

货币政策与流动性观察

跨月后资金利率回落至“政策锚”下方

核心观点

跨月后资金利率回落至“政策锚”下方

海外方面，上周（7月31日-8月4日）全球货币政策无重大变化。8月5日，美联储理事米歇尔·鲍曼表示，美联储可能需要进一步加息以压低通胀。美联储联邦资金利率期货隐含的9月FOMC加息25bp的可能性约1成（13.5%），不加息的可能性约9成（86.5%）。

国内流动性方面，上周（7月31日-8月4日）狭义流动性基本延续了近一个月的稳定态势。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（7月24日-7月28日）边际上升0.06至101.90。其中价格指标贡献236.45%，数量指标贡献-136.45%。价格指数上升（宽松）主要是跨月后，上周全周标准化后的同业存单加权利率、R/DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）和R001总体环比下行形成支撑。而央行上周逆回购缩量续作对数量指数形成拖累。**本周需关注以下因素的扰动：同业存单到期超过6000亿元。**

央行公开市场操作：上周央行净投放流动性资金-2880亿元。其中：7天逆回购净投放-2880亿元（到期3410亿元，投放530亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。本周（8月7日-8月13日），央行逆回购将到期530亿元，其中7天逆回购到期530亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（8月7日）央行7天逆回购净投放-290亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为240亿元。上周（7月31日-8月4日），银行间市场质押回购平均日均成交7.62万亿，较前一周（7月24日-7月28日，7.87万亿）降低0.25万亿。隔夜回购占比为92.4%，较前一周（88.6%）升高3.9pct。

债券发行：上周政府债净融资2274.4亿元，本周计划发行3653.1亿元，净融资额预计为971.0亿元；上周同业存单净融资469.7亿元，本周计划发行596.2亿元，净融资额预计为-5660.2亿元；上周政策银行债净融资-866.7亿元，本周计划发行220.0亿元，净融资额预计为-846.2亿元；上周商业银行次级债券净融资2.0亿元，本周计划发行0亿元，净融资额预计为0亿元；上周企业债券净融资21.6亿元（其中城投债融资贡献约431%），本周计划发行627.6亿元，净融资额预计为-2171.2亿元。

上周五（8月4日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（7月28日）上行0.81至97.46，同期美元指数上行0.29至102.00。8月4日，美元兑人民币在岸汇率较7月28日的7.16上行约157基点至7.18；离岸汇率上行约261基点至7.19。

风险提示：需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

联系人：田地

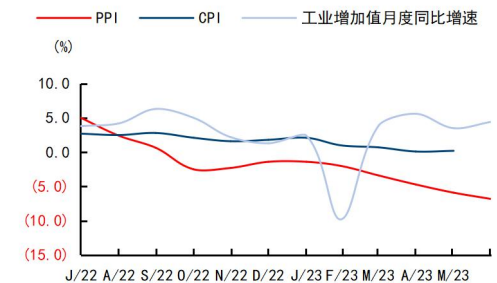
0755-81982035

tiandi2@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	3.80
社零总额当月同比	3.10
出口当月同比	-12.40
M2	11.30

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《宏观经济宏观周报-7月流通领域生产资料价格持续上涨指向需求持续好转》——2023-08-07
- 《高技术制造业宏观周报-国信高频高技术制造业扩散指数降幅收窄》——2023-08-04
- 《货币政策与流动性观察-跨月流动性基本稳定》——2023-07-31
- 《宏观经济宏观周报-国信高频宏观扩散指数A再次转正》——2023-07-31
- 《货币政策与流动性观察-狭义流动性小幅收紧》——2023-07-25

内容目录

周流动性回顾：跨月后资金利率回落至“政策锚”下方	4
流动性观察	6
外部环境：美联储9月加息预期降温	6
国内利率：短端利率总体下行	7
国内流动性：上周央行逆回购缩量续作	9
债券融资：上周政府债券净融资有所下降	11
汇率：人民币美元同时走强	12

