

## 每周流动性观察

### 为何有时候央行加大投放，资金面反而会收紧？

整体上来说，比起超储率的数据，央行超储率目标的提升才是最为关键的，央行进一步超量投放 MLF 进一步印证了当前超储率目标已经提升，这种情况下即便有缴税等负面影响，资金面也将会好于季节性，不宜将资金面“环比”的收紧解读成货币政策收紧，而忽视“同比”在改善的事实。在二季度货币政策执行报告中，央行对于目前政策的变化已经给出了解释，即防范宏观“三碰头”产生的风险，那么这个风险在消退之前，货币政策的目标也大概率不会发生变化，既然超储率的目标难转向，信用扩张导致的缴准也暂时不会对流动性产生负面影响。

■ 市场除了关注央行的操作数量与价格外，需格外关注操作的期限。在央行加大投放力度后，市场资金面在上周仍出现了些许收紧，这导致有观点认为资金利率上行说明央行并未宽松。其实类似的情况在今年二季度就曾经出现过，当时降准后资金面反而出现了进一步收紧的现象，也引发市场出现了不少悲观的声音，与上周极为类似。出现这种情况正是由于短期来看央行的操作很多时候与季节性因素相对冲，降准与缴税相抵，自然在短期内呈现似乎货币没有放松的迹象，而一旦季节性因素度过后，降准的影响在二季度末至三季度初就开始显露，出现了流动性极度宽松的局面。

■ 从 MLF 余额看，目前的余额水平已经高于前次置换的位置，预计四季度仍有再次降准置换的空间。我们认为超储率本身是央行货币政策数量操作的核心目标，这也是我们认为央行在货币政策透明度不断提升的同时，仍然坚持不公布比季度数据更精确数据的原因，目的在于保持适度的神秘性，防止市场对于政策过度反应。而尽管央行已经多次提出货币政策从数量型向价格型的转向，但在预算软约束主体尚未出清、利率传导并不完全通畅的情况下，数量型政策仍然是关注的重点，因此我们认为除月末的时点数据以外，还需要进一步关注超储率数据体现出央行数量操作的隐含目标。而央行在近期的对冲政策十分积极，不管是在 7 月、8 月还是目前的 9 月份，综合考虑到央行的政策与当期的财政资金变动，超储率水平始终维持在较高的位置，也说明目前的超储率目标有所抬升。

■ 所以整体上来说，比起超储率的数据，央行超储率目标的提升才是最为关键的，央行进一步超量投放 MLF 进一步印证了当前超储率目标已经提升，这种情况下即便有缴税等负面影响，资金面也将会好于季节性，不宜将资金面“环比”的收紧解读成货币政策收紧，而忽视“同比”在改善的事实。在二季度货币政策执行报告中，央行对于目前政策的变化已经给出了解释，即防范宏观“三碰头”产生的风险，那么这个风险在消退之前，货币政策的目标也大概率不会发生变化，既然超储率的目标难转向，信用扩张导致的缴准也暂时不会对流动性产生负面影响。

#### 相关研究报告

《中银国际每周流动性观察：货币政策的改善已无分歧，后续流动性还有哪些问题值得关注》2018702

《中中银国际固定收益周刊：9 月份流动性存在哪些已知和未知的风险；美联储加息在即，央行是否会跟随》20180904

《中银国际 8 月金融数据简评：从货币宽松向实体经济的传导还将经历较长的过程》20180913

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuoju.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 目录

本周焦点：为何有时候央行加大投放，资金面反而会收紧？ ..	4
流动性展望：节前资金面预计维持均衡.....	6
资金利率.....	7
海外市场.....	9

## 图表目录

图表 1. 上周公开市场操作.....	4
图表 2. 上周 MLF 操作.....	5
图表 3. 公开市场操作.....	6
图表 4. 同业存单发行量.....	6
图表 5. 质押回购.....	7
图表 6. 银行间同业拆借.....	7
图表 7. SHIBOR.....	7
图表 8. 票据融资.....	8
图表 9. 同业存单.....	8
图表 10. NDF 点差.....	9
图表 11. 美债收益率.....	9
图表 12. 德国国债利率.....	10
图表 13. 通胀指数国债.....	10

