2020 年 08 月 02 日

资金“结构性”紧张，会如何演化？

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

7 月中下旬以来，同业存单“量价齐升”，引发市场对流动性持续收紧的担忧。本文梳理流动性变化原因、潜在影响因素和政策思路，并展望中短期流动性环境。

● **同业存单“量价齐升”，主要缘于超储率过低，结构性存款压降等也加大压力**

近期，同业存单“量价齐升”，主要缘于银行超储率过低。7 月中下旬以来，同业存单发行快速上量，当月净融资达 6356 亿元、创 2017 年 3 月以来新高；同时，发行利率大幅上涨，截至 7 月底，3 个月同业存单发行利率较 7 月 10 日上涨 38BP 至 2.67%。同业存单的“量价齐升”，与银行超储率过低有关。6 月超储率只有 1.6%，7 月财政缴税、特别国债发行等，或导致 7 月超储率出现了进一步下降。

结构性存款压降、货币基金赎回等，加大同业存单供需平衡压力，进一步推升利率。监管要求压降结构性存款的背景下，6 月结构性存款规模较 5 月下降超过 1 万亿元、7 月或继续压降，使得银行通过发行同业存单来缓解负债压力。同时，货币基金、表外理财等同业存单主要持有人规模均不同程度收缩，加大需求压力。

● **未来一段时间，地方债等供给或加大资金压力，财政存款投放或可部分对冲**

地方债或再迎发行高峰，叠加国债供给、同业存单到期等，进一步加大三季度资金压力。截至 7 月底，地方债新券额度尚余 1.9 万亿元，国债还剩 2.2 万亿元净融资额度。结合财政部要求和历史经验来看，剩余地方债发行或集中在 8 月和 9 月，月均发行规模或可达 8000 亿元左右，加上国债发行，单月债券月均供给或超 1 万亿元。此外，同业存单到期、季末考核等因素，也可能对资金面产生干扰。

广义财政支出加快带动的财政存款投放，或可部分缓解资金压力。2020 年广义财政“赤字”高达 11.2 万亿元，对应全年支出增速 13.2%。上半年政府债券募资较快，而广义财政支出偏慢、增速只有 0.6%，部分资金“沉淀”；下半年广义财政支出增速或将大幅抬升，带动财政存款加快投放，或部分缓解银行资金压力。

● **流动性尚不具备持续收紧的宏微观基础，货币市场利率或在当前中枢附近波动**

流动性尚不具备持续收紧的宏微观基础。当前经济已进入逐步修复通道，但整体需求偏弱、就业等压力较大，微观层面企业尚处于报表修复阶段，仍需要流动性环境的配合。结合历史经验来看，降准必要性明显上升。然而资金空转、违规套利等，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”。

中短期来看，货币市场利率或在当前中枢附近波动。剔除降息因素，当前货币市场利率中枢已基本回到疫情前的水平，不同期限货币市场利率倒挂的现象也逐步消失。展望未来，7 天货币市场利率或继续在利率走廊下限附近波动；更长期限货币市场利率进一步上行的空间或非常有限，中枢中短期可能维持在当前水平。

● **风险提示：**金融风险累积导致政策出现重大调整；广义财政支出不及预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-政策方向不改，加快落地见效——评 7 月政治局会议》-2020.7.31

《宏观经济点评-“每周三问”系列（二）经济修复的节奏？》-2020.7.30

《宏观深度报告-“行业轮动”的宏观逻辑》-2020.7.28

目 录

1、 近期同业存单的“量价齐升”，主要缘于银行超储率过低.....3
2、 债券供给等加大资金压力，财政存款投放或可部分对冲.....4
3、 流动性尚无持续收紧基础，利率或在当前中枢附近波动.....6
4、 研究结论.....7
5、 风险提示.....7

图表目录

图 1: 7 月最后两周，同业存单融资规模明显放量.....3
图 2: 7 月中下旬，同业存单发行利率明显上涨.....3
图 3: 超储率与货币市场利率走势呈负相关.....3
图 4: 7 月地方债和特别国债发行超过 2019 年同期.....3
图 5: 结构性存款和货币基金规模有所压缩.....4
图 6: 货币基金主要持有同业存单.....4
图 7: 专项债和国债还剩余较大额度.....4
图 8: 三季度国债净供给通常较大.....4
图 9: 8 月和 9 月同业存单到期规模合计超 3 万亿元.....5
图 10: 8 月 MLF 到期规模仍不小.....5
图 11: 8 月和 9 月通常投放财政存款.....5
图 12: 经济未完全企稳前，货币不会全面转向.....6
图 13: 利率较高，可能对企业债券融资形成压制.....6
图 14: 2014 年以来，央行通过降准补充基础货币缺口.....6
图 15: 货币市场利率回归利率走廊下限附近波动.....7
图 16: 剔除降息因素，货币市场利率回到疫情前的水平.....7