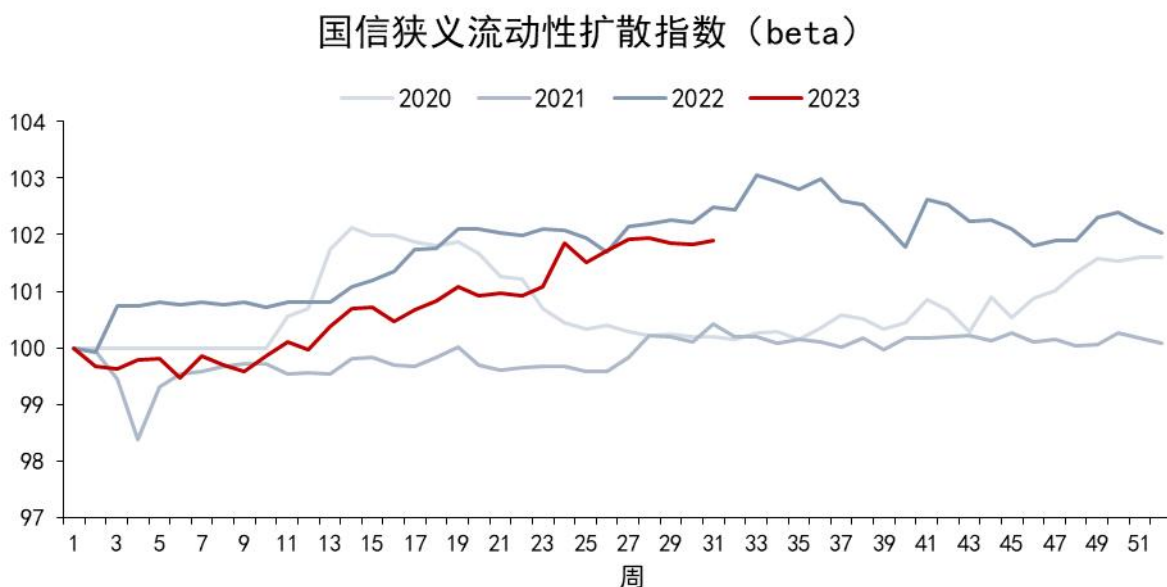
图表目录

图 1: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	4
图 2: 价格指数	4
图 3: 数量指数	4
图 4: 美联储关键短端利率	6
图 5: 欧央行关键短端利率	6
图 6: 日央行关键短端利率	6
图 7: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 8: 央行关键利率	7
图 9: LPR 利率	7
图 10: 短端市场利率与政策锚	8
图 11: 中期利率与政策锚	8
图 12: 短端流动性分层观察	8
图 13: 中长端流动性分层观察	8
图 14: 货币市场加权利率	8
图 15: SHIBOR 报价利率	8
图 16: “三档两优”准备金体系	9
图 17: 7 天逆回购到期与投放	9
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图 19: 央行逆回购余额跟踪	9
图 20: MLF 投放跟踪	10
图 21: MLF 投放季节性	10
图 22: 银行间回购成交量	10
图 23: 上交所回购成交量	10
图 24: 银行间回购余额	10
图 25: 交易所回购余额	10
图 26: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 27: 政府债券与同业存单净融资	12
图 28: 企业债券净融资与结构	12
图 29: 主要货币指数走势	12
图 30: 人民币汇率	12

周流动性回顾：跨月后资金利率回落至“政策锚”下方

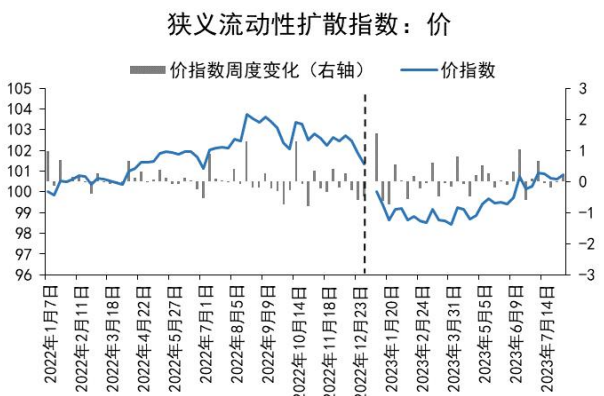
海外方面，上周（7月31日-8月4日）全球货币政策无重大变化。8月5日，美联储理事米歇尔·鲍曼表示，美联储可能需要进一步加息以压低通胀。美联储联邦资金利率期货隐含的9月FOMC加息25bp的可能性约1成（13.5%），不加息的可能性约9成（86.5%）。

图1：狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



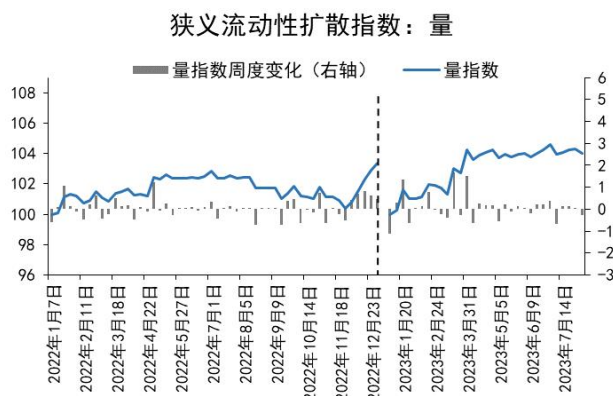
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：数量指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内流动性方面，上周（7月31日-8月4日）狭义流动性基本延续了近一个月的稳定态势。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（7月24日-7月28日）边际上升0.06至101.90。其中价格指标贡献236.45%，数量指标贡献-136.45%。价格指数上升（宽松）主要是跨月后，上周全周标准化后的同业存单加权利率、R/DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）和R001总体环比下行形

