东兴证券 DONGXING SECURITIES

资金利率维持低波动

——2021年7月货币市场流动性前瞻

2021 年 07 月 06 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨芮宁 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

主要观点：

半年收官，6 月资金面有惊无险；临近半年末，一方面债券供给压力加大，地方政府债发行速度加快，6 月地方政府债净融资额 3000 多亿，另一方面，临近半年末，银行 MPA 考核压力较大，资金融出意愿较低，下半月 shibor 利率迅速抬升，各期限同业存单发行利率均上行，从往年同期看，大部分年份 6 月同业存单净发行规模较上期有所降低。基于以上因素，6 月资金利率中枢较前三个月明显提升，以隔夜回购利率为例，6 月日均银行间隔夜回购利率较 5 月同值提升了 10BP，6 月交易所隔夜利率日均值上升 20BP，下旬以来跨月资金明显紧张，信用分层加剧，7 天期以上存款类和银行间利率利差走阔；临近月末，央行打破持续 4 月的百亿资金投放操作，连续多日实施 300 亿净投放，资金投放规模不大，信号意义明显，受此影响短期限资金利率压力明显缓解。但从 7 月前两日央行操作及二季度例会判断来看，货币政策立场没有明显变化，公开市场操作放量更多源于呵护半年末资金压力。

从影响资金利率的各大因素出发，我们认为在当前的基本面环境下，央行有动力延续稳健的货币政策立场、定量稳定的公开市场操作，在此前提下，尽管人民币汇率相对贬值可能使得外汇占款承压，流动性回收，政府存款也存在季节性回升的可能性，但以上因素对资金利率的影响相对有限，一定程度上**各期限资金利率中枢或抬升，但幅度有限，资金利率依然维持低波动。**

风险提示：海外通胀及经济复苏超预期导致美联储加快宽松政策退出。

1. 6 月资金利率中枢上升

半年收官，6 月资金面有惊无险：临近半年末，一方面债券供给压力加大，地方政府债发行速度加快，6 月地方政府债净融资额为 3000 多亿，另一方面，临近半年末，银行 MPA 考核压力较大，资金融出意愿较低，下半月 shibor 利率迅速抬升，各期限同业存单发行利率均上行，从往年同期看，大部分年份 6 月同业存单净发行规模较上期有所降低。基于以上因素，6 月资金利率中枢较前三个月明显提升，以隔夜回购利率为例，6 月日均银行间隔夜回购利率较 5 月同值提升了 10BP，6 月交易所隔夜利率日均值上升 20BP，下旬以来跨月资金明显紧张，信用分层加剧，7 天期以上存款类和银行间利率利差走阔；临近月末，央行打破持续 4 月的百亿资金投放操作，连续多日实施 300 亿净投放，资金投放规模不大，信号意义明显，受此影响短期限资金利率压力明显缓解。但从 7 月前两日央行操作及二季度例会判断来看，货币政策立场没有明显变化，公开市场操作放量更多源于呵护半年末资金压力。

2. 货币政策立场不变

二季度货币政策例会上，央行对未来经济及形势的判断与上期有细微的不同，首先经济运行由“发展动力增强，积极因素增多”向“稳中加固、稳中向好”转变，外部环境判断上例会增加了“防范外部冲击”，这和央行一季度货币政策执行报告对美联储政策转向的判断保持了一致，总体而言，二季度例会报告的判断基本与当前国内实体经济景气度拐点已过、外部流动性面临转向的大环境保持一致，但无论是工业领域短暂的输入性通胀压力，还是增速减弱的生产和需求，均不足够改变当前货币政策的立场，实体经济恢复仍不平衡，餐饮、旅游等受疫情严重影响的行业仍未恢复至疫情前水平，经济增速仍在向潜在经济增长回归。因此，我们认为货币政策当前的中间目标仍然是维持流动性的合理充裕，宏观上保持货币供给量、社融增速与名义经济增速相匹配，7 月后央行再次回归每日百亿公开市场操作，稳定市场预期，维护货币市场利率的稳定。

随着美国通胀高企和就业持续恢复，美联储削减 QE 预期越来越强，美联储大概率在 8、9 月份释放“Taper”信号，和 2013 年美联储上一轮缩减 QE 不同，本轮经济恢复受疫情影响，各国复苏节奏较为一致，以中美为例，当前两国疫后经济复苏差距逐渐缩小，虽然国内经济基本面景气度迎来拐点，但增长动力依然不弱，20 年下半年以来国内货币政策向常态化转变，因此预计外部货币政策转变对国内实体经济、资本市场的影响相对有限，综合来看国内货币政策仍将“以我为主”，定力更足。

3. 资金面扰动因素减少

月初财政部下发《专项债项目资金绩效管理办法》，旨在通过事前评估、事后监督等办法提高债券资金的使用效率，这或许意味着未来专项债额度分配和发行节奏、规模对优质储备项目变化越来越敏感，今年以来，受稳增长压力缓解、专项债额度下达滞后、储备项目较少等多因素影响，专项债、国债发行进度均较低，这使得短期内货币市场对债券供给压力担忧较大，下半年新增一般债 4000 亿，新增专项债接近 2.6 万亿，新增国债也超 2 万亿，总体债券供给压力较大，但 2021 年预算性支出具备刚性，下半年政府债供给压力较大，关注债券发行在月度间平滑及央行是否展开对冲操作。

