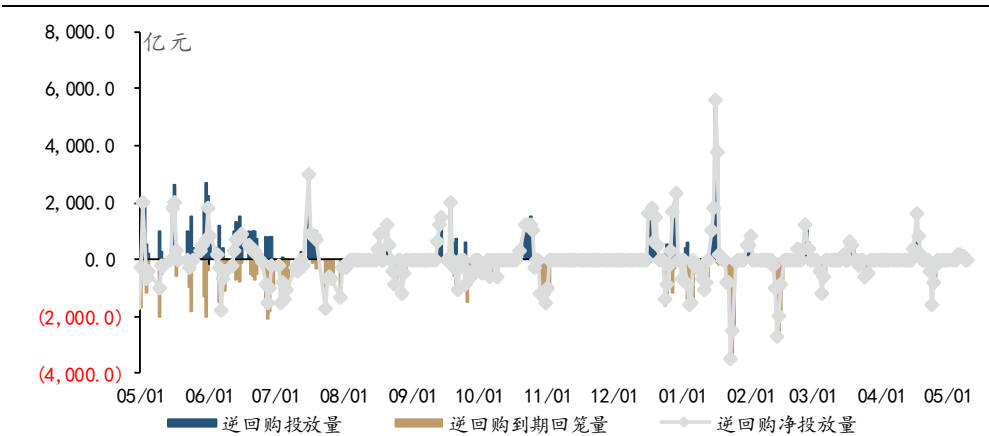
图表 6 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

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	500	0	500	2.55	0
	14D	-	-	-	-	-
	28D	-	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-	-
逆回购加权	500	0	500	2.55	0	
MLF	-	-	-	-	-	
国库现金定存	-	-	-	-	-	
同业存单	5478.20	3184.50	2293.70	-	-	
地方债	624.24	39.33	584.91	-	-	

注：操作利率专指央行操作利率。

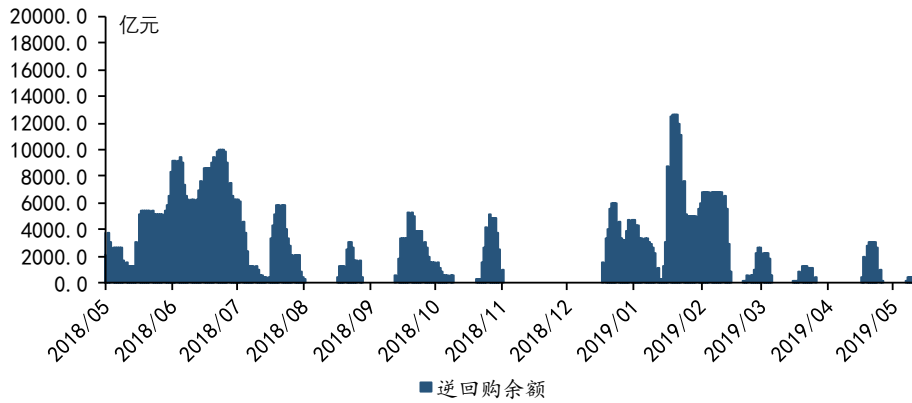
资料来源：Wind，兴业研究

图表 7 央行逆回购投放与回笼



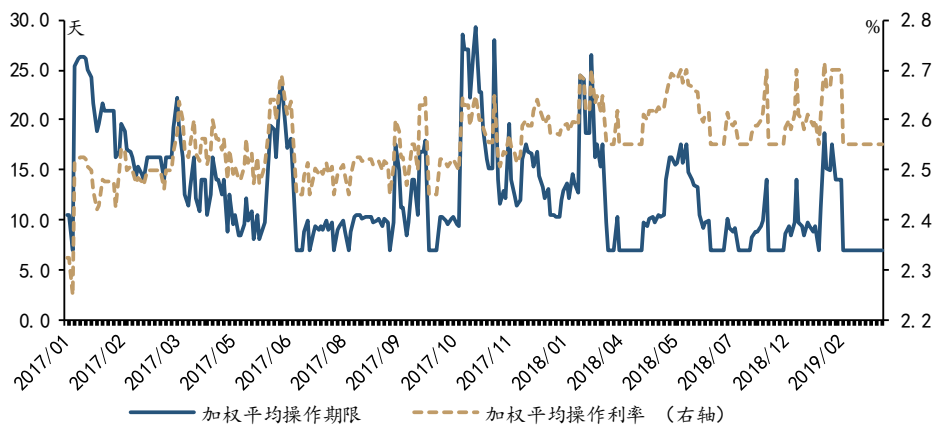
资料来源：Wind，兴业研究

图表8 央行逆回购余额走势图



资料来源：Wind, 兴业研究

图表9 央行逆回购加权平均操作期限与利率



资料来源：Wind, 兴业研究

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\\_12568](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12568)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>