成支撑。而央行上周逆回购缩量续作对数量指数形成拖累。本周需关注以下因素的扰动：**同业存单到期超过 6000 亿元。**

央行公开市场操作：上周央行净投放流动性资金-2880 亿元。其中：7 天逆回购净投放-2880 亿元（到期 3410 亿元，投放 530 亿元）；14 天逆回购净投放 0 亿元（到期 0 亿元，投放 0 亿元）。本周（8 月 7 日-8 月 13 日），央行逆回购将到期 530 亿元，其中 7 天逆回购到期 530 亿元，14 天逆回购到期 0 亿元。截至本周一（8 月 7 日）央行 7 天逆回购净投放-290 亿元，14 天逆回购净投放 0 亿元，OMO 存量为 240 亿元。上周银行间市场质押回购平均日均成交 7.62 万亿，较前一周（7 月 24 日-7 月 28 日，7.87 万亿）降低 0.25 万亿。隔夜回购占比为 92.4%，较前一周（88.6%）升高 3.9pct。

债券发行：上周政府债净融资 2274.4 亿元，本周计划发行 3653.1 亿元，净融资额预计为 971.0 亿元；上周同业存单净融资 469.7 亿元，本周计划发行 596.2 亿元，净融资额预计为-5660.2 亿元；上周政策银行债净融资-866.7 亿元，本周计划发行 220.0 亿元，净融资额预计为-846.2 亿元；上周商业银行次级债券净融资 2.0 亿元，本周计划发行 0 亿元，净融资额预计为 0 亿元；上周企业债券净融资 21.6 亿元（其中城投债融资贡献约 431%），本周计划发行 627.6 亿元，净融资额预计为-2171.2 亿元。

上周五（8 月 4 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（7 月 28 日）上行 0.81 至 97.46，同期美元指数上行 0.29 至 102.00。8 月 4 日，美元兑人民币在岸汇率较 7 月 28 日的 7.16 上行约 157 基点至 7.18；离岸汇率上行约 261 基点至 7.19。

流动性观察

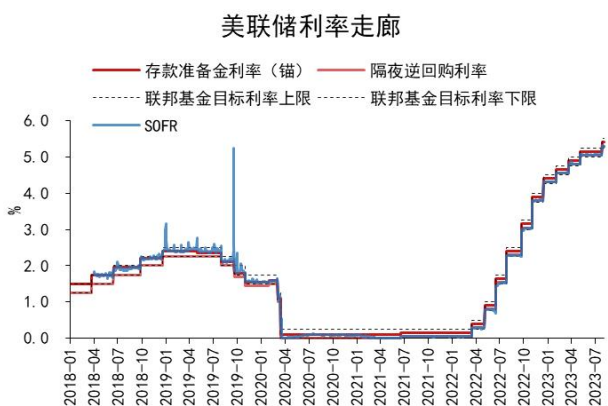
外部环境：美联储 9 月加息预期降温

美联储

7 月 FOMC 加息 25bp，其两大管理利率——存款准备金利率（IOR）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 5.40%和 5.30%。上周四（8 月 3 日）SOFR 利率较前一周（7 月 27 日）下降 1bp，位于 5.30%。8 月 4 日，美国劳工部公布 7 月美国非农数据，新增非农就业 18.7 万人，较前月增加 2000 人，但低于预期的 20.0 万人。8 月 5 日，美联储理事米歇尔·鲍曼表示，美联储可能需要进一步加息以压低通胀。美联储联邦资金利率期货隐含的 9 月 FOMC 加息 25bp 的可能性约 1 成（13.5%），不加息的可能性约 9 成（86.5%）。

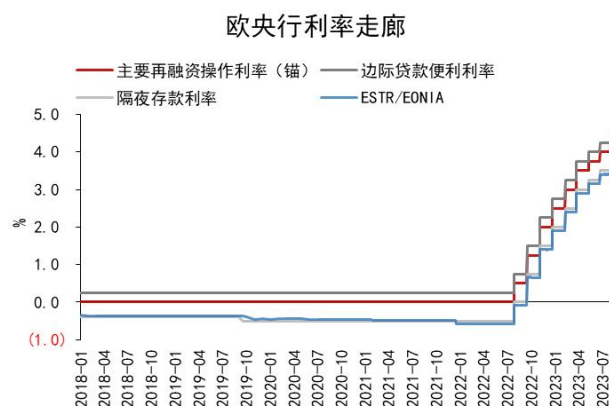
截至 8 月 2 日，美联储资产负债表规模为 8.21 万亿美元，较前一周（7 月 26 日）降低 365.80 亿美元，约为去年 4 月本次缩表初期历史最高值（8.97 万亿）的 91.54%。