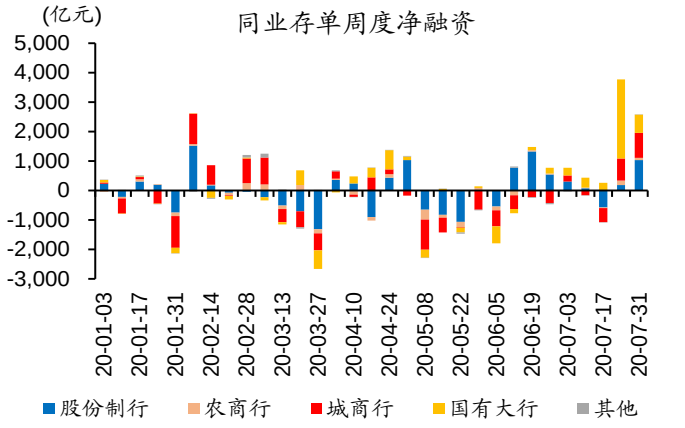
表 1: 2020 年下半年广义财政支出或加快.....5
表 2: 中央政治局会议强调货币政策的“精准导向”.....6

7 月中下旬以来，同业存单“量价齐升”，引发市场对流动性持续收紧的担忧。本文梳理流动性变化原因、潜在影响因素和政策思路，并展望中短期流动性环境。

1、 近期同业存单的“量价齐升”，主要缘于银行超储率过低

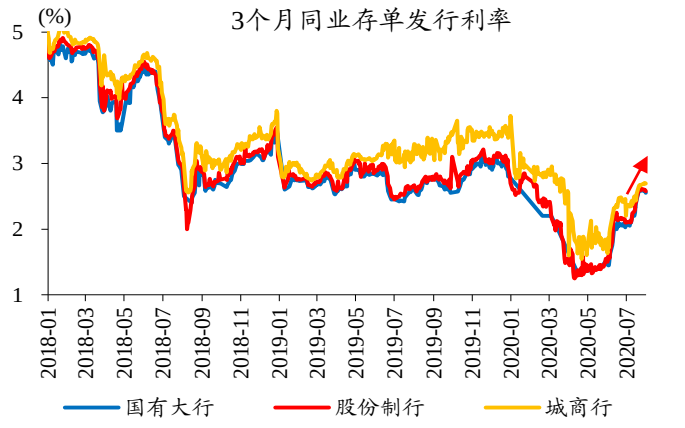
7 月中下旬以来，同业存单发行规模快速上升、利率大幅上涨。7 月最后两周，同业存单发行快速上量、周均净融资达 3177 亿元，带动当月净融资达 6356 亿元、创 2017 年 3 月以来新高。同时，发行利率大幅上涨，截至 7 月底，3 个月同业存单发行利率较 7 月 10 日上涨 38BP 至 2.67%。分银行类型来看，7 月国有大行和城商行同业存单净融资居前，发行利率上涨也较多。

图1：7 月最后两周，同业存单融资规模明显放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

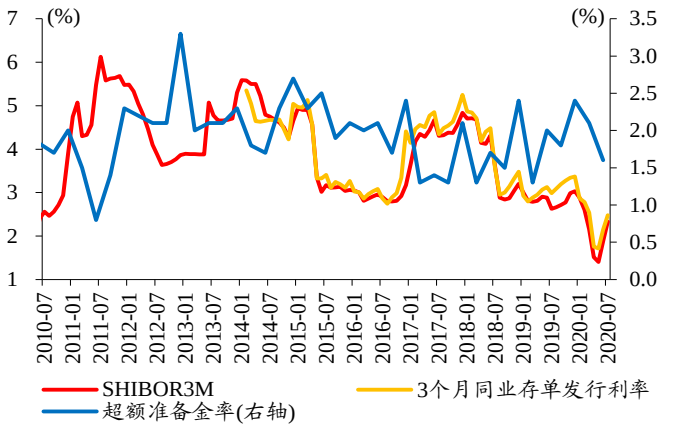
图2：7 月中下旬，同业存单发行利率明显上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

