



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，均不足以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。

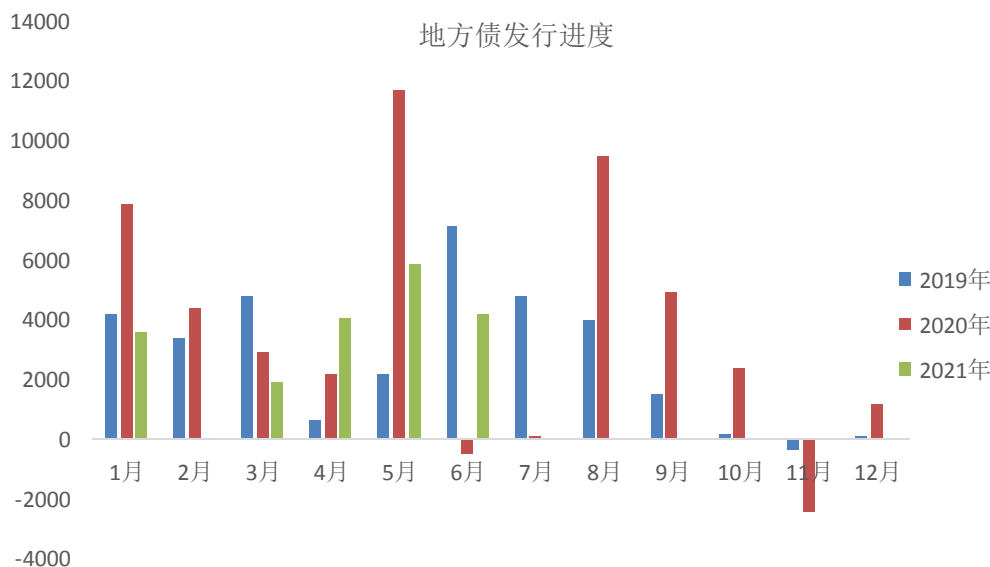
政府存款：7月为财政支出淡季，从历史数据看，往年7月政府存款新增量在3千亿至1万亿元不等，政府存款回流央行账户，使得流动性承压，但从今年资金利率走势来看，超储率保持相对稳定，政府存款对资金利率扰动有限。

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

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_20545

