



平稳的资金面延续

——2021年6月货币市场流动性前瞻

2021年05月24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：

5月税期已过，从资金利率的波动来看，不论是税期到来还是债券供给压力加大，均没有对5月的资金面构成过大的压力，R007基本围绕政策利率波动，截止23号DR007基本未超过2.2%；各期限信用分层依然在舒适区间，且结构利差波动性继续降低，期限利差维持基本平稳；从5月资金面的影响因素来看，5月政府债供给压力明显加大，5月净融资几乎较前期增长一倍；流通中现金继续回流至银行系统，但额度相对有限，从往年同期来看约为1千亿左右；5月非财政支出旺季，从历史同期看，货币当局财政存款增加对流动性的影响大约在4千亿左右，最后叠加央行平稳有规律的公开市场操作下，不同因素对资金面的冲击几乎互相抵消，从而我们看到**5月资金供需及利率实现了基本平衡。**

当前阶段国内经济增长温和放缓，不论是外部政策变动，还是全面通胀，风险均相对可控，货币政策立场继续中性，央行延续地量和稳定的公开市场操作节奏不变，在此基调下，银行间市场参与者预期稳定，资金利率有较大概率维持前几个月的平稳，此外，除政府债券发行压力较大外，其他影响因素对资金利率的扰动相对有限，按照往年同期经验，6月政府债发行量一般偏大，可能会对资金利率形成一定干扰。**综合来看，6月银行间资金利率继续围绕政策利率窄幅波动，关注政府债发行对资金面的影响。**

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，国内上游涨价引发全面通胀。

1.5 月资金面延续风平浪静

5月税期已过，从资金利率的波动来看，不论是税期到来还是债券供给压力加大，均没有对5月的资金面构成过大的压力，R007基本围绕政策利率波动，截止23号DR007基本未超过2.2%；各期限信用分层依然在舒适区间，且结构利差波动性继续降低，期限利差维持基本平稳；从5月资金面的影响因素来看，5月政府债供给压力明显加大，5月净融资几乎较前期增长一倍；流通中现金继续回流至银行系统，但额度相对有限，从往年同期来看约为1千亿美元左右；5月非财政支出旺季，从历史同期看，货币当局财政存款增加对流动性的影响大约在4千亿美元左右，最后叠加央行平稳有规律的公开市场操作下，不同因素对资金面的冲击几乎互相抵消，因此我们看到5月资金供需及利率实现了基本平衡。

2. 关注政府债发行对资金利率冲击

6月资金维持低波动、基本平衡的概率较大。

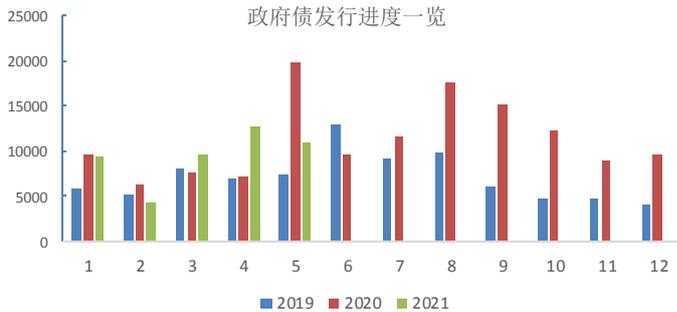
债券发行：5月最后一周，国债与地方政府债的总发行量为3400亿美元左右，净融资额2100亿美元左右，和前两周相比债券发行压力没有明显加大；以5月末为节点，2021年全年政府债券发行的进度仍偏慢，2020年、2019年5月底，国债和地方政府发行进度为40%左右，而21年5月末发行进度为35%，后续6、7、8月政府债券发行压力更大，如果接下来发行进度达到19年、20年同期水平，预计未来3个月每月政府债发行规模在1.4万亿-2万亿之间，6月净融资额或达到8千亿美元左右，可能对资金面形成一定的压力。

财政支出：6月季末为财政支出旺季，16年至今6月环比增加的财政支出额平均超万亿，虽然今年以来财政支出增速偏低，但受季节性影响财政支出绝对值环比增速较高，央行财政资金回流至银行系统，利好6月资金面平衡。

流通中现金：影响不大，6月春节现金回流银行的影响已经消退，近10年6月M0环比变化幅度几乎均小于千亿，M0变化对银行间流动性影响不大。

公开市场操作：春节后央行一直维持每日少量货币资金投向，从资金利率的波动来看，央行操作取得了一定的成效，1季度货币政策报告表述也由之前“灵活开展公开市场操作”调整为“有效开展公开市场操作”，稳定有规律的公开市场操作更有助于稳定市场参与各方预期，从而减少资金利率的波动性，在货币政策常态化的前提下平稳的资金投向效果更为显著，因此在国内出现明显的全面通胀和美国加息前，央行“地量式”公开市场操作的模式不会轻易改变，资金利率大概率也将维持低波动率。

图1：攀升的PPI与资金利率压力



资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 中性货币政策立场不变

1 季度货币政策报告中，央行在专栏分析了当前货币政策面临的两个风险，即外部货币政策调整和物价全面上涨的风险，央行认为当前风险相对可控，但仍需关注未来可能出现的边际变化；首先，外部经济体货币政策的变化，可能引起投资者预期改变，国内资金外流，并对国内资本市场和人民币汇率形成压力，从而导致货币政策被动调整，引发资金面变化；其次，如果大宗商品持续涨价，通胀预期不断强化，国内需求持续复苏，价格出现全面上涨，则需要总量层面的货币政策调整加以应对。

美联储货币政策立场的变化依赖于美国疫苗接种进度、就业的恢复和通胀的持续，4 月美国 CPI 超预期一部分源于供给恢复较慢等结构性因素，从 4 月议息会议纪要看其对货币政策立场影响有限，随着疫苗接种率提高，劳动力供给恢复，价格上涨幅度或有缓解，年内美联储货币政策收紧落地的可能性较低，而国内货币政策或坚持以我为主，外部政策调整预期的变化，并不会立即引起国内政策调整。

相对而言，全面通胀的风险更低，虽然 4 月 PPI 涨幅超 6%，但目前涨价的压力依然集中在制造业，部分 CPI 分项涨幅扩大，但涨幅绝对值依然偏低；近期大宗商品涨价也引起政策层关注，并持续引导市场预期，国内定价的黑色系价格有所调整，短期内 PPI 涨价预期有所缓解，同时下游居民需求恢复依然偏弱，居民收入增速还未恢复至疫情前水平，全面通胀的压力较小，风险相对可控。综合而言，未来 1 季度内两大风险均相对可控，中性货币政策立场不变，平稳的资金面延续。

4. 6 月资金面延续平稳

当前阶段国内经济增长温和放缓，不论是外部政策变动，还是全面通胀，风险均相对可控，货币政策立场继续中性，央行延续地量和稳定的公开市场操作节奏不变，在此基调下，银行间市场参与者预期稳定，资金利率有较大概率维持前几个月的平稳，此外，除政府债券发行压力较大外，其他影响因素对资金利率的扰动相对有限，按照往年同期经验，6 月政府债发行量一般偏大，可能会对资金利率形成一定干扰。综合来看，6 月银行间资金利率继续围绕政策利率窄幅波动，关注政府债发行对资金面的影响。

5. 风险提示

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币政策报告点评	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

杨城弟

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。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19726

