

## 7月资金面观察：降息“组合拳”落地，8月政府债供给或迎高峰

作者：刁倩

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：杜少军

审核：梁颖

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

客服热线：400-6123115



2024年7月份，央行在公开市场新增临时正逆回购，并加场MLF操作，满足金融机构中长期及月末流动性需求。综合来看，7月央行通过逆回购巨额净投放平滑了税收高峰期对流动性的短期冲击，也提升了逆回购工具在流动性管理中的地位，显示出央行确保市场稳定的决心。

7月资金利率受央行7天回购利率、LPR报价、MLF利率接连下调影响，资金利率中枢下移，跨月末利率有所走高。7月跨月资金面虽然趋于稳定，但实际上的宽松水平不如年初，加上月末的MLF临时增量投放，一定程度显示了多重因素下，机构隐含的流动性压力。

展望8月资金面，从资金供需方面看，政府债供给或迎来高峰且叠加MLF到期量大，8月资金面有一定缺口，下半年仍有降准可能性。货币政策方面，央行将始终保持货币政策稳健性，充实货币政策工具箱。

## 目录

一、7月资金面走势：新增隔夜正逆回购，加场 MLF 操作护航月末资金面....	3
二、资金利率走势：降息“组合拳”落地，资金利率中枢下移.....	4
三、8月资金面展望：政府债供给或迎来高峰期，下半年仍有降准可能性.....	6

## 图表目录

图表 1：近期公开市场操作情况.....	3
图表 2：近期资金利率走势.....	5
图表 3：DR007 月度均值与公开市场 7 天操作利率.....	5

## 7月资金面观察：降息“组合拳”落地，8月政府债供给或迎高峰

2024年7月份，央行在公开市场新增临时正逆回购，并加场MLF操作，满足金融机构中长期及月末流动性需求。综合来看，7月央行通过逆回购巨额净投放平滑了税收高峰期对流动性的短期冲击，也提升了逆回购工具在流动性管理中的地位，显示出央行确保市场稳定的决心。

7月资金利率受央行7天回购利率、LPR报价、MLF利率接连下调影响，资金利率中枢下移，跨月末利率有所走高。7月跨月资金面虽然趋于稳定，但实际上的宽松水平不如年初，加上月末的MLF临时增量投放，一定程度显示了多重因素下，机构隐含的流动性压力。

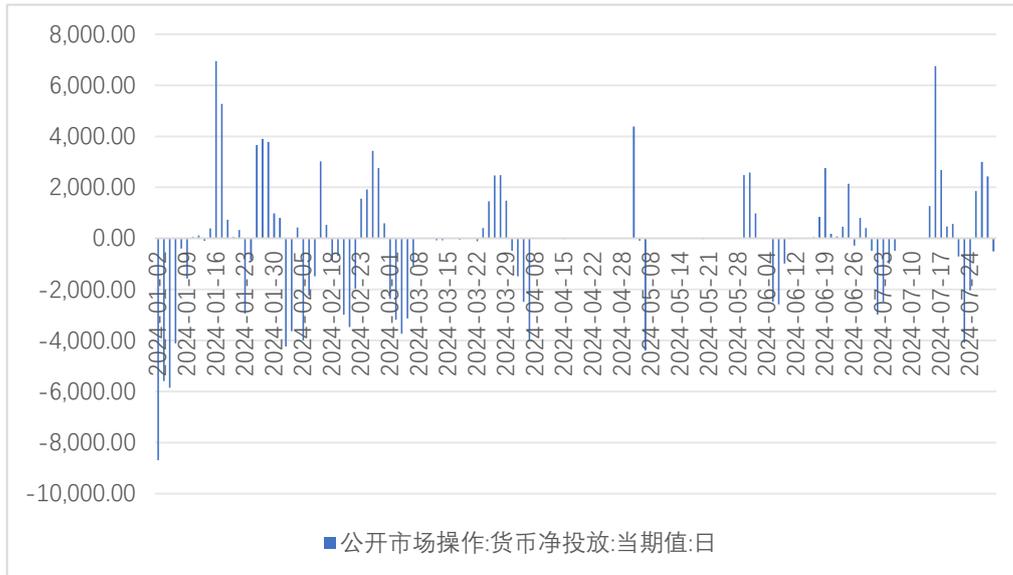
展望8月资金面，从资金供需方面看，政府债供给或迎来高峰且叠加MLF到期量大，8月资金面有一定缺口，下半年仍有降准可能性。货币政策方面，央行将始终保持货币政策稳健性，充实货币政策工具箱。