## 本周焦点：为何有时候央行加大投放，资金面反而会收紧？

9月17日央行开展2,650亿元1年期MLF操作，利率维持3.3%不变。之所以超量投放MLF，我们认为首要原因就是由于近期超储率水平出现了小幅下降。

根据央行公布的8月末资产负债表，当中显示由于政府存款支出力度偏低，同时8月对其他存款性公司债权科目有所回落，9月初超储率水平较前期有少许回落。上周央行重启了逆回购，市场也认为央行时隔数周重启逆回购是利好信息，但其实我们认为逆回购本身为相对被动的操作，央行重启逆回购也侧面说明了当前流动性供给水平恐怕有所下降，之前公布的央行8月末资产负债表印证了这一观点。

有投资者认为MLF投放是为了对冲财政缴税、地方债发行和十一长假前的现金外流。我们认为这种说法并没有错，但以长期流动性来对冲短期缺口本身就是引导超储率上升的操作。以上提到的诸多原因中：缴税的影响通常是月中开始，到了月末财政支出将逆转成为主要影响，更何况9月份本身支出的力度通常会大于缴税，这部分的影响在下周就将逆转成为对流动性正面的因素；地方债也同样是短期扰动因素，从8月份的政府存款变动看，从发行到支出中间的节奏应该说也基本保持在1个月以内的时间，这部分的影响也预计将在未来一个月左右的时间逐渐消退；现金外流的影响一方面是在9月规模本身不大，另一方面从时间上看也是在9月末为高点，长假过后逐步回流。那么此时央行以一年期的MLF投放来对冲1个月以内的扰动因素，之后随着缴税等影响从负面转为正面，新投放的MLF也不会到期，自然流动性水平逐步抬升。

市场除了关注央行的操作数量与价格外，需格外关注操作的期限。在央行加大投放力度后，市场资金面在上周仍出现了些许收紧，这导致有观点认为资金利率上行说明央行并未宽松。其实类似的情况在今年二季度就曾经出现过，当时降准后资金面反而出现了进一步收紧的现象，也引发市场出现了不少悲观的声音，与上周极为类似。出现这种情况正是由于短期来看央行的操作很多时候与季节性因素相对冲，降准与缴税相抵，自然在短期内呈现似乎货币没有放松的迹象，而一旦季节性因素度过后，降准的影响在二季度末至三季度初就开始显露，出现了流动性极度宽松的局面。

从MLF余额看，目前的余额水平已经高于前次置换的位置，预计四季度仍有再次降准置换的空间。我们认为超储率本身是央行货币政策数量操作的核心目标，这也是我们认为央行在货币政策透明度不断提升的同时，仍然坚持不公布比季度数据更精确数据的原因，目的在于保持适度的神秘性，防止市场对于政策过度反应。而尽管央行已经多次提出货币政策从数量型向价格型的转向，但在预算软约束主体尚未出清、利率传导并不完全通畅的情况下，数量型政策仍然是关注的重点，因此我们认为除月末的时点数据以外，还需要进一步关注超储率数据体现出央行数量操作的隐含目标。而央行在近期的对冲政策十分积极，不管是在7月、8月还是目前的9月份，综合考虑到央行的政策与当期的财政资金变动，超储率水平始终维持在较高的位置，也说明目前的超储率目标有所抬升。

所以整体上来说，比起超储率的数据，央行超储率目标的提升才是最为关键的，央行进一步超量投放MLF进一步印证了当前超储率目标已经提升，这种情况下即便有缴税等负面影响，资金面也将会好于季节性，不宜将资金面“环比”的收紧解读成货币政策收紧，而忽视“同比”在改善的事实。在二季度货币政策执行报告中，央行对于目前政策的变化已经给出了解释，即防范宏观“三碰头”产生的风险，那么这个风险在消退之前，货币政策的目标也大概率不会发生变化，既然超储率的目标难转向，信用扩张导致的缴准也暂时不会对流动性产生负面影响。

