

2020 年 08 月 02 日

资金“结构性”紧张，会如何演化？

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@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高度重视提升，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

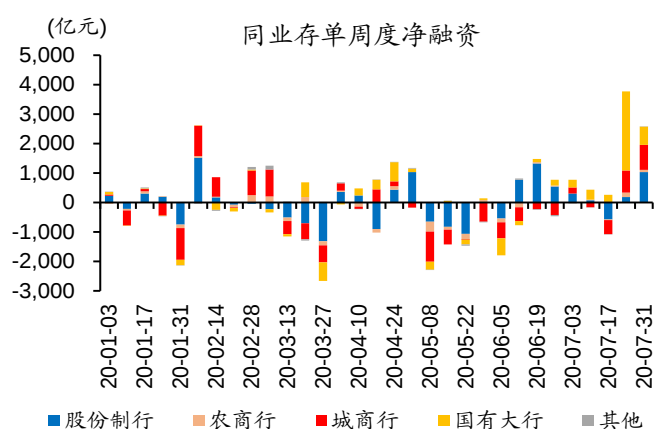
图 1: 7 月最后两周，同业存单融资规模明显放量	3
图 2: 7 月中下旬，同业存单发行利率明显上涨	3
图 3: 超储率与货币市场利率走势呈负相关	3
图 4: 7 月地方债和特别国债发行超过 2019 年同期	3
图 5: 结构性存款和货币基金规模有所压缩	4
图 6: 货币基金主要持有同业存单	4
图 7: 专项债和国债还剩余较大额度	4
图 8: 三季度国债净供给通常较大	4
图 9: 8 月和 9 月同业存单到期规模合计超 3 万亿元	5
图 10: 8 月 MLF 到期规模仍不小	5
图 11: 8 月和 9 月通常投放财政存款	5
图 12: 经济未完全企稳前，货币不会全面转向	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

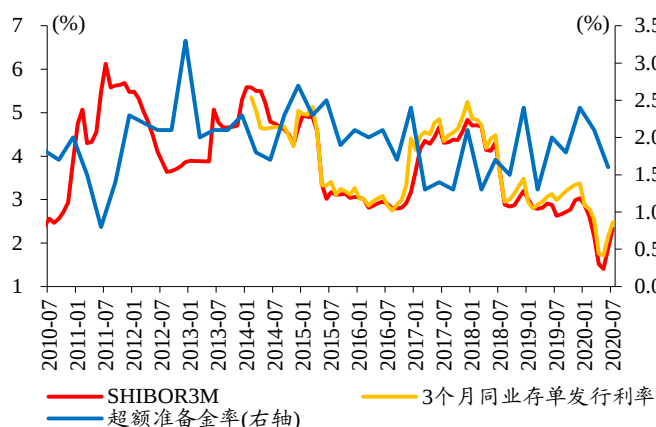
图2：7月中下旬，同业存单发行利率明显上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

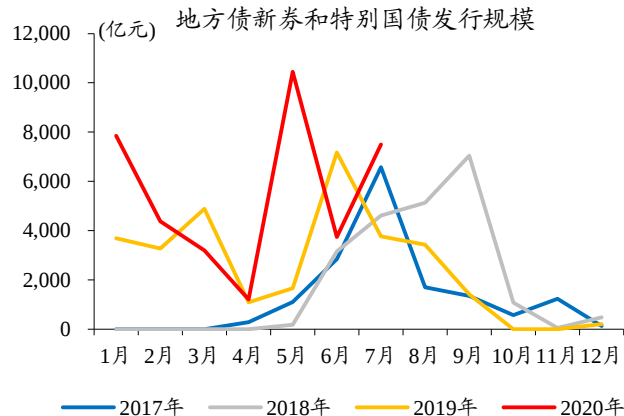
同业存单“量价齐升”，主要缘于银行超储率过低。6月银行超储率只有1.6%，为2018年以来同期新低；7月一般是企业缴税较为集中的月份，加之特别国债集中发行、7月规模达7100亿元，进一步加大银行资金压力，或导致7月超储率出现了进一步下降。而央行公开市场主要投放7天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口（详情参见《货币、信用环境的常见误读》）。