图4: 美联储关键短端利率



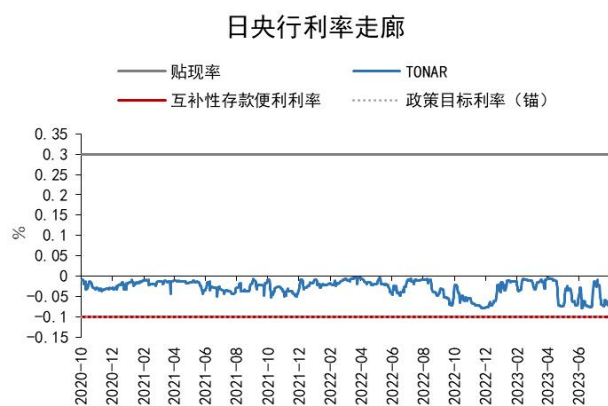
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 欧央行关键短端利率



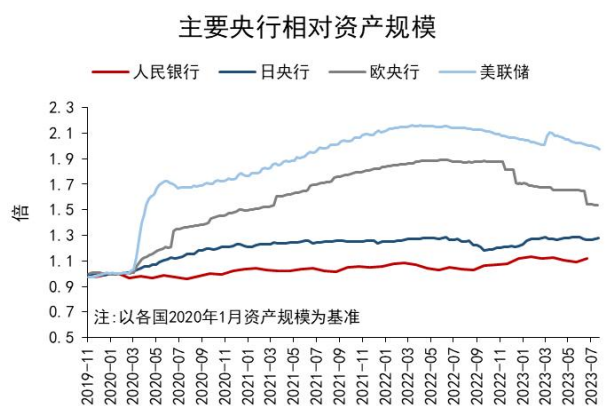
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

欧央行在7月议息会议加息25bp，其三大关键利率——主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于4.25%、4.5%和3.75%。欧元短期利率（ESTR）上周四（8月3日）较前一周（7月27日）上升25bp至3.65。欧洲央行执委帕内塔表示，将于9月决定是否暂停加息，现在决定9月要采取什么行动还为时过早。

日央行

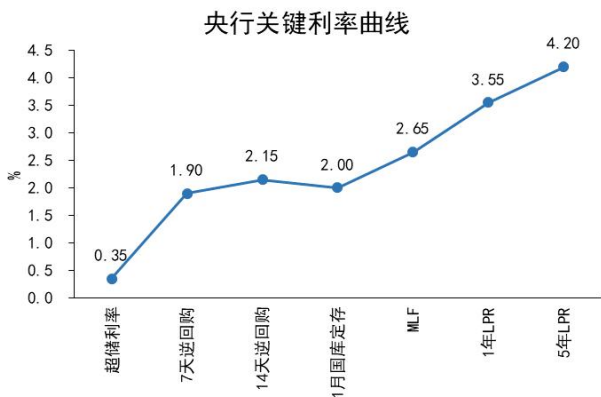
日央行7月公布利率决议将政策利率维持在-0.1%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（8月3日）较前一周（7月27日）保持不变，位于-0.07%。日本央行副行长内田真一表示，日本央行将在固定利率操作中以1.0%的利率购买无限量债券，以遏制利率上升；调整收益率曲线控制（YCC）是为了继续耐心实施宽松政策。

国内利率：短端利率总体下行

央行关键利率

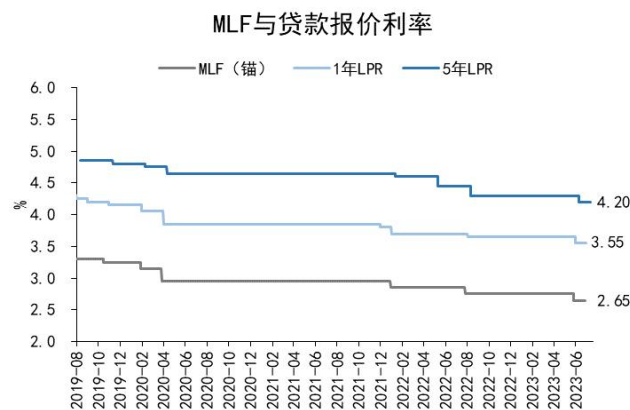
7月20日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.20%，均与上月保持一致。央行其它关键利率无变化。