图表 1. 上周公开市场操作

(亿元)	回购净投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
7天逆回购	(400)	2.55	0
14天逆回购	1,000	2.70	0
28天逆回购	--	2.80	0
63天逆回购	--	2.95	0

资料来源：万得，中银证券

www.baogaoba.xyz 獨家收集 百萬報告 实时更新 日更千篇

图表 2. 上周 MLF 操作

期限	MLF 投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
半年	--	3.05	-
1 年	--	3.30	--

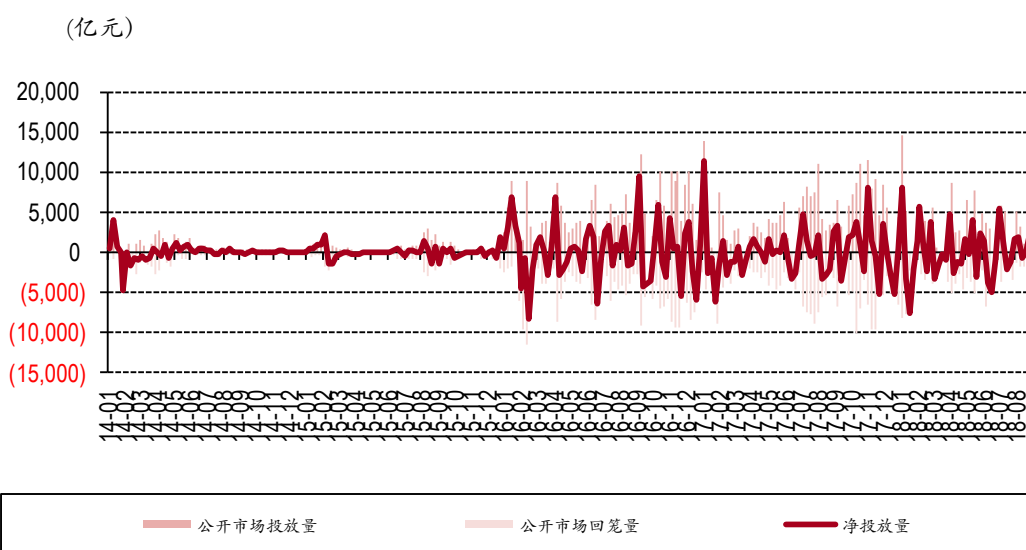
资料来源: 万得, 中银证券

## 流动性展望：节前资金面预计维持均衡

上周公开市场有 2,700 亿逆回购到期，央行投放逆回购 3,300 亿，逆回购净投放 600 亿；MLF 投放 2,650 亿；公开市场操作（含国库现金定存）上周总净投放 3,250 亿；下周有 2,900 亿逆回购到期。同业存单方面，上周发行 5,681.4 亿元，到期 4,138.2 亿元，下周存单有 3,183.7 亿元存单到期。下周将进入季末的财政支出时点，流动性供给在数量上应较为充足。

