

## 7月流动性观察：公开市场投放谨慎 货币利率中枢上移空间有限

作者：刁倩

蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：范珊珊

审核：张骐

官方网站：[cnfic.com.cn](http://cnfic.com.cn)

客服热线：400-6123115



在平稳渡过半年时间节点后，7月初资金面保持宽松。受多重因素扰动，7月下旬资金面持续偏紧，央行也适时增加资金供应，加大了逆回购对冲操作的规模与频率以平滑资金面运行。在宏观经济稳步向好的情况下，央行为防止资金套利和流动性淤积，在公开市场的流动性投放上趋谨慎。7月实现公开市场净回笼6277亿元。

7月以来，货币市场资金渐渐面露“紧”色。在近期货币市场资金利率中枢上行、银行边际资金成本抬高的背景下，MLF利率未调，LPR报价也保持了稳定。尽管资金面最宽松阶段已过，但下半年总体维持宽松趋势不变，货币市场利率中枢继续上移空间有限。不过，考虑外部环境影响，目前资金利率也难以再度快速走低。

经济形势向好，货币政策常态化回归。随着经济基本面的修复速度加快，短期逆周期调节政策可能加速回归常态，稳定市场预期。展望下半年，结构性政策工具或将进一步发力，加大对制造业、中小微企业的支持力度，并严防资金空转套利，满足真实需求。

## 目录

一、流动性投放：7月流动性缺口压力大 适时增加资金供应.....	3
二、资金利率走势：MLF 利率未调 货币利率中枢上移空间有限 .....	4
三、货币政策展望：货币政策常态化回归 结构性政策或将持续发力 .....	6

## 图表目录

图表 1：2020 年 7 月公开市场操作情况 .....	4
图表 2：2020 年来 R001 和 R007 近期走势 .....	5

## 7月流动性观察：公开市场投放谨慎 货币利率中枢上移空间有限

在平稳渡过半年时间节点后，7月初资金面保持宽松。受多重因素扰动，7月下旬资金面持续偏紧，央行也适时增加资金供应，加大了逆回购对冲操作的规模与频率，以平滑资金面运行。在宏观经济稳步向好的情况下，央行为防止资金套利和流动性淤积，在公开市场的流动性投放上趋谨慎。7月实现公开市场净回笼6277亿元。

7月以来货币市场资金渐渐面露“紧”色，资金价格短暂回落之后节节攀高。在近期货币市场资金利率中枢上行、银行边际资金成本抬高的背景下，MLF利率未调，LPR报价也保持了稳定。尽管资金面最宽松阶段已过，但下半年总体宽松趋势不变，货币市场利率中枢继续上移空间有限。不过，考虑外部环境的影响，目前资金利率也难以再度快速走低。

经济形势向好，货币政策常态化回归。随着经济基本面的修复速度加快，短期逆周期调节政策可能加速回归常态，稳定市场预期。展望下半年，结构性政策工具或将进一步发力，加大对制造业、中小微企业的支持力度，并严防资金空转套利，满足真实需求。下半年仍有降准和降息空间，这样既可引导政府、企业债券发行成本保持在较低水平，降低直接融资成本，同时也有助于降低金融机构贷款成本。

### 一、流动性投放：7月流动性缺口压力大 适时增加资金供应

在平稳渡过半年时间节点后，7月初资金面保持宽松。央行月初在公开市场表示银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响。央行自6月29日连续10个工作日未进行逆回购操作，直至7月13日重启。

7月15日，央行缩量开展了4000亿元中期借贷便利（MLF）操作。此次MLF操作是对本月两次MLF到期和一次定向中期借贷便利（TMLF）到期的续做，其中TMLF续做可继续滚动，总期限为3年。7月23日分别有2000亿元MLF、2977亿元TMLF到期，全月MLF到期量4000亿，总共MLF、TMLF到期近7000亿元。

随后7月下旬受多重因素扰动，资金面持续偏紧，央行也适时增加资金供应，加大了逆回购对冲操作的规模与频率以平滑资金面运行。扰动因素主要来自三个方面：一是随着前期公开市场操作，有大量逆回购到期以及中长期流动性MLF、TMLF到期；二是7月仍是政府债券发行高峰期，再叠加6月18日以来的特别抗疫国债发行，至7月底1万亿元抗疫特别国债发行完成，对流动性吸收较多；三是7月仍是缴税大月，短期流动性缺口或加大。

截至7月31日，央行在公开市场实现净回笼6277亿元。随着经济恢复，资金面最宽松的阶段已

经过去，央行在公开市场操作也主要根据资金面变化适时提供资金供应，对流动性投放持谨慎态度。这主要是因为一方面，央行为防止资金套利和流动性淤积，减弱了公开市场操作力度；二是根据最新数据，二季度GDP同比增速大幅反弹至3.2%，在此背景下，央行短期内进一步宽松的可能性也不大，但政策层面也并不希望流动性大幅收紧。预计央行后续或主要通过逆回购进行短期流动性管理，流动性维持合理充裕、资金面保持松紧平衡状态大概率延续。