图8：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：LPR利率



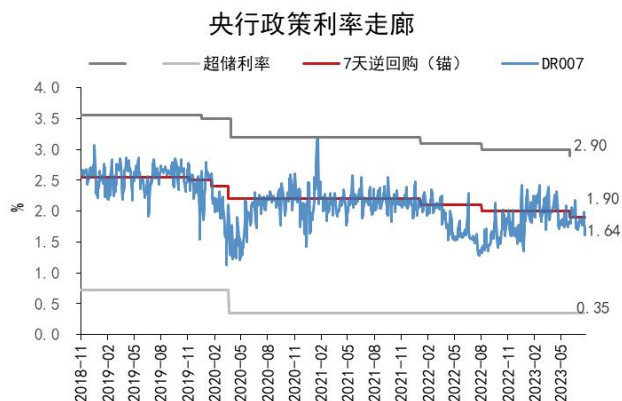
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率总体下行。上周五（8月4日），隔夜和七天利率均值（R、DR、GC）较7月28日分别下行30bp和23bp，位于1.23%和1.68%；考虑R成交量权重的货币市场加权利率（7天移动平均）下行9.5bp至1.55%。具体来看，上周五R001、DR001较前一周分别下行29bp、30.9bp；R007、DR007分别下行25.3bp、17.5bp。

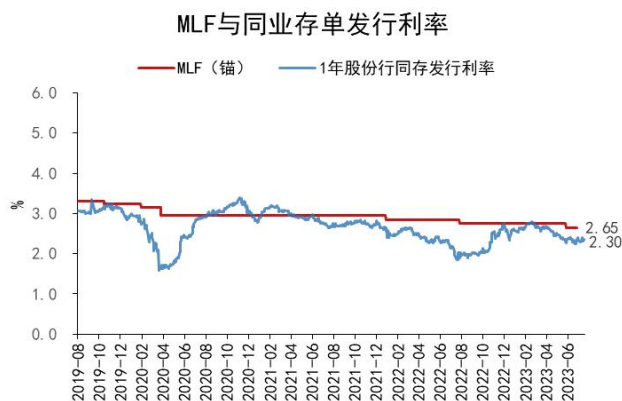
存单利率方面，各类发债主体均下行。上周五（8月4日）国有行1年期存单发行利率较7月28日下行4bp，位于2.27%；股份行下行0.9bp至2.30%，城商行下行4.2bp至2.49%。

图10: 短端市场利率与政策锚



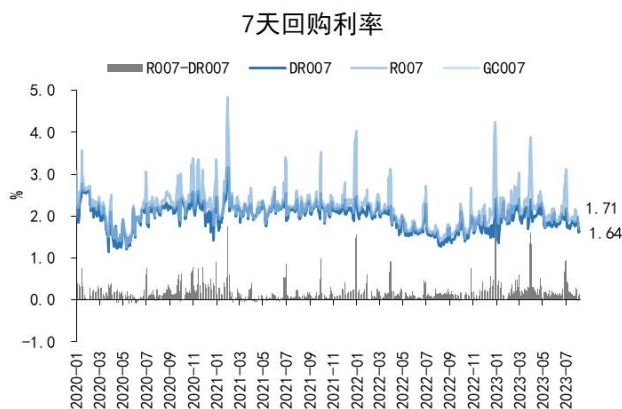
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 短端流动性分层观察



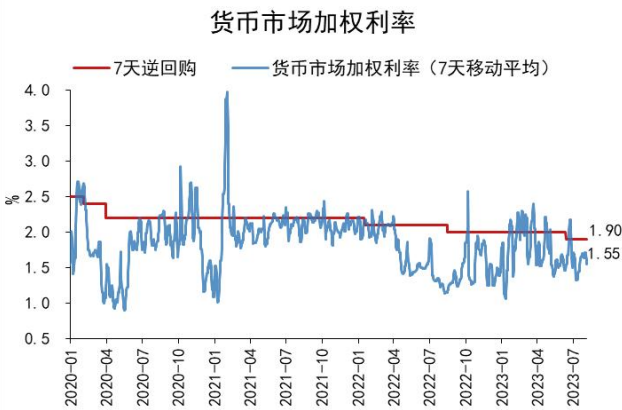
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 中长端流动性分层观察



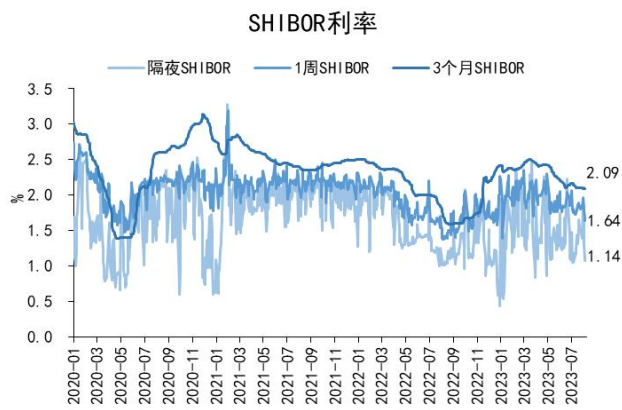
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 货币市场加权利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