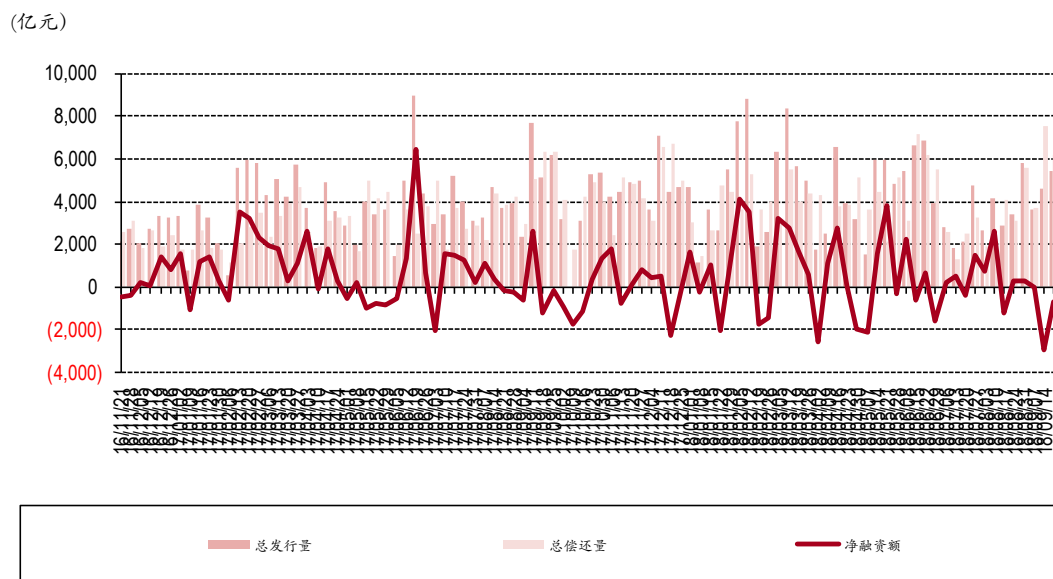
由于税期因素与地方债发行，上周资金面整体维持均衡略紧，但流动性仍好于季节性。十一长假前最后一周重点在于跨季时需求端的变化，供给端考虑到财政支出和央行加大投放后维持在较高水平，从市场情况看，大概率资金面会维持均衡水平。

图表 3. 公开市场操作



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 同业存单发行量



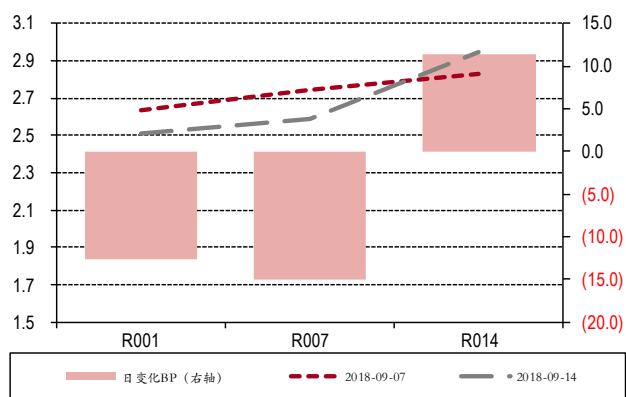
资料来源：万得，中银证券



## 資金利率

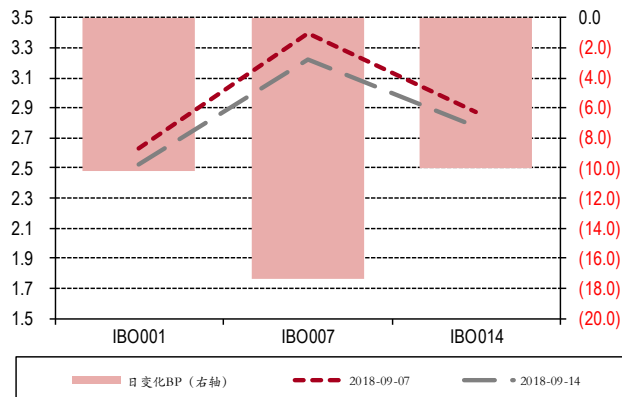
截至周五，銀行間市場隔夜回購利率收 2.55%，上行 3.87BP；7 天回購利率收 2.66%，上行 6.78BP；14 天回購利率收 3.15%，上行 20.75BP；shibor 利率 1M 期下行 0.2BP 在 2.75%，3M 期利率下行 1.5BP 在 2.81%；3 個月同業存單利率持平在 2.70%，珠三角票據融資利率下行 5BP 在 3.40%。

