

年内流动性宽松有“界”

□本报记者 张勤峰

7月流动性更显充裕，货币市场利率中枢继续下移、流动性分层现象持续缓解、流动性预期更加乐观。当前市场各方对8月及年内流动性将保持合理充裕基本无异议。关键在于何为“合理充裕”。

7月31日，中央政治局会议提出，“把好货币供给总闸门”。分析人士认为，这意味着流动性依然面临“总闸门”的约束，宽松有边界，流动性不会泛滥。

流动性愈发充裕

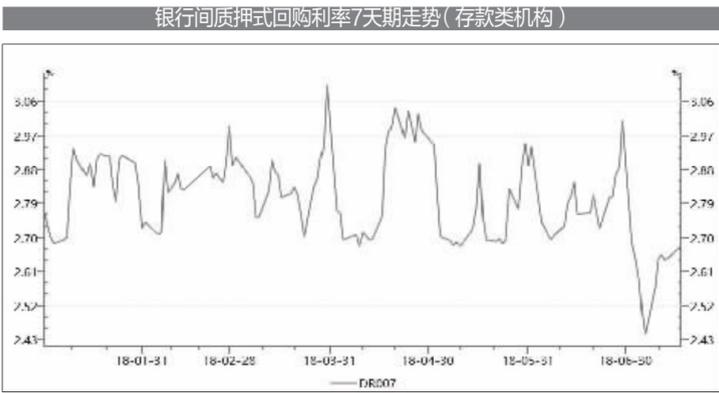
回头看7月份流动性，宽松仍是主基调，且与上半年诸月相比，宽松程度进一步提升。

一是全月货币市场利率中枢呈现较明显下行。从代表性的利率指标来看，7月，银行间市场存款类机构7天期债券回购利率DR007的算术均值为2.62%，较6月份下行18BP，是今年以来下行幅度最大的1个月；覆盖全部机构的7天期债券回购利率R007的算术均值更是从上个个月的3.34%降到2.73%，大幅下行逾60BP。而无论是DR007还是R007，7月份平均利率均创了2017年2月以来的最低值。7月上旬，DR007和R007一度跌至2.55%以下，与央行7天期逆回购利率形成倒挂，为近年来罕见。

二是流动性分层现象显著缓解。2017年，在流动性总体偏紧的同时，银行体系内部流动性分层的现象持续凸显，流动性结构性紧张给一部分市场参与者带来的“痛感”甚至远超过2013年“钱荒”时期。今年随着流动性改善，流动性分层现象逐渐缓解。以月均值来衡量，7月份R007与DR007的利差只有11BP，这是2016年10月份以来的最低值，并较上个月大幅收窄43BP。数据表明，流动性回暖已经传递到银行体系各个层面，资金面呈现全面宽松特征。

三是流动性预期更乐观。一般认为，货币市场利率期限利差比较能够反映市场对流动性的预期。2016年四季度，货币政策操作从实际偏松转为实际偏紧，市场流动性预期恶化。同期，3个月与隔夜Shibor的利差大幅走阔，从不到50BP扩大到接近200BP。今年以来，3个月与隔夜Shibor的利差明显收窄，7月以来又出现了一轮较快的收缩。8月1日，3个月Shibor报3.12%，已连续32个交易日下行，累计下行约120BP；隔夜Shibor最新报2.03%，两者利差约110BP，处于2016年末以来的低位。

流动性充裕的现状，加上预期的乐



观，使得资金面在持续保持宽松的同时，稳定性大幅提升。在平稳经受住半年末“大考”之后，7月的传统季度税期高峰几乎没有对资金面造成冲击。

8月基本无忧

综合各方分析来看，8月份流动性也难有大波动，资金面保持相对宽松的问题不大。

历史上，8月份货币市场流动性通常要好于7月份。作为季初月份，7月份财政收入通常增加较多，会从银行体系抽走一部分流动性，而作为中间月份的8月，税期、监管考核等影响均有限。过去3年的数据显示，8月份财政通常呈现净支出，即财政存款会下降，从而增加一部分流动性。