### 一、7月资金面走势：新增隔夜正逆回购，加场MLF操作护航月末资金面

2024年7月份，央行在公开市场新增临时正逆回购，并加场MLF操作，满足金融机构中长期及月末流动性需求。跨过半年末关口，央行公开市场操作迅速回归“地量”：在6月最后一周净投放3520亿元之后，7月首周净回笼7400亿元。7月8日，央行发布公告表示，从即日起将视情况开展临时正回购或临时逆回购操作，时间为工作日16:00-16:20，期限为隔夜，利率分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。分析人士表示，此举有助于丰富货币政策工具箱，更及时、精准、快速地调节市场流动性。随后，7月17日，央行开展1000亿元一年期MLF操作，因15日到期量有1000亿元，继续延续“缩量平价”操作；但当日央行实施了6760亿元逆回购操作，创下自1月17日以来单日操作规模之最。业内人士表示，巨额净投放不仅平滑了税收高峰期对流动性的短期冲击，也提升了逆回购工具在流动性管理中的地位，显示出央行确保市场稳定的决心。

7月25日，市场再迎超预期操作，央行新增一次MLF操作，这是月内开展的第二次MLF操作，操作量为2000亿元，从量上满足了金融机构的中长期资金需求，有助于稳定月末流动性。有关专家还表示，若未来MLF均延后至每个月的25日操作，由于存量MLF仍在月中15日前后到期，加之月中还有税期等其他影响因素，金融机构将面临流动性管理的新考验。

图表 1：近期公开市场操作情况



来源：新华财经

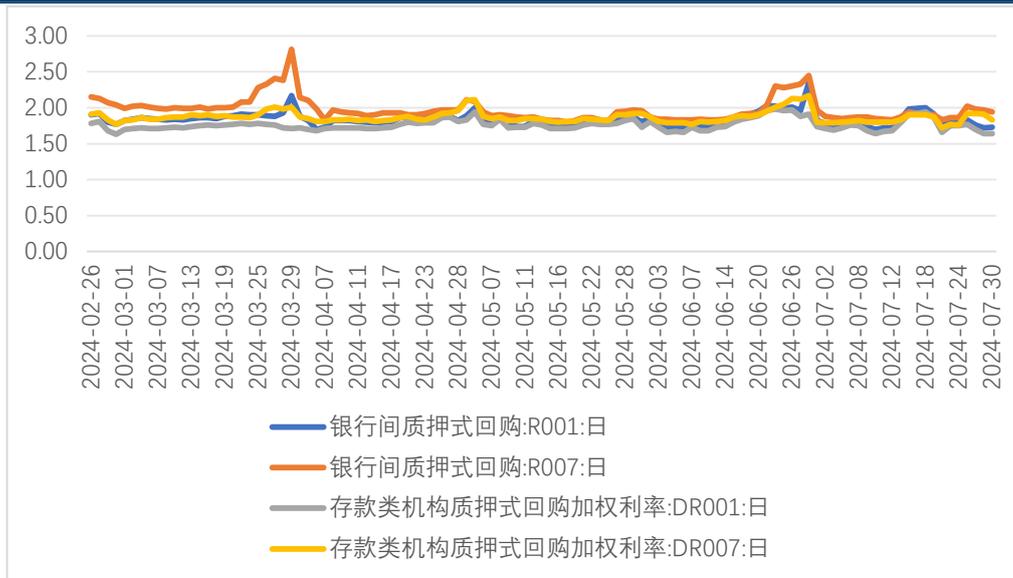
7月份，资金面受税期、跨月流动性需求等影响较大。一是7月是缴税大月，冲击银行流动性。华西证券指出，7月历来是“税收大月”，也是“缴税大月”。回顾近年税收收入走势，跨季度首月均为全年税收高峰，背后是部分税种按季缴纳带来的税收收入“大小月”之别。诸多税种集中在今年7月1日至15日期间申报，要求纳税主体按时纳税之余，也对银行的备付提出更高要求。7月下旬集中缴税期间，银行必须准备足额备付金应对纳税主体不时之需，直接导致银行资金融出减少，进而冲击到银行体系流动性。二是地方债发行节奏慢于预期，对流动性占用较少。根据国海证券研究，截至7月末，年内累计发行新增一般债、新增地方债均不足地方披露一、二季度发行计划的七成，年内地方债发行节奏相对滞后。三是有效信贷需求仍偏弱，减少银行资金消耗。国海证券分析指出，信贷投放带来派生存款增长，将会促进超额准备金转化为法定准备金。从票据利率上来看，2024年7月末“半年国股银票转贴现-7天逆回购”利差走势弱于2019年至2023年同期，近期信贷投放同比增速可能表现一般。此外，7月25日国有大行下调存款挂牌利率后，近期银行存款流向理财等表外产品速度或有所加快，可能对大行流动性有所影响，融出资金意愿将降低。