圖表 5. 質押回購



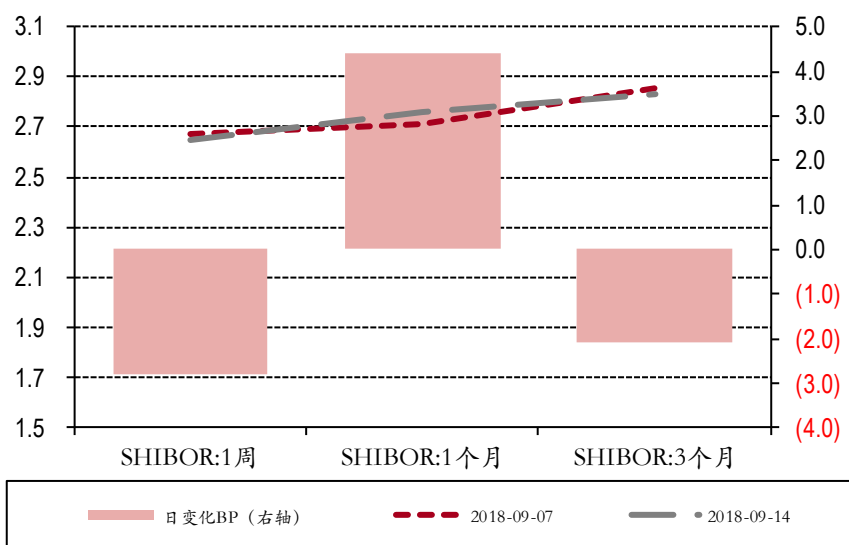
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 銀行間同業拆借



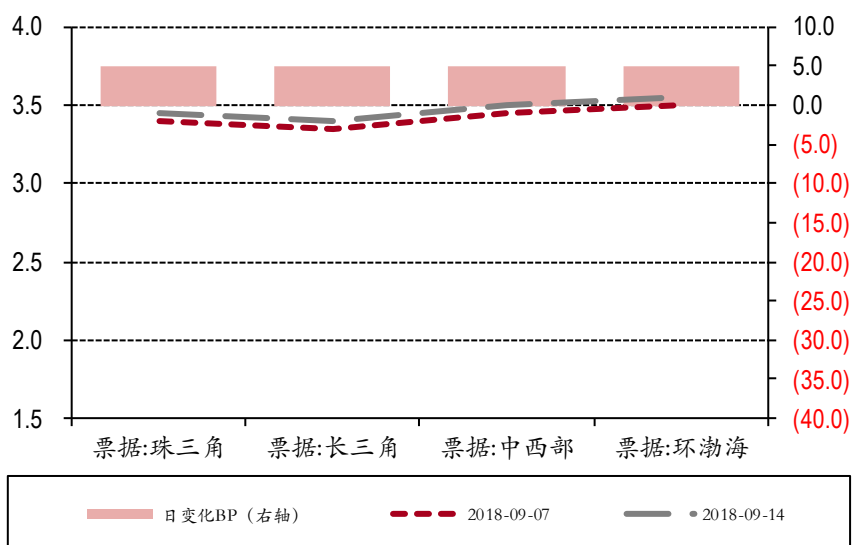
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 7. SHIBOR