而从影响银行间超额储备金的其他因素来看，扰动因素的影响正在减少：

外汇储备：中美经济恢复差距逐渐缩窄，美联储缩减 QE 渐行渐近，在此背景下，6 月以来人民币兑美元汇率持续回升，贬值压力渐显，外汇占款存在降低压力，从而带动流动性收紧，但此次人民币升值和出口高景

气过程中，居民结售汇意愿相对较弱，导致升值并未带来外汇占款的大额增加，因此在贬值周期中，外汇占款下降的压力也不会太大，从而对流动性扰动有限。

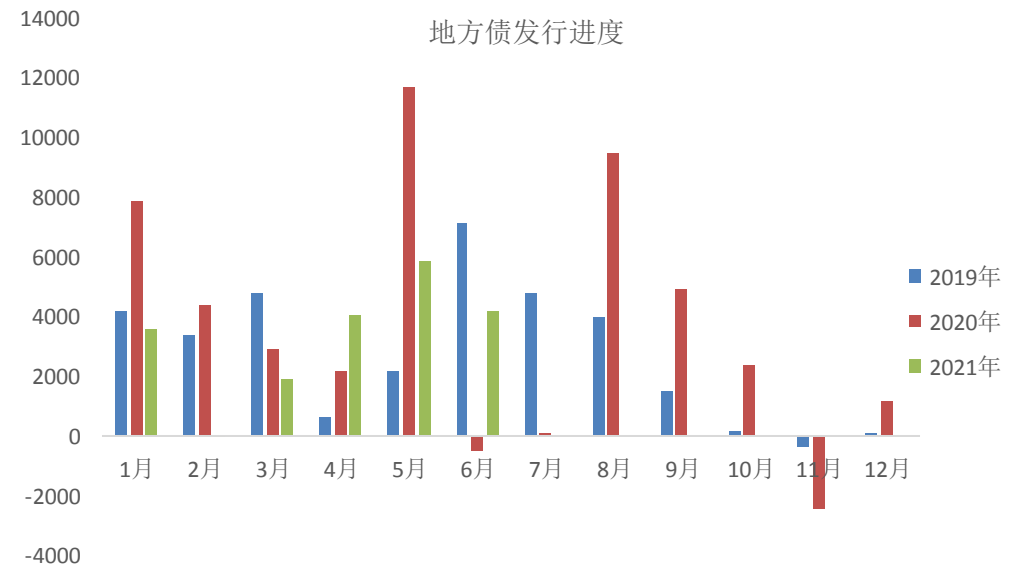
政府存款：7 月为财政支出淡季，从历史数据看，往年 7 月政府存款新增量在 3 千亿至 1 万亿元不等，政府存款回流央行账户，使得流动性承压，但从今年资金利率走势来看，超储率保持相对稳定，政府存款对资金利率扰动有限。

现金：年中现金波动较低，往年 7 月 M0 增量在百亿左右，对资金利率影响可忽略不计。

存款准备金：当前货币金融条件稳定，存款增速基本触底，新增存款波动降低，法定准备金缴纳对货币市场流动性的扰动也在降低。存款利率加点改革落地，

综合来看 7 月政府债券发行和外汇占款变动、政府存款可能会对资金利率形成一定的压力，但总体影响有限，央行回归定量稳定的公开市场操作，资金利率中枢或抬升，但幅度有限，资金利率依然维持低波动。

图1：政府债发行进度一览



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 7 月资金利率怎么走？

从影响资金利率的各大因素出发，我们认为在当前的基本面环境下，央行有动力延续稳健的货币政策立场、定量稳定的公开市场操作，在此前提下，尽管人民币汇率相对贬值可能使得外汇占款承压，流动性回收，政府存款也存在季节性回升的可能性，但以上因素对资金利率的影响相对有限，**一定程度上各期限资金利率中枢或抬升，但幅度有限，资金利率依然维持低波动。**

5. 风险提示

海外通胀及经济复苏超预期导致美联储加快宽松政策退出。

。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	东兴宏观：通胀风险可控，信用扩张继续回落——2021 年 4 月金融数据及一季度货政报告点评	2021-05-13
宏观专题报告	东兴宏观：日本的产业升级之路	2021-03-17
宏观普通报告	东兴宏观：资金面回归紧平衡——2021 年 2 月流动性前瞻	2021-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：外需保持强劲，内需出现起色。	2021-01-14
宏观普通报告	东兴宏观：信贷扩张继续放缓——2020 年 12 月金融数据点评	2021-01-13
宏观普通报告	东兴宏观：年初资金延续宽松——2021 年 1 月货币市场流动性前瞻	2021-01-08

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨芮宁

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526