## 二、资金利率走势：降息“组合拳”落地，资金利率中枢下移

7月资金利率受央行7天回购利率、LPR报价、MLF利率接连下调影响，资金利率中枢下移，跨月末利率有所走高。在跨过半年末后，资金面持续宽松，银行间隔夜回购利率走低。7月10日，银行间隔夜回购利率创逾四个月盘中低点，DR001开盘最低触及1.6%关口。7月22日，央行发布公告，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.80%调整为1.70%。分析人士表示，这是自2023年8月以来，7天期逆回购操作利率首度调整，彰显出货币政策呵护经济回升的决心。政策利率下调，将通过金融市场逐步传导至实体经济，促进降低综合融资成本，巩固经济回升向好态势。当日，1年期、5年期LPR利率均下行10个基点。同时，央行决定适当减免中期借贷便利（MLF）操作的质押品。受此

影响，当日资金面大幅转松。截至7月30日收盘，从回购利率表现看，DR007加权平均利率下降至1.8336%，高于政策利率水平。分析师表示，7月跨月资金面虽然趋于稳定，但实际上的宽松水平不如年初。加上月末的MLF临时增量投放，一定程度上显示了目前降息落地、政策利率框架改革、汇率波动、政府债发行加速等多重因素下，机构隐含的流动性压力。