此外，截至7月31日的统计显示，8月份将到期的央行流动性工具只有3865亿元，包括500亿元央行逆回购和13365亿元MLF，而到期MLF被续作几无悬念，因此全月公开市场到期压力有限。

分析人士指出，影响8月份流动性供求的不利因素主要有如下两点：

一是政府债发行缴款。三季度是利率债传统发行高峰期。从7月份开始，地方债发行大幅放量，但今年前7月份的发行节奏总体仍然偏慢，积压供给不少，年内剩余各月可能保持较大规模发行。2017年8月，政府债券发行规模高达1.4万亿元，是当年发行规模最大的1个月。地方债、国债等政府债券缴款，是资金从银行体系上收央行的过程，会造成流动性回笼，影响短期流动性。

二是外汇占款可能重新减少。4月以来，人民币对美元持续贬值，近期加快贬值，汇率预期生变，外汇占款再现下降的可能性不是没有，对流动性也可能带来负面影响。

市场人士表示，预计央行将继续通过

公开市场操作，平抑税期和政府债发行较快带来的影响，而如果外汇占款再现减少，MLF乃至定向降准的空间也将因此增加，资金面保持相对宽松基本没有悬念。

何为合理充裕

8月1日，央行仍未开展逆回购操作。这是自7月20日以来，央行连续第九日暂停逆回购操作。央行公开市场操作很可能还会停一两周，但并不影响市场对流动性的乐观看法。业内人士表示，只要货币政策取向不重新收紧，资金面仍会比2017年宽松。

货币政策收紧显然已不是当下市场关注的重点，市场谈论更多的是货币政策会不会大幅放松。从官方表述上看，央行流动性调控取向已从2017年的“基本稳定”转向“合理稳定”再转为“合理充

观点链接

中金公司:宏观政策取向微调

7月宏观政策出现宽松“微调”信号，例如国常会提出财政政策更加积极，其背后应该是决策者基于对经济形势的预判，由PMI数据最先得到了验证。近期货币政策和金融监管边际放松双双落地，政府的积极财政政策也开始有所动作，金融与财政对于实体经济的支持已经开始发力，例如国务院已经提出加快中西部铁路建设，未来基建一旦发力，内需或可得到一定提振。债券收益率短端将保持稳定，长端近期可能偏震荡。

中信证券:汇率压力制约放松

央行进一步调整货币政策应会考虑汇率压力。二季度以来，人民币汇率较快下跌，虽然美元指数走强是主要原因，但国内宽松的货币政策也刺激了人民币贬值的预期。2008年和2011年货币政策的放松，我国

裕”，边际宽松的迹象比较明显。

不过，市场仍需要对“合理充裕”进行定位，究竟怎样的流动性水平才是合理的？

对此，有分析人士表示，近期的央行公开市场交易公告可能提供了一些线索。记者注意到，7月20日的交易公告指出，“目前银行体系流动性处于合理充裕水平”。在7月23日央行开展5020亿元1年期MLF操作之后，7月24日，交易公告指出，“目前银行体系流动性总量处于较高水平”。7月25日、26日，交易公告则称，法定准备金补缴、月末财政支出等因素可对冲央行逆回购到期等因素的影响，“为维护银行体系流动性合理充裕”，不开开展操作。由此判断，7月20日以来的流动性水平应该大致接近或略高于“合理充裕”的状态。而7月下旬以来，DR007稳定在2.6%—2.7%之间。

有业内人士认为，2.6%—2.7%左右的7天利率或许就是当前央行合意的水平。当利率大幅向上偏离合意水平，央行可能增加流动性供应，而如果大幅向下偏离，则可能促使央行调整公开市场操作，通过净回笼引导流动性回归合理水平。