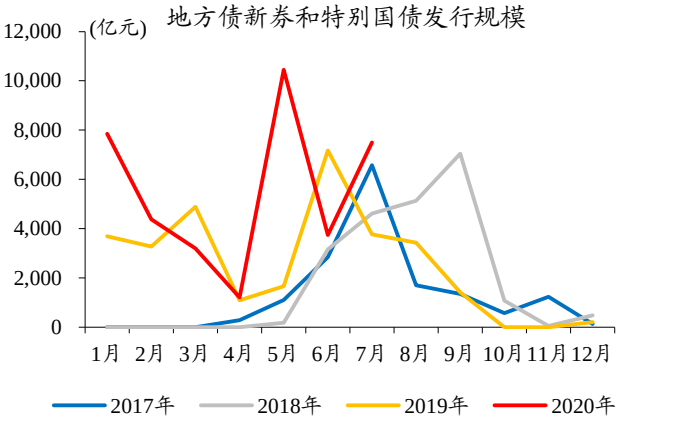
同业存单“量价齐升”，主要缘于银行超储率过低。6 月银行超储率只有 1.6%，为 2018 年以来同期新低；7 月一般是企业缴税较为集中的月份，加之特别国债集中发行、7 月规模达 7100 亿元，进一步加大银行资金压力，或导致 7 月超储率出现了进一步下降。而央行公开市场主要投放 7 天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口（详情参见《货币、信用环境的常见误读》）。

图3：超储率与货币市场利率走势呈负相关



数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

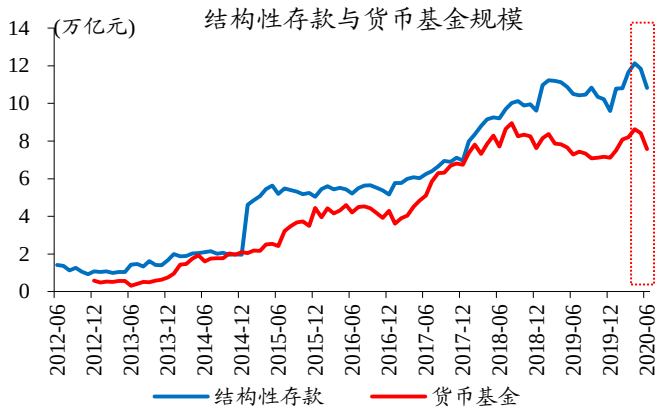
图4：7 月地方债和特别国债发行超过 2019 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

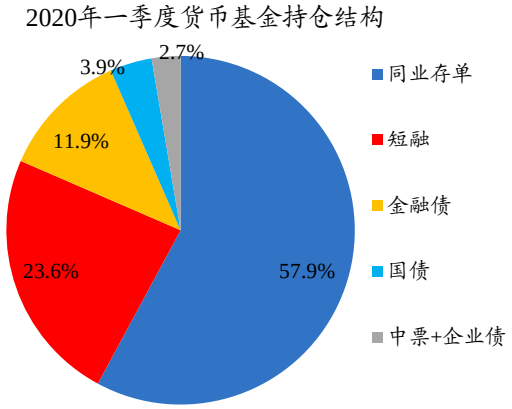
结构性存款压降、货币基金赎回等，加大同业存单供需平衡压力，进一步推升利率。监管要求压降结构性存款的背景下，6 月结构性存款规模较 5 月下降超过 1 万亿元，7 月压降规模可能也不低，使得银行有较强动力通过发行同业存单来缓解负债端压力，中短期限同业存单发行占比明显上升。同时，股市“财富效应”影响下，货币基金、表外理财等同业存单主要持有人规模均不同程度收缩，加大需求压力。

图5：结构性存款和货币基金规模有所压缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：货币基金主要持有同业存单