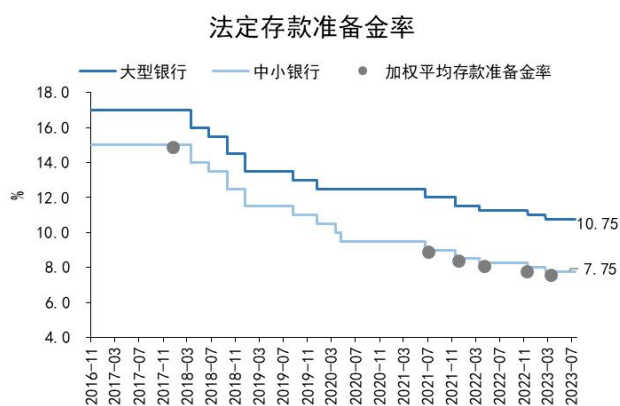
国内流动性：上周央行逆回购缩量续作

上周（7月31日-8月6日），央行净投放流动性资金-2880亿元。其中：7天逆回购净投放-2880亿元（到期3410亿元，投放530亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（8月7日-8月13日），央行逆回购将到期530亿元，其中7天逆回购到期530亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（8月7日）央行7天逆回购净投放-290亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为240亿元。

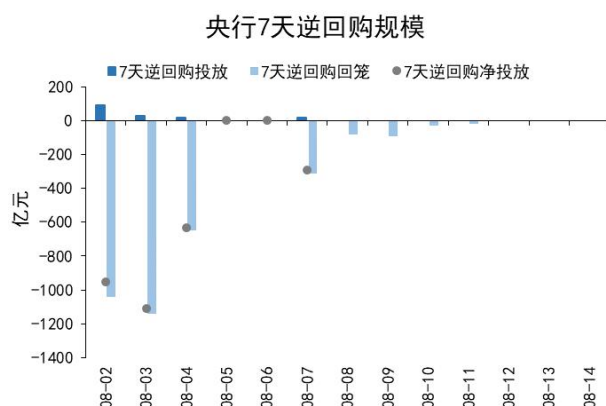
上周（7月31日-8月4日），银行间市场质押回购平均日均成交7.62万亿，较前一周（7月24日-7月28日，7.87万亿）降低0.25万亿。隔夜回购占比为92.4%，较前一周（88.6%）升高3.9pct。

图16：“三档两优”准备金体系



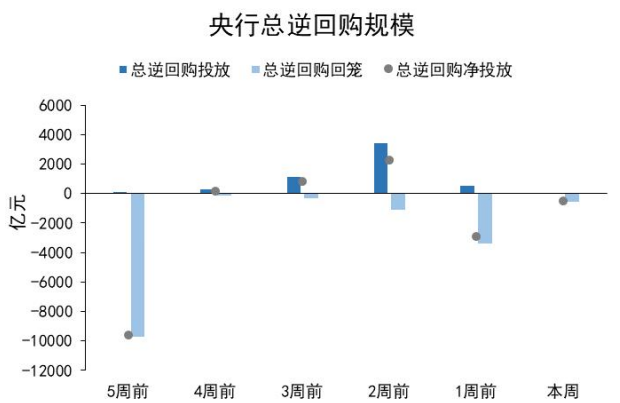
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：7天逆回购到期与投放



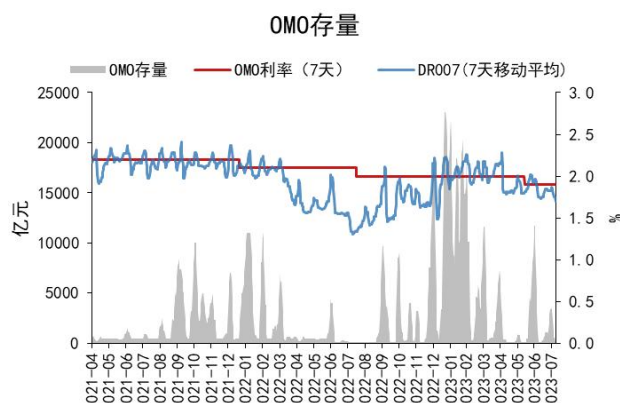
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



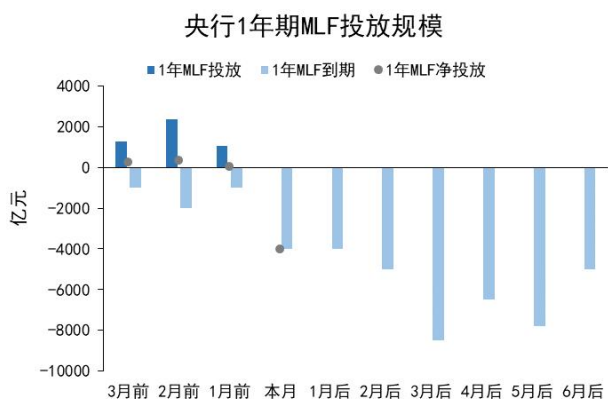
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：央行逆回购余额跟踪