值得一提的是，7月31日，中央政治局会议提出，“要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕”，意味着货币政策不会大幅放松，流动性依然面临“总闸门”的约束。总之，未来流动性保持宽松没有悬念，但有边界，类似7月上旬DR007低于央行逆回购利率的情况不可持续。

美国的政策是同向而行的。但是今年我国货币政策走向宽松，美联储则持续加息。中美经济周期的逆向而行为人民币汇率带来了压力。尽管我国的货币政策对汇率的关注度降低，但是人民币进一步贬值可能会导致外汇储备下降，这会使得央行对于进一步放松更加慎重。

国泰君安:政策力度将温和适度

政策对冲的不是已经发生的下行压力，而是对中长期悲观情景的假设；政策不是立刻开足马力，而是划定可能的政策边界，做好预案。从长期逻辑来看，这释放了在新的时期政府仍然有稳增长诉求的信号；从政策组合上，更看好偏向“基建+财政”的组合；从效果看，这样单轮驱动的工具政策，叠加相机而行的政策节奏，我们判断政策力度将会温和适度，经济失速和过热都是小概率事件。（张勤峰 整理）

8月料迎利率债发行高峰

□本报记者 张勤峰

三季度是传统的利率债发行高峰期，今年7月份再次证明了这一点。统计显示，刚过去的7月份，共发行利率债1.39万亿元，较上个月多发逾2100亿元，并创11个月新高。不过，与去年同期相比，7月份发行量仍略少一些。分析人士指出，后续地方债发行进度将进一步加快，8月份或将迎来利率债供给的“洪峰”。

大幅放量但不及去年

据Wind数据，今年7月份包括国债、地方债、政策性金融债在内的利率产品发行总额为13925亿元，较上个月多发2179亿元，连续第5个月放量，并创了2017年9月以来的月度发行量新高。

分品种来看，7月份，国债发行额为3409亿元，较上个月有所减少，但仍高于2017年7月份的3026亿元；政策性金融债发行额为2934亿元，较上个月多发369亿元，亦高于2017年7月份的2862亿元；地方债发行额为7583亿元，较上个

月多发2239亿元，是当月利率债增量供给的主要来源。然而，去年7月份的地方债发行额为8453亿元。这意味着，尽管7月份地方债发行大幅放量，直接推动当月利率债发行总额较上月增加了超过2100亿元，但也正是由于地方债发行量不及上年同期，使得当月利率债发行总额要少于2017年7月份。

三季度历来是利率债的发行高峰期。2017年的数据显示，当年一至四季度，利率产品发行总额分别为18122亿元、31273亿元、42112亿元、24960亿元，第三季度是发行额最高的一个季度，比其他几个季度高出1到2万亿元。分品种来看，无论是国债、地方债还是政策性金融债，第三季度的发行量都是最高的。

而在如今的利率债供给结构中，地方债又占据着很高的权重，因此，三季度利率债供给高峰会“高”到何种程度，较大程度上取决于地方债的供给情况。统计显示，在2017年第三季度的42112亿元利率债发行额中，地方债就达16707亿元，占到四成。

8月供给压力较大

今年上半年，地方债发行节奏偏慢，即便7月份地方债发行量出现了较快增长，但与上年同期相比仍旧偏慢。统计显示，今年前7个月，我国共发行地方债21692亿元，去年同期则为27063亿元，少发了超过5000亿元。

机构分析认为，今年前几个月地方债发行偏慢，主要是两方面原因所致：一方面，今年是置换类地方债发行的收官之年，经过前几年大规模置换之后，发行量有所下降。财政部近期公布，截至2018年6月末，全国地方政府债务余额167997亿元，其中非政府债券形式存量政府债务8049亿元。今年是地方债置换的收官之年，按照此前相关部门人士的预计，存量债券在8月底前将全面完成置换工作。另一方面，前期新增类地方债发行偏慢。