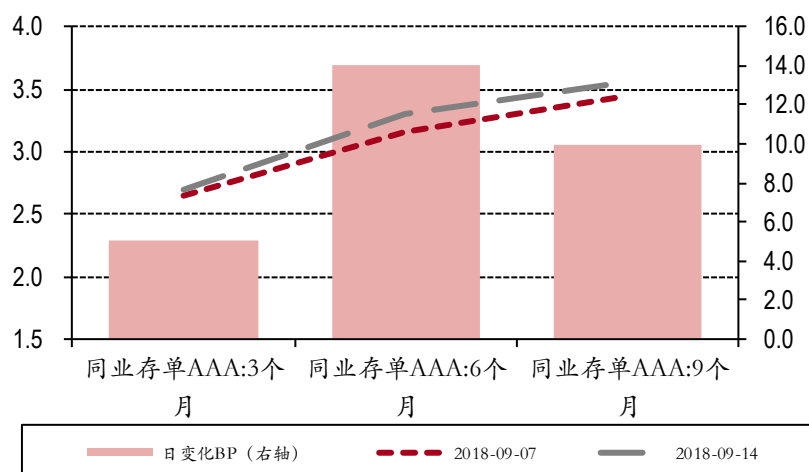
資料來源：萬得，中銀證券

图表 8. 票据融资



资料来源: 万得, 中银证券

图表 9. 同业存单



资料来源: 万得, 中银证券

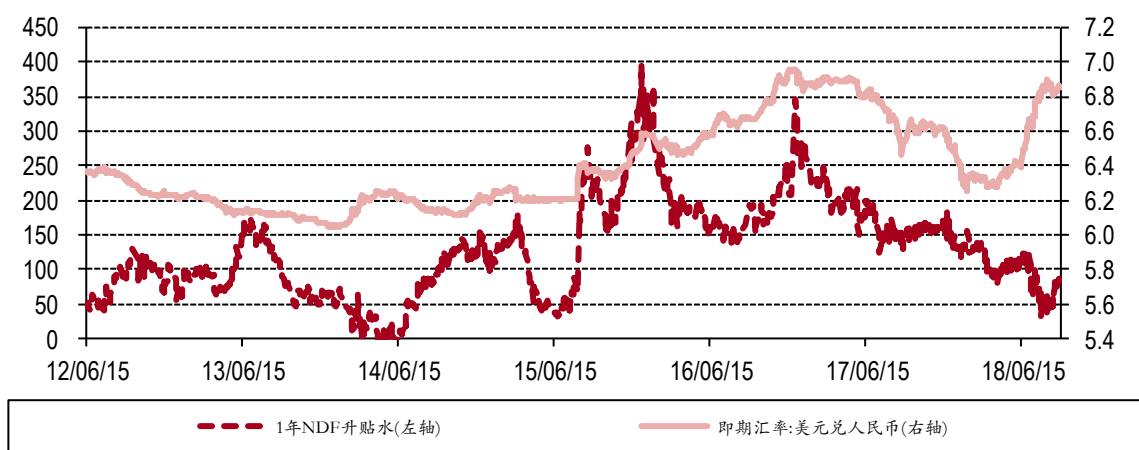


## 海外市场

上周，美元出现大幅贬值，美元指数贬至 94.2118。欧元兑美元小幅回升至 1.1750；美元兑日元升至 112.5900；美元兑在岸人民币收 6.8390。美元兑人民币中间价下调至 6.8357；离岸人民币兑美元收于 6.8482。

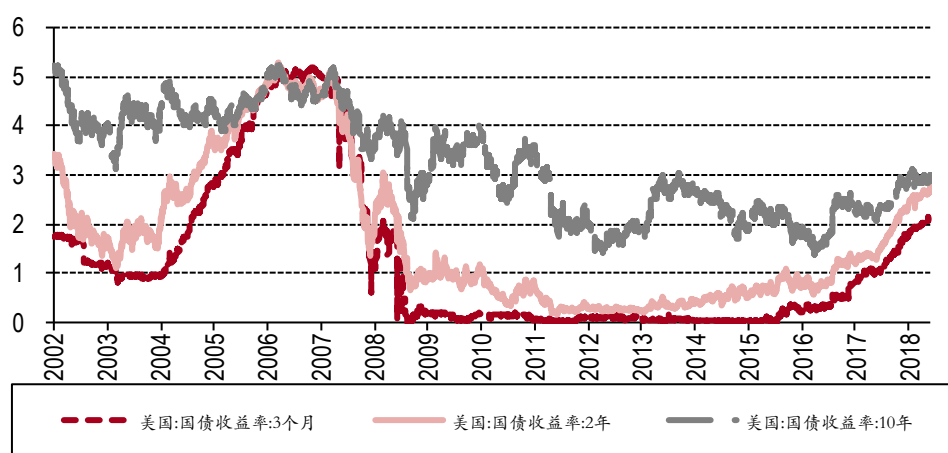
美国国债 3 月期品种上行 2BP 在 2.18%；2 年期品种上行 3BP 在 2.81%；10 年期品种收益率大幅上行 8BP 在 3.07%，10 年期与 2 年期利差走阔 5BP；十年国债与 TIPS 利差上行 5BP；德国国债 10 年期品种在 0.46%，5 年期品种在 -0.13%，2 年期品种在 -0.55%。