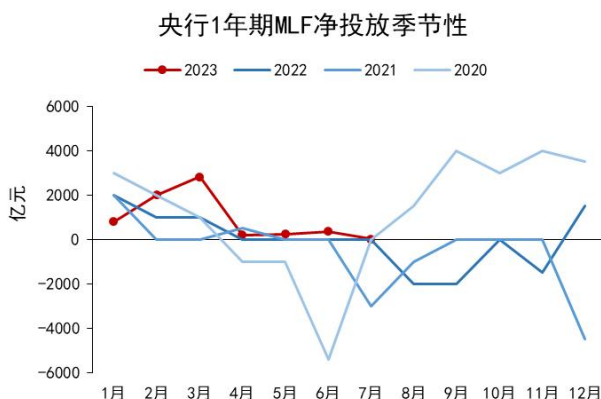
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: MLF 投放跟踪



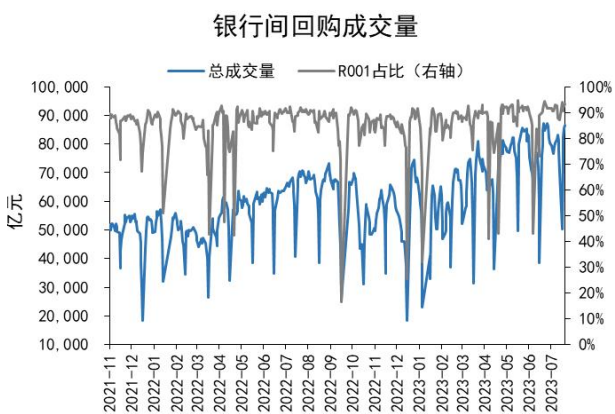
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放季节性



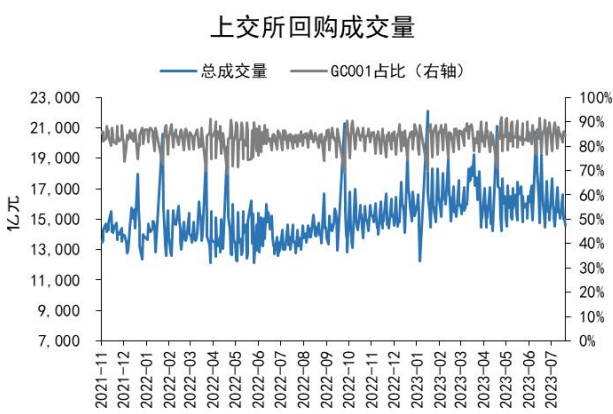
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 银行间回购成交量



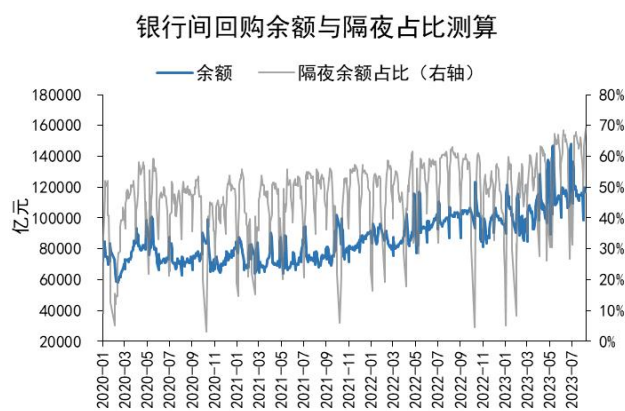
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 上交所回购成交量



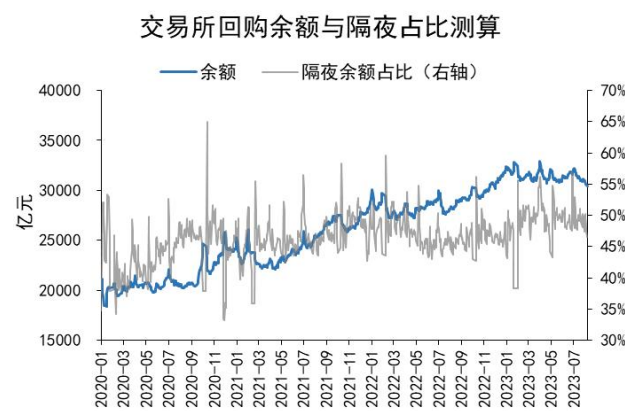
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

债券融资：上周政府债券净融资有所下降

政府债上周（7月31日-8月4日）共计发行3601.6亿元，净融资2274.4亿元，较前一周（7月24日-7月28日）的3109.8亿元大幅下降。本周计划发行3653.1亿元，净融资额预计为971.0亿元。