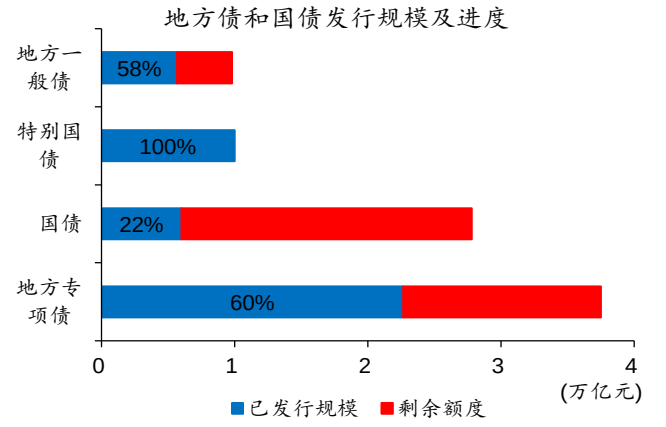


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 债券供给等加大资金压力，财政存款投放或可部分对冲

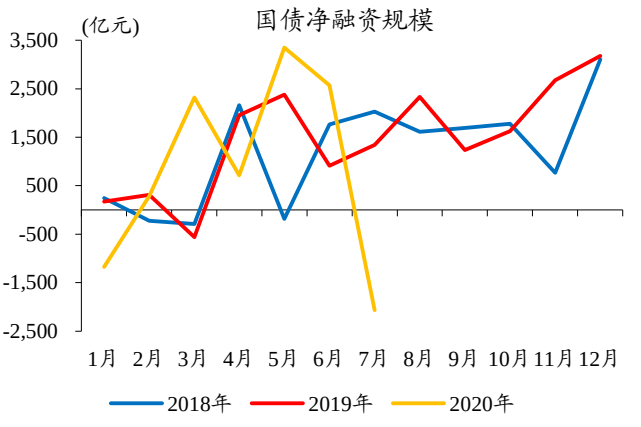
地方债或再度迎来发行高峰，叠加国债供给，进一步加大三季度资金压力。2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，地方债、国债和特别国债净融资预算规模合计达 8.51 万亿元。截至 7 月底，地方专项债和一般债还剩余 1.5 万亿元和 0.4 万亿元额度；特别国债已发行完毕，国债还剩余 2.2 万亿元净融资额度。结合财政部要求和历史经验来看，剩余地方债发行或集中在 8 月和 9 月，月均发行规模或可达 8000 亿元左右，加上国债发行，单月债券月均供给或超过 1 万亿元。

图7：专项债和国债还剩余较大额度



数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

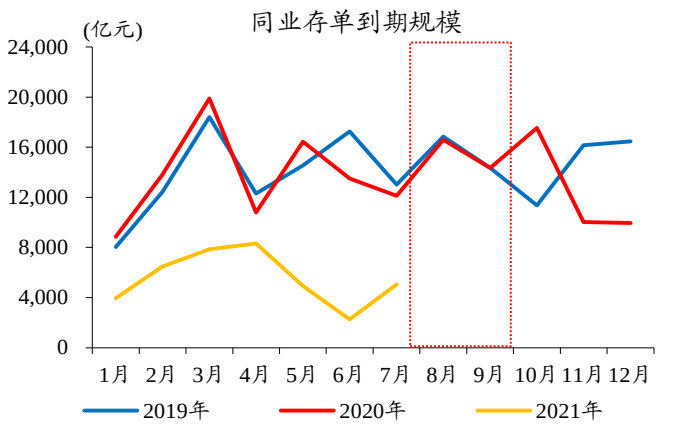
图8：三季度国债净供给通常较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

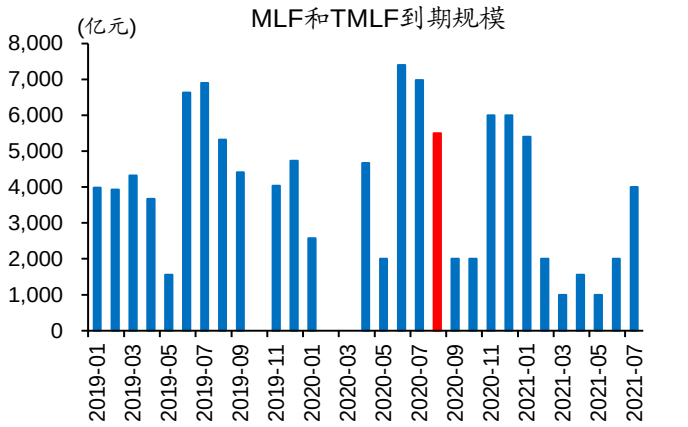
同业存单和 MLF 到期、季末考核等，也可能对资金面产生一定干扰。8 月和 9 月同业存单到期规模合计达 3.1 万亿元，与 2019 年同期相当，但银行超储率比当时低，还有结构性存款压降任务，使得银行资金回笼压力相对较大。此外，8 月 MLF 到期不低、达 5500 亿元，9 月还面临季末 MPA 考核等，也可能影响资金波动。