图表 1：2020 年 7 月公开市场操作情况

时间	公开市场操作： 货币净投放 (亿 元)	资金投放：逆 回购 (亿)	资金回笼：逆 回购到期 (亿)	资金投放： MLF/TMLF 投放	资金回笼： MLF/TMLF 回笼
2020/7/27--7/3 1	1,200	2,800	1,600	0	0
2020/7/20-7/26	-6,677	1,600	3,300	0	4,977
2020/7/13-7/19	5,300	3,300	0	4,000	2,000
2020/7/6-7/12	-1,900	0	1,900	0	0
2020/7/1-7/5	-4,200	0	4,200	0	0
<b>7 月变化 幅度</b>		<b>-6,277</b>			

来源：中国人民银行，新华财经金融研报中心整理

## 二、资金利率走势：MLF利率未调 货币利率中枢上移空间有限

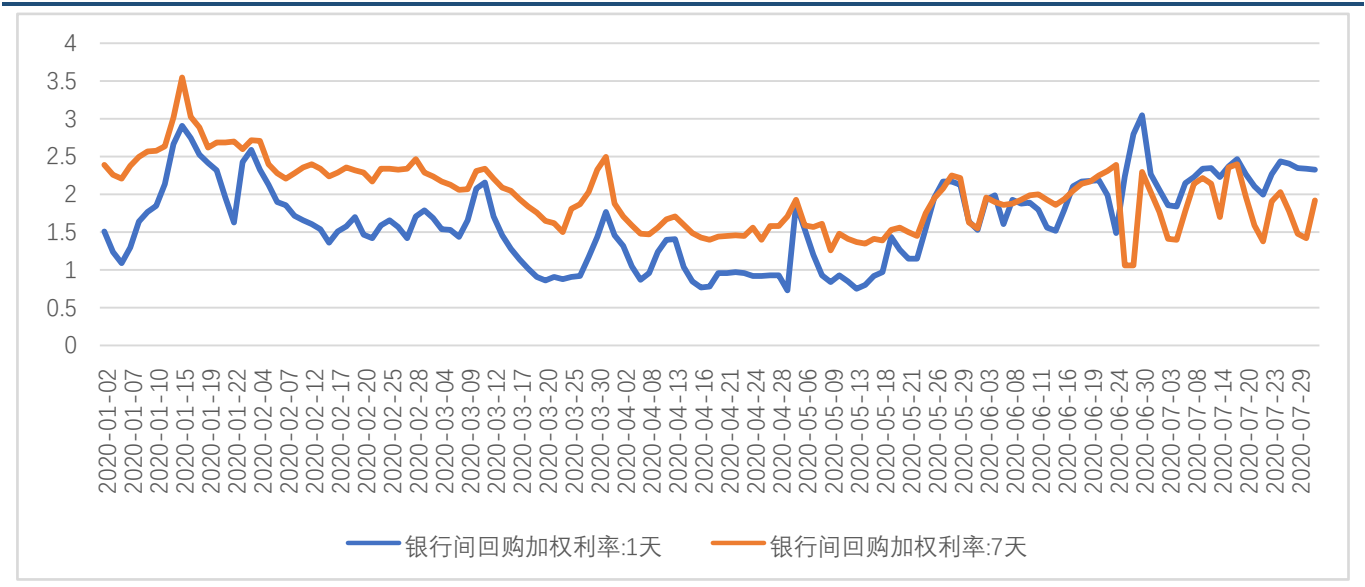
7月以来，货币市场资金渐渐面露“紧”色，资金价格短暂回落之后节节攀高。9日，银行间市场隔夜回购利率创出逾5个月新高，甚至高过7天期利率。17日，银行间隔夜回购加权平均利率升逾4个基点，创2月初来的盘中新高。

15日，央行续作MLF操作，MLF利率继续维持不变。20日，7月LPR报价出炉，1年期LPR为3.85%，5年期以上LPR为4.65%，均与上一期持平。7月LPR符合市场预期维持不变，这已经是连续第三个月保持不变，但这并不意味着企业的实际贷款利率也不变。

在近期货币市场资金利率中枢上行、银行边际资金成本抬高的背景下，MLF利率未调，LPR报价也保持了稳定。但业内人士表示，监管部门已经要求银行压缩“点差”，虽然今年二季度LPR没有调整，但实际贷款利率下降。接下来，或要把主要银行的贷款利率与贷款市场报价利率LPR的点差纳入宏观审慎评估考核，密切监测中小银行贷款点差变化。

近期，国内经济复苏向好态势不断巩固，为4月以来货币宽松状态的收敛提供了基础，加之防风险的需要，宏观政策在保增长与防风险之间呈现再平衡。以DR007为代表的市场利率中枢自6月以来持续上行，正在逐步向政策利率靠拢，这一方面压缩了金融空转套利空间；另一方面也表明，伴随央行推出和强化各类“直达”工具，宽信用对宽货币的依赖程度已有所下降。尽管资金面最宽松阶段已过，但下半年总体维持宽松趋势不变，货币市场利率中枢继续上移空间有限。