图3：超储率与货币市场利率走势呈负相关



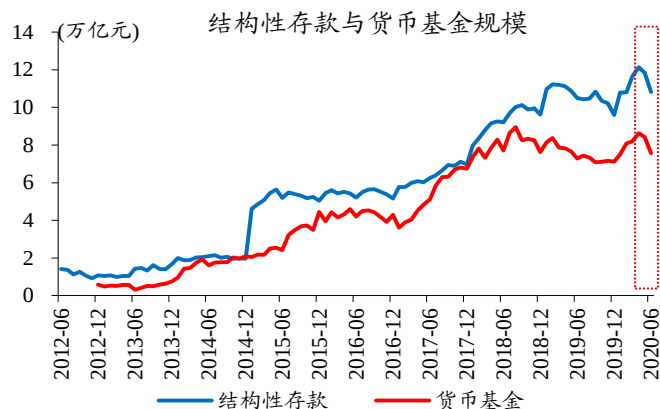
数据来源：Wind、中国人民银行、开源证券研究所

图4：7月地方债和特别国债发行超过2019年同期

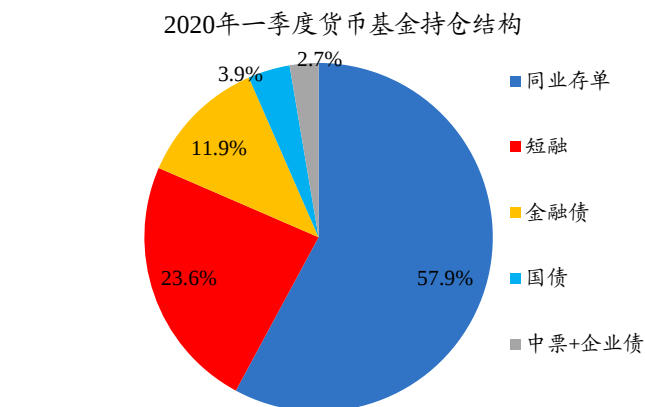


数据来源：Wind、开源证券研究所

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，使得银行有较强大动力通过发行同业存单来缓解负债端压力，中短期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


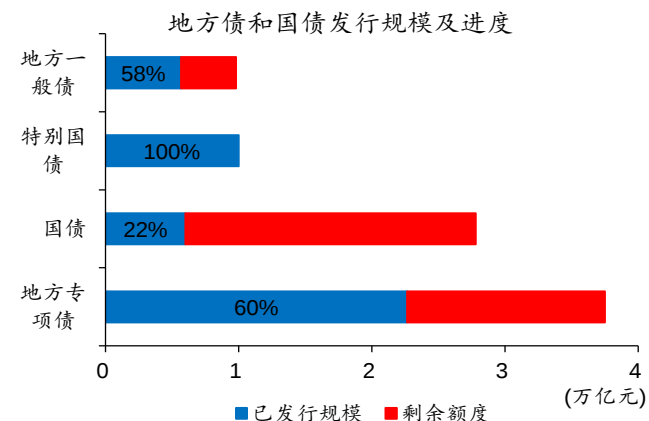
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：货币基金主要持有同业存单