图表 2：近期资金利率走势

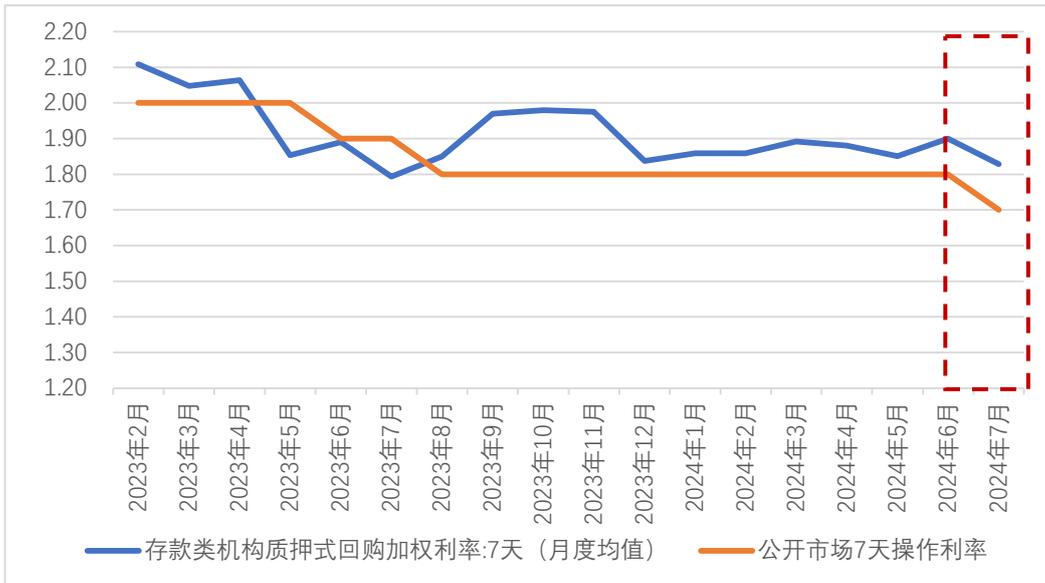


来源：新华财经

7月22日，公开市场7天期逆回购操作利率由此前的1.80%调整为1.70%，1年期、5年期LPR均下调10bp；7月25日，央行加场开展2000亿MLF，中标利率2.3%，调降20bp。7月15日，央行开展MLF操作利率不变，而7月25日加场MLF中标利率为2.3%，较前次下降20个基点。央行主管的《金融时报》刊文称，本次MLF操作安排在LPR报价后，体现了淡化MLF利率政策色彩的意图。7月，在15日MLF利率没动的情况下，22日的贷款市场报价利率（LPR）跟随7天期逆回购利率等幅下行，表明LPR转向更多参考短期政策利率；而此次MLF操作安排在LPR报价后，则进一步淡化了MLF的政策利率色彩，表明MLF中标利率变动不具有政策信号含义。

值得注意的是，7月8日，央行新增临时正回购或逆回购操作工具，其利率区间分别为7天期逆回购操作利率减点20bp和加点50bp。东方金诚首席宏观分析师王青指出，利率走廊收窄会降低短期市场利率波动性，有助于稳定市场预期，向市场清晰传达央行货币政策信号，也会为短期利率向长期利率传导提供更为有利的条件。

图表 3：DR007 月度均值与公开市场 7 天操作利率



来源：新华财经整理

从月度利率水平看，2024年7月月度利率跟随政策利率调整同步下行。DR007的7月月度利率报1.83%，较6月月度利率1.9%下行7个基点。7月份政策利率7天逆回购利率下调10个基点，中枢利率也同步下行7个基点，考虑到月中缴税、地方债发行等影响因素，流动性略有收紧，利率下行节奏符合预期。

### 三、8月资金面展望：政府债供给或迎来高峰期，下半年仍有降准可能性

从资金供需方面看，8月资金面有一定缺口，下半年仍有降准可能性。影响因素主要是三方面：一是政府供给债或在8月迎来高峰。根据国海固收的测算，地方债方面8、9月份新增地方债发行规模相对较多，已披露省区市计划发行分别为8736亿元、6494亿元。国债净融资规模并不明显高于历史同期，8月份国债净融资或达到3769亿元。综合计算，政府债务供给规模或达到13927亿元，环比7月份上行6417亿元。二是未来几个月MLF到期量也较大。8月份至12月份MLF到期规模分别为4910亿元、5910亿元、7890亿元、14500亿元及14500亿元。当前正处于货币政策转型期间，资金面压力不容忽视。业内人士表示，下半年仍有降准的可能性。平安证券首席经济学家钟正生表示，因MLF到期规模将逐步放量，且政府债融资规模将会提升，基于弥补基础货币缺口、稳定货币供应规模、改善商业银行流动性指标的需要，央行有必要全面降准25个基点至50个基点，释放5000亿元至10000亿元资金。三是财政常规支出，可以作为流动性补充。8月份通常为财政净支出月份。根据国海证券测算，2019年至2023年8月同期，公共财政平均净支出5157亿元，可以采用上述历史平均数据估算2024年8月财政净支出强度，同时该笔财政支出下拨，或将形成同等规模的流动性补充。

货币政策方面，始终保持货币政策稳健性，充实货币政策工具箱。7月19日，中国人民银行党委书记、行长潘功胜主持召开党委会议。会议强调，始终保持货币政策稳健性，充实货币政策工具

箱，完善货币政策传导机制，提高资金使用效率，为经济持续回升向好和高质量发展营造良好的货币金融环境。健全货币政策沟通机制，有效稳定和引导市场预期。

7月除了政策利率框架调整外，国债买卖也纳入货币政策工具箱。7月1日，央行决定于近期面向部分公开市场业务一级交易商开展国债借入操作。国债借入操作类似于权益市场的“融券”，此次启动意味着央行的工具箱构成进一步多元化，分析人士表示，此举或是为了便于下一阶段开展国债买卖操作。先开展借入操作，借入长期/超长期国债，再开展国债卖出操作，会给政策调控长期利率提供更多“子弹”与“空间”。

## 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。