图9：8 月和 9 月同业存单到期规模合计超 3 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：8 月 MLF 到期规模仍不小



数据来源：Wind、开源证券研究所

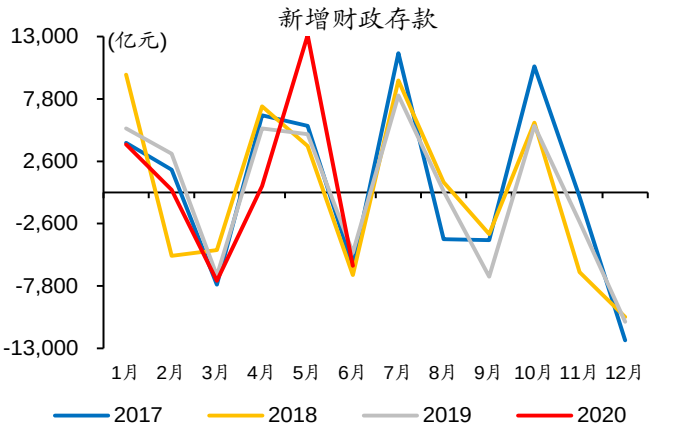
广义财政支出加快带动的财政存款投放，或可部分缓解资金压力。2020 年广义财政“赤字”高达 11.2 万亿元，对应全年支出增速 13.2%。上半年政府债券募资行为较快，而广义财政支出偏慢、增速只有 0.6%，部分资金“沉淀”；考虑政府债券资金支出进度、财政盘活比例等因素，中性情景下，全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，下半年支出增速或将大幅抬升，进而带动财政存款加快投放（详情参见《财政分析新框架》）。

表1：2020 年下半年广义财政支出或加快

全年广义财政支出增速		地方财政实际盘活资金占比				
		10%	30%	50%	70%	100%
专项债+特别国债支出进度	70%	4.6	5.8	7.1	8.3	10.1
	80%	6.0	7.3	**8.5**	9.7	11.6
	85%	6.8	8.0	9.2	10.5	12.3
	90%	7.5	8.7	9.9	11.2	13.0
	100%	8.9	10.2	11.4	12.6	14.5