机构报告指出，前期发行量偏低，意味着供给会更加集中于三、四季度，今年第三季度供给压力可能比往年更大。

值得一提的是，7月23日，国务院常

人民币汇率反弹逾300基点

百点符合市场预期。

不过昨日人民币即期市场逆中间价明显反弹，在岸汇率的走势明显强于离岸汇率。从盘面上看，1日境内银行间外汇市场上，人民币兑美元汇率高开高走，早盘接连涨破6.82、6.81、6.80、6.79关口，盘中最高触及6.7863，此后涨幅逐渐收窄，但午后再掀一波反弹行情，至16:30收盘报6.7948元，创近一周新高，较上一交易日大涨307点。与此同时，香港市场上，离岸人民币兑美元汇率则延续低位震荡，盘中未升破6.80关口，至北京时间8月1日18:00报6.8105元，小跌52点。

消息面上，1日公布的7月财新中国制造业PMI为50.8，创8个月新低，预期50.8，前值51。这一走势与国家统计局制造业PMI一致。此前中国国家统计局公布的7

月制造业PMI录得51.2，低于上月0.3个百分点。莫尼塔研究钟正生点评称，7月财新中国制造业PMI继续较上月小幅下降，显示制造业景气度温和走弱，出口的拖累加大，但企业积极增加库存、资金周转压力有所缓解，对制造业形成了正向驱动。

稳健运行概率大

全球汇市方面，8月1日美元整体延续偏强震荡态势，美元指数盘中一度上涨约0.17%至94.7上方，但盘中缺乏继续反弹动力，后涨幅明显收窄。

分析称，受全球贸易形势影响，市场避险情绪再度升温，汇市投资者亦保持谨慎，短期市场流动性有所变差，预计人民币汇率也将延续波动。

月初资金面宽松无虞

□本报记者 王姣

8月首日，央行继续暂停公开市场操作(OMO)，当日200亿元逆回购到期自然净回笼，同时资金面延续宽松态势，货币市场利率多数下跌。

市场人士指出，8月初扰动因素较少，即便从全月看，公开市场资金到期量不大，税收小月、财政支出小月决定了8月对财政存款小额降低，对流动性有一定正面影响，预计外汇占款对市场的影响也有限，全月资金面料将延续平稳宽松态势。

OMO连续九日暂停

央行昨日早间公告称，目前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等因素的影响，8月1日不开开展公开市场操作。这是央行连续第九日暂停公开市场操作，同时当日有200亿元逆回购到期，单日净回笼200亿元，为连续第六日净回笼。

月初资金面宽松无虞，银存间质押式回购利率多数下跌，Shibor连续五日悉数走低。Shibor方面，昨日隔夜Shibor跌3.8bp报2.0280%，7天Shibor跌2.6bp报2.6220%，14天Shibor跌3.6bp报2.7760%，1个月Shibor跌3bp报2.9350%。

此外，截至1日收盘，银存间质押式回购1天期品种报1.9973%，跌4.36个基点；7天期报2.5675%，跌4.77个基点；14天期报2.3162%，跌31.04个基点。

据市场人士透露，银行间质押式回购市场上，1日总体资金面继续宽松，市场流动性依然充足。早盘伊始，隔夜至1个月内资金均有大量融出，隔夜质押利率债减点融出，7天质押利率

农发债需求旺盛

中国农业发展银行1日下午发行的三期固定债中标利率均低于二级市场估值水平，且三期债投标倍数均超过3.5，年期债投标倍数更超过4，整体需求旺盛。

农发行本次发行的均为固定利率债券，分别为第六次增发2018年第八期金融债券、第二十七次增发2018年第一期金融债券、第十二次增发2018年第六期金融债券，期限分别为5年、7年和10年，发行规模分别不超过40亿元、40亿元、70亿元，总量不超过150亿元，票面利率分别为4.93%、4.98%、

4.65%。据市场人士透露，此次农发行5年期增发债中标收益率3.7836%，全场倍数4.48；7年期增发债中标收益率4.1142%，全场倍数3.22；10年期增发债中标收益率4.1999%，全场倍数3.73。