图表 10. NDF 点差



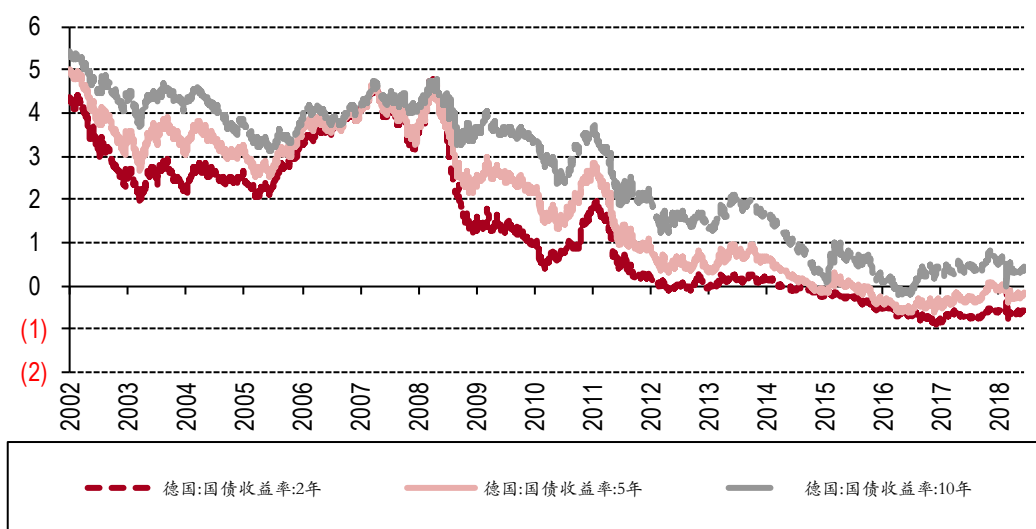
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 美债收益率



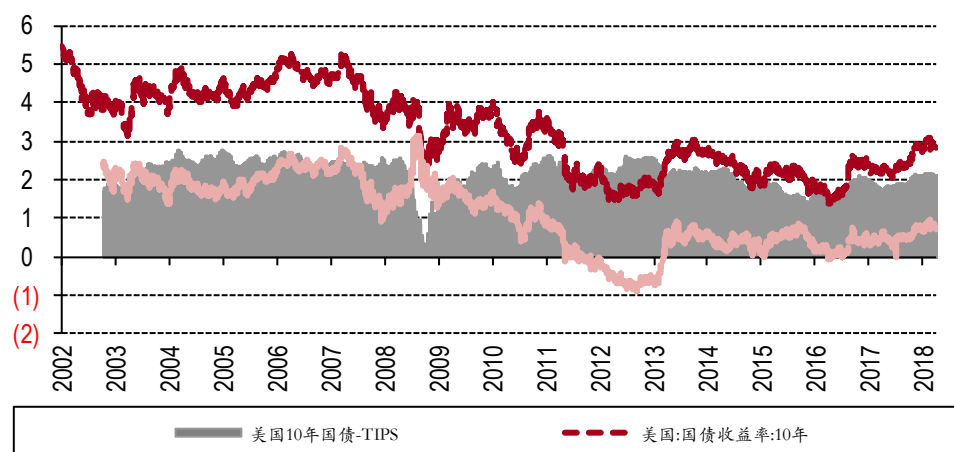
资料来源：万得，中银证券

图表 12. 德国国债利率



资料来源: 万得, 中银证券

图表 13. 通胀指数国债



资料来源: 万得, 中银证券

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；  
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；  
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；  
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；  
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；  
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。  
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 2DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371