数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

图11：8 月和 9 月通常投放财政存款

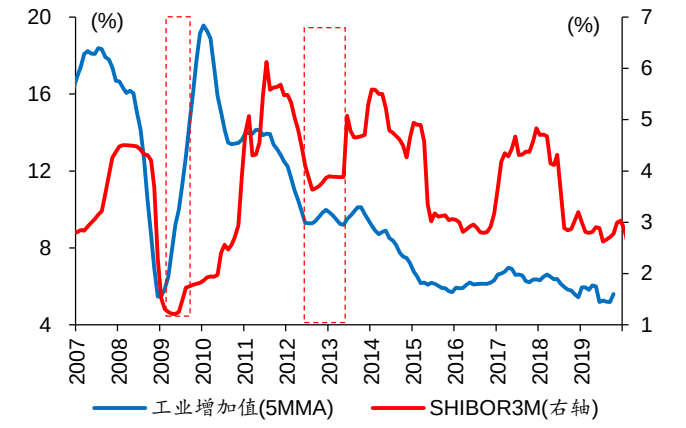


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 流动性尚无持续收紧基础，利率或在当前中枢附近波动

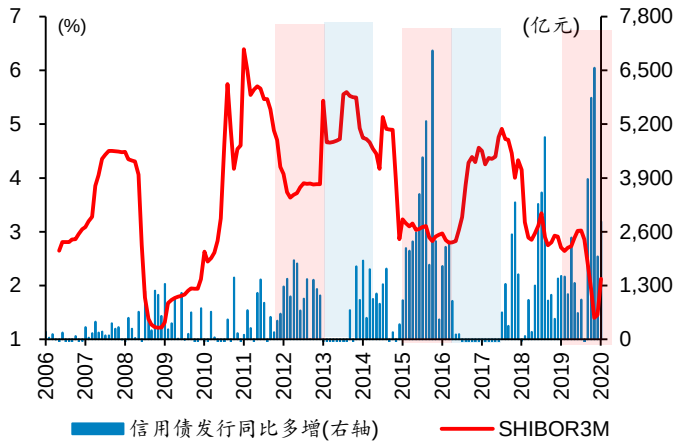
流动性环境尚不具备持续收紧的宏微观基础。随着国内疫情平复，经济生产经营行为逐步恢复，但需求整体偏弱、就业等压力较大。经验显示，在应对内部外冲击时，央行往往率先启动；随着冲击减弱、经济逐步修复，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，流动性持续收紧可能导致融资成本大幅上升，加大企业融资压力、不利于报表进一步修复。

图12：经济未完全企稳前，货币不会全面转向



数据来源：Wind、开源证券研究所

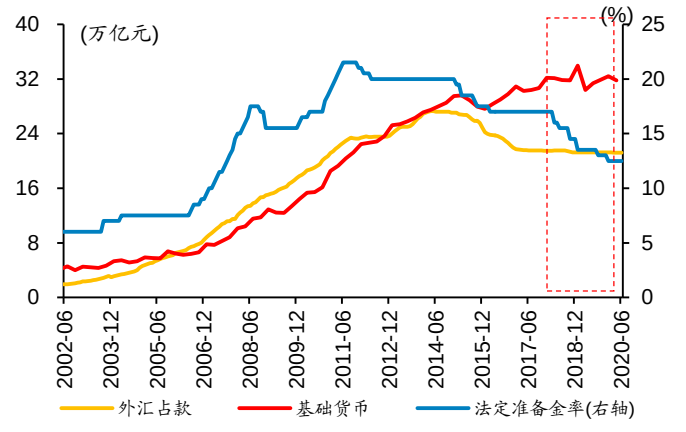
图13：利率较高，可能对企业债券融资形成压制



数据来源：Wind、开源证券研究所

降准补充银行流动性的必要性上升，或更加注重“精准导向”。考虑到后续地方债发行、结构性存款压降等因素，银行流动性或依然承压；结合历史经验来看，降准必要性明显上升。但资金空转、违规套利等行为，使得当局对防范化解风险的重视度提升，更加注重货币政策的“精准导向”。货币政策与财政政策等配合，推动综合融资成本明显下降，重点加大对制造业、中小微企业等融资支持。

图14：2014年以来，央行通过降准补充基础货币缺口



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：中央政治局会议强调货币政策的“精准导向”