上述三期农发债中标收益率均低于中债估值。中债到期收益率数据显示，7月31日，5年、7年、10年期农发债到期收益率分别为3.8697%、4.1758%、4.2719%，此次发行的对应期限农发债分别低于中债估值逾8BP、6BP、7BP。（王朱莹）

月内宽松无虞

站在当下，机构对8月流动性的前景普遍乐观。

中信证券固定收益首席陈明指出，月内来看，各项因素没有收紧流动性的能力。其一，公开市场自然到期资金规模低，MLF和国库现金定存续作有刚性，基本可以认为，8月份公开市场资金自然到期对流动性的影响微小。其二，8月税收规模季节性下降、并非集中缴税大月，对流动性影响较小。税收收入低、支出力度小、财政支出料将有利于银行体系流动性，但财政支出力度较小，对流动性的补充效果有限。明明认为，对于8月份流动性环境影响最大的在于8月同业存单到期规模大幅增长。

对8月流动性的担忧主要集中在地方债供给压力上。东吴证券指出，8月作为地方债置换的最后窗口，同时新增专项债券剩余额度较大，发行节奏有望进一步加快。但地方债供给压力上升并不一定代表资金面压力大，发行地方债获得的资金在投入实体的过程中，会通过财政存款的形式重回银行间市场。

“在当前贸易形势，内部去杠杆、信用收缩的背景下，为了避免杠杆去化力度过大、节奏过快引发系统性金融风险，政策从‘紧信用’转为‘稳信用’。稳健偏宽松是当前货币政策的基调，预计8月公开市场操作仍会在‘削峰填谷’的基础上支撑流动性。”东吴证券表示。

国债招标需求平稳

财政部1日上午发行的两期国债中标利率均低于中债估值，认购倍数超过2，整体需求尚可。市场人士指出，短期市场风险偏好利好债券市场，但长端利率在前期持续下行后面临阻力，目前机构相对更看好短端利率表现，预计债市分化格局将延续一段时间。

财政部昨日续发行2018年第十四期附息国债，2018年第十三期附息国债，期限分别为3年、7年，发行规模均为410亿元。据交易员透露，此次财政部

3年期国债中标收益率3.0350%，全场倍数2.02；7年期国债中标收益率3.4543%，全场倍数2.25。

这两期国债中标收益率均低于二级市场估值水平。据中债国债到期收益率数据，7月31日，3年和7年期中债国债到期收益率分别为3.0578%、3.4801%。从认购情况来看，两期国债全场倍数相对不高，显示机构需求一般，这与目前长端利率下行受阻、此次国债发行规模较大有关。（王朱莹）

评级追踪

兰州银行 评级上调至AAA

中诚信国际信用评级有限责任公司(简称“中诚信”)日前公告称,决定将兰州银行股份有限公司(简称“兰州银行”)主体评级由AA+上调至AAA,评级展望维持稳定;将“16兰州银行二”的信用等级由AA上调至AA+,将“17兰州银行绿色金融01”的信用等级由AA+上调至AAA。

中诚信表示,上述评级是基于对宏观经济和行业环境、兰州银行自身的财务实力以及相关债券条款的综合评估之上确定的,肯定了兰州在当地较高的市场份额、明确可行的市场定位、灵活快速的决策机制、良好的口碑、持续提升的盈利水平、较为稳定的存款结构、较低的流动性

管控压力以及跨区域发展和上市工作的稳步推进。

寿光农商行 评级下调至A+

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪”)日前公告称,决定将山东寿光农村商业银行股份有限公司(简称“寿光农商行”)的主体评级由AA-下调至A+,评级展望为稳定;将“15寿光农商二”的信用等级由A+下调至A。

新世纪表示,上述评级反映了2017年以来寿光农商行在当地政府支持、区域市场竞争力及资金来源稳定性等方面所继续保持的优势,同时也反映了该行在区域和客户集中度、拨备计提、盈利能力、资产质量及风险管理等方面面临的压力与风险增大。（张勤峰）