同业存单上周（7月31日-8月4日）共计发行3899.8亿元，净融资469.7亿元，较前一周（7月24日-7月28日）的641.9亿元小幅下降。本周计划发行596.2亿元，净融资额预计为-5660.2亿元。本周同业存单到期量超过6000亿元，提示关注对于流动性的扰动。

政策银行债上周（7月31日-8月4日）共计发行1055.0亿元，净融资-866.7亿元，较前一周（7月24日-7月28日）的-948.2亿元小幅上升。本周计划发行220.0亿元，净融资额预计为-846.2亿元。

商业银行次级债券上周（7月31日-8月4日）共计发行2.0亿元，净融资2.0亿元，与前一周（7月24日-7月28日）的2.0亿元保持一致。本周计划发行0亿元，净融资额预计为0亿元。

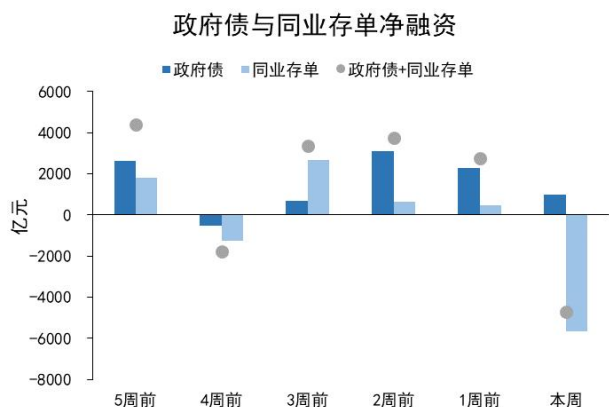
企业债券上周（7月31日-8月4日）共计发行2125.0亿元，净融资21.6亿元，较前一周（7月24日-7月28日）的-344.8亿元小幅上升。上周城投债融资贡献约431%。本周计划发行627.6亿元，净融资额预计为-2171.2亿元。

图26: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位：亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	581.9	-275.4	420.1	304.7	1900.0	1624.9	521.1	-581.0	230.0	230.0	3653.1	971.0	3601.6	2274.4
国债	0.0	-700.0	0.0	0.0	1900.0	1900.0	0.0	-723.3	230.0	230.0	2130.0	706.7	950.0	546.1
地方政府一般债	75.9	75.9	75.5	29.4	0.0	-111.4	256.2	119.1	0.0	0.0	407.6	34.8	477.3	-184.4
地方政府专项债	506.0	348.7	344.7	275.3	0.0	-163.7	264.8	23.2	0.0	0.0	1115.5	229.5	2174.3	1912.7
同业存单	596.2	-769.1	0.0	-1777.5	0.0	-478.8	0.0	-725.3	0.0	-1394.9	596.2	-5660.2	3899.8	469.7
政策银行债	130.0	-901.2	90.0	90.0	0.0	0.0	0.0	-35.0	0.0	0.0	220.0	-846.2	1055.0	-866.7
商业银行次级债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	2.0	2.0
企业债	323.6	-517.4	255.6	62.0	13.0	-303.5	35.4	-333.0	0.0	-523.4	627.6	-2171.2	2125.0	21.6
城投债	96.9	-153.0	125.5	66.7	7.0	-25.4	0.0	-109.5	0.0	-101.3	229.4	-572.1	989.0	93.1
产业债	236.7	-354.4	155.1	-4.6	6.0	-308.1	45.4	-268.5	0.0	-449.1	443.2	-1691.1	1140.8	-70.5

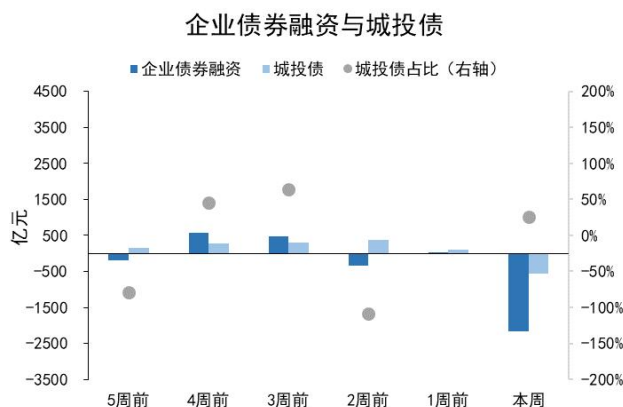
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 企业债券净融资与城投债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汇率：人民币美元同时走强

上周五(8月4日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(7月28日)上行0.81至97.46, 同期美元指数上行0.29至102.00。8月4日, 美元兑人民币在岸汇率较7月28日的7.16上行约157基点至7.18; 离岸汇率上行约261基点至7.19。

图29: 主要货币指数走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 人民币汇率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032