图表 2：2020 年来 R001 和 R007 近期走势



来源：新华财经

同时，受制于外部环境的影响，目前资金利率也难以再度快速走低。中国相对美国较高的债券收益率有利于外资流入，但也制约着货币政策空间，若货币政策利率下调过快将会缩小利差，导致资金外流，加速人民币贬值。

央行在7月举办的2020年上半年金融统计数据新闻发布会上也明确表示，要认识到利率适当下行并不是利率越低越好，利率过低也是不利的，利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利的问题，产生资源错配的问题，产生资金可能流向不应该流向领域的问题。所以利率适当下行但也不能过低。

此外，7月同业存单发行量增加、部分同业存单发行利率持续上行。银行加大同业存单的发行，一方面是在较低超储率的情况下，补充较低成本的中长期资金；另一方面是在央行回笼中长期流动性的背景下，保持合理流动性充裕。

但是股份行等中小银行同业存单发行利率价升量缩，不仅面临同业业务严监管带来的约束，还面临大行同业存单发行量增加。“抢负债”的情况可能对中小银行形成挤出效应，这将进一步加剧大小行或者银行与非银机构之间的资金利差，或推动形成类似于2019年银行间市场流动性分层

问题。

### 三、货币政策展望：货币政策常态化回归 结构性政策或将持续发力

7月30日召开的中共中央政治局会议提到，上半年经济稳步恢复，复工复产逐月好转，二季度的经济增长明显好于预期，接下来要较快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环互相促进的新发展格局。在此前提下，政治局强调财政政策要更加积极有为、注重实效，而货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，同时要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

**经济形势向好，货币政策常态化回归。**七月中旬，国家统计局公布数据显示，我国二季度GDP增速为3.2%，远超市场预期，工业增加值、固定资产投资等多项数据有所回暖，预示我国经济基本面的修复速度正在加快。回顾上半年，为对冲疫情带来的影响，信贷投放节奏与往年相比明显加快。央行数据显示，上半年新增人民币贷款合计12.1万亿，较2019年上半年增长25%，而在政府债券发行量增大，非标融资收缩有限的情况下，上半年的社融增速持续回升，并且与往年趋势较为不同，体现本次宽信用的力度。而在经济数据远超市场预期，社会生产活动逐步恢复正常的背景之下，货币政策在向常态化回归。从4月份开始，市场利率中枢出现上移，虽然市场多解读为央行开始收紧，但事实上利率阶段性处于低位是稳定疫情的特殊安排，因此在4月经济活动开始向好的同时，市场利率中枢上移是与经济形势回归正常相匹配的。此次7月20日公布当月LPR利率报价1年期3.85%，5年以上4.65%，连续第四个月持稳，其实也是对当前经济恢复的进一步确认。结合经济恢复远超预期的情况，短期逆周期调节政策可能加速回归常态，稳定市场预期。

**灵活适度，货币政策强调“精准导向”。**和4月17日政治局会议相比，此次的政治局会议上对于货币政策的要求新增了“精准导向”。此前，6月央行创设普惠小微企业贷款延期支持工具、信用贷款支持计划两个结构性货币政策工具时也曾经说明，创新货币工具的目的便是“保证精准调控”。而央行在7月10日的发布会上指出，3000亿保供的再贷款就是低成本支持金融机构发放贷款的一个货币政策工具，提供精准、直达的资金支持。

华泰证券研究所固收首席分析师张继强认为，3、4月份货币政策处于救急模式，大规模宽松带来的副作用就是资金空转套利和房价上涨，而6月以来，货币政策更追求效率和投放的精准度，尤其是“创新直达实体的货币政策工具”能够更有效地保住市场主体，对降准降息形成了一定的替代，因此降准的必要性已经有所下降。另一方面，货币与财政、区域等政策协调配合发挥最大合力，也是内部大循环的客观要求。总体来看，本次会议进一步确认了货币政策向常态化回归的基调，市场对此预期可能也比较充分。鉴于外部环境的复杂性，在可持续发展的要求下，货币政策需要为未来留有余地。



**结构性货币政策或将继续发力。**当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性以及来自外部的压力较大。日前召开的政治局会议强调，要做好经济工作，稳重求进，确保宏观政策落地见效，促进财政、货币政策同就业、产业、区域政策形成集成效应。中国民生银行首席研究员温彬表示，下阶段，要进一步用好结构性货币政策工具，发挥好直达实体经济的货币政策工具作用，加大对制造业、中小微企业的支持力度，并严防资金空转套利，满足真实需求。下半年降准和降息都有空间和必要，这样既可引导政府、企业债券发行成本保持在较低水平，降低直接融资成本，同时也有助于降低金融机构贷款成本。

## 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。