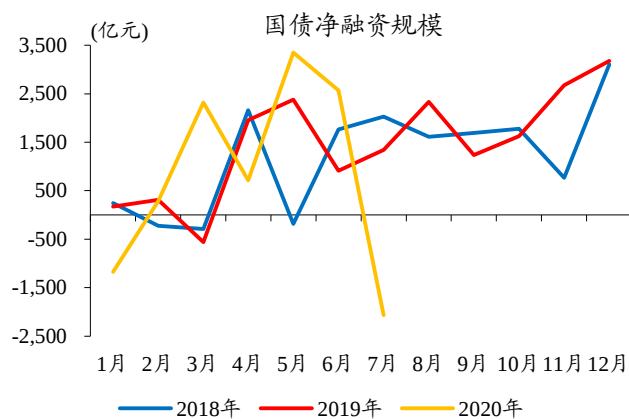
数据来源：Wind、开源证券研究所

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


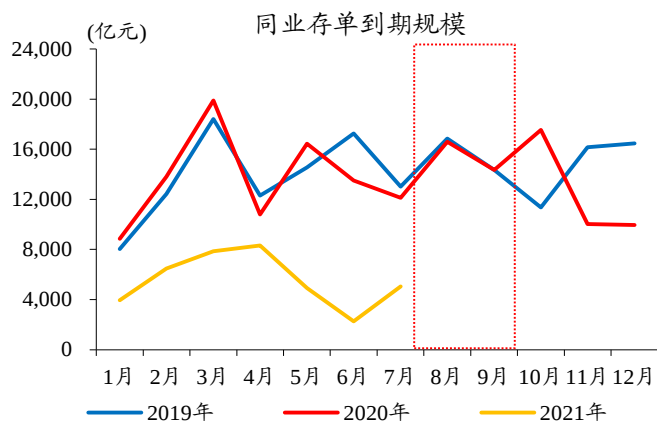
数据来源：Wind、财政部、开源证券研究所

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

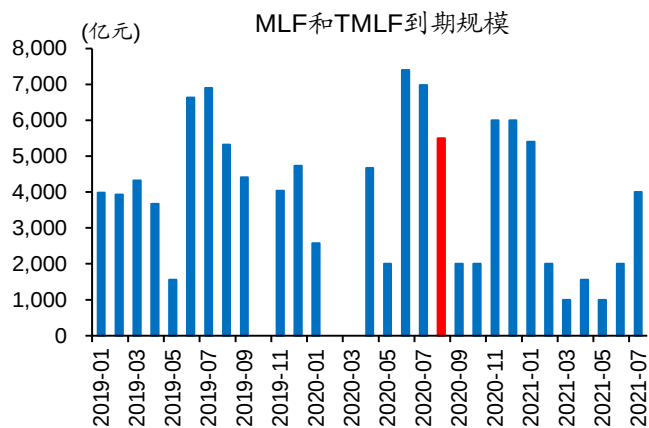
同业存单和 MLF 到期、季末考核等，也可能对资金面产生一定干扰。8 月和 9 月同业存单到期规模合计达 3.1 万亿元，与 2019 年同期相当，但银行超储率比当时低，还有结构性存款压降任务，使得银行资金回笼压力相对较大。此外，8 月 MLF 到期不低、达 5500 亿元，9 月还面临季末 MPA 考核等，也可能影响资金波动。

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

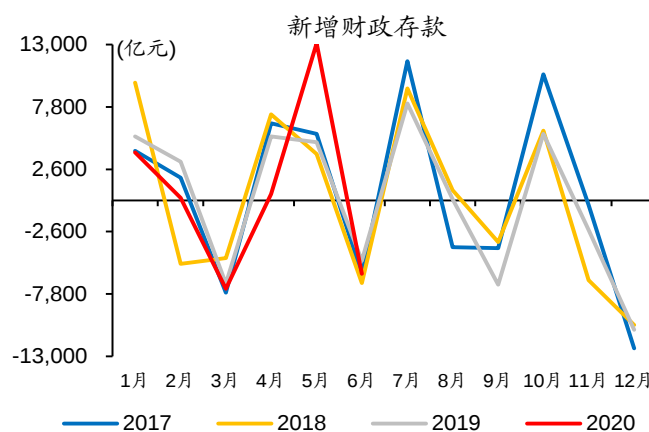
广义财政支出加快带动的财政存款投放，或可部分缓解资金压力。2020 年广义财政“赤字”高达 11.2 万亿元，对应全年支出增速 13.2%。上半年政府债券募资行为较快，而广义财政支出偏慢、增速只有 0.6%，部分资金“沉淀”；考虑政府债券资金支出进度、财政盘活比例等因素，中性情景下，全年广义财政支出增速或在 5-10% 左右，下半年支出增速或将大幅抬升，进而带动财政存款加快投放（详情参见《财政分析新框架》）。

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%
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

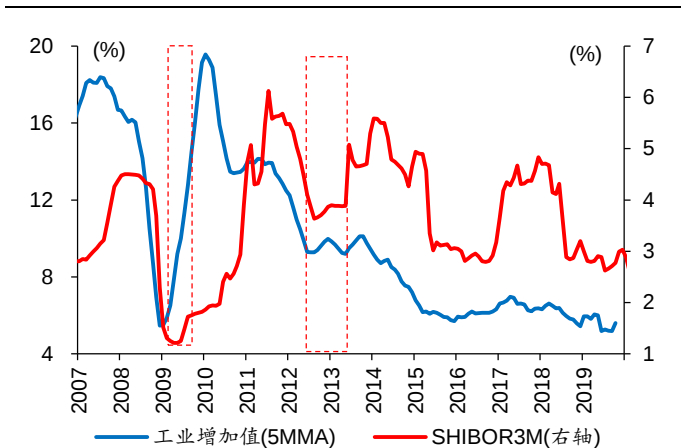


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、流动性尚无持续收紧基础，利率或在当前中枢附近波动