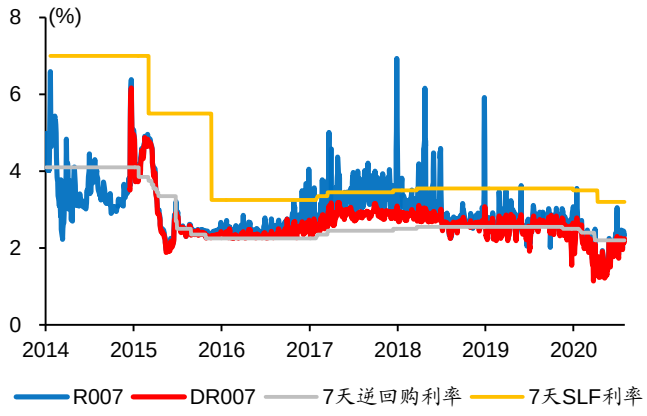
时间	事件	主要内容
4月3日	定向降准，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率	**定向下调存款准备金率1个百分点**，超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
5月12日	促进中小企业发展工作领导小组会	**总量政策要注重结构化取向**，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行充实资本金，**加大股权、债券市场对中小企业发展的支持**。
6月1日	《关于进一步对中小微企业贷款实施阶段性延期还本付息的通知》《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	**提高金融支持政策的精准性和直达性，创新两项新的货币信贷政策工具。**一项是中小微企业贷款阶段性延期还本付息政策，另外一个是普惠小微企业信用贷款的支持计划。
6月1日	关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见	不新不抽**基实中小微企业复工复产信贷支持政策**，安排好中小微企业贷款延期还本付息，**用好再贷款再贴现政策**，落实好开发性、政策性银行专项信贷额度，开展商业银行中小微企业金融服务能力提升工程，**大幅增加小微企业信用贷款、首贷、无还本续贷等**。
7月1日	下调再贷款再贴现利率	2020年7月1日起，下调再贷款、再贴现利率，支农再贷款利率**下调0.25个百分点**，再贴现利率下调0.25个百分点至2%。**下调金融稳定再贷款利率0.5个百分点**。
7月7日	金融支持稳企业保就业工作座谈会	要落实有扶有控**的差异化信贷政策**，重点支持制造业、战略性新兴产业等，提高制造业中长期贷款占比，要**落实好中小微企业贷款延期还本付息政策，对普惠小微贷款要应延尽延**，要加大小微企业信用贷款支持力度，切实做好稳企业保就业工作。
7月10日	2020年上半年金融统计数据新闻发布会文字实录	将继续做好“六稳”工作，落实“六保”任务，加大对稳企业、保就业的金融支持，预计M2和社会融资规模将保持平稳增长，**稳健的货币政策要更加灵活适度**，保持总量的适度，综合利用各种货币政策工具，保持流动性合理充裕，**推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降，为经济发展和稳企业保就业提供有利条件**。
7月13日	经济形势专家和企业家座谈会	坚持并全面落实积极的财政政策、**稳健的货币政策**和就业优先政策，对企业更大规模减税降费让利，紧紧围绕“**六稳**”“**六保**”，全面落实助企纾困和激发市场活力规模性政策，更大力度推进改革开放，稳住经济基本盘，保住基本民生，有效防范风险，努力完成全年经济社会发展目标任务。
7月22日	企业家座谈会	落实好纾困惠企政策，要实施好更加积极有为的财政政策，**更加稳健灵活的货币政策**，增强宏观政策的针对性和时效性。要积极帮助个体工商户**解决租金、税费、社保、融资等方面难题**，提供更直接更有效的政策帮扶。
7月30日	中央政治局会议	**货币政策要更加灵活适度、精准导向，要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降，**要确保新增融资**重点流向制造业、中小微企业**，宏观经济政策要加强协调配合，促进财政、货币政策同就业、产业、区域等政策形成集成效应。

资料来源：中国人民银行、新华社、开源证券研究所

中短期来看，货币市场利率或在当前中枢附近波动。剔除降息因素，当前货币市场利率中枢已基本回到疫情前的水平，不同期限货币市场利率倒挂的现象也逐步

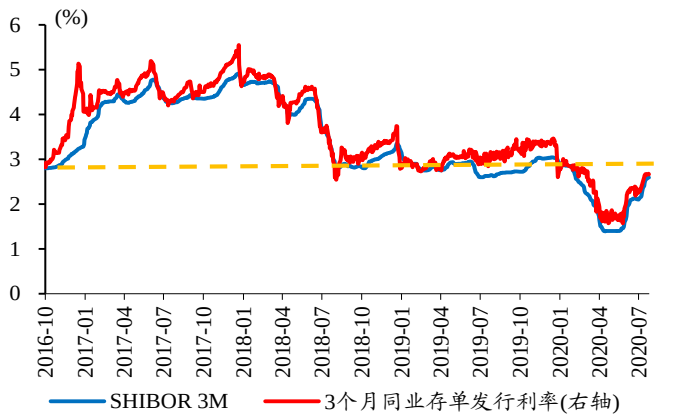
消失。展望未来，资金面偏紧时，央行或适时加大公开市场操作、平抑资金波动，7天货币市场利率或继续在利率走廊下限附近变化；更长期限货币市场利率进一步上行空间或非常有限，中枢中短期可能维持在当前水平。

图15：货币市场利率回归利率走廊下限附近波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：剔除降息因素，货币市场利率回到疫情前的水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）近期，同业存单“量价齐升”，主要缘于银行超储率过低；结构性存款压降、货币基金赎回等，加大同业存单供需平衡压力，进一步推升利率。

（2）地方债或再迎发行高峰，叠加国债供给、同业存单到期等，进一步加大三季度资金压力。广义财政支出加快带动的财政存款投放，或可部分缓解资金压力。

（3）流动性尚不具备持续收紧的宏微观基础，降准补充银行流动性的必要性上升，或更加注重“精准导向”。中短期来看，货币市场利率或在当前中枢附近波动。

5、 风险提示

金融风险累积导致政策出现重大调整；广义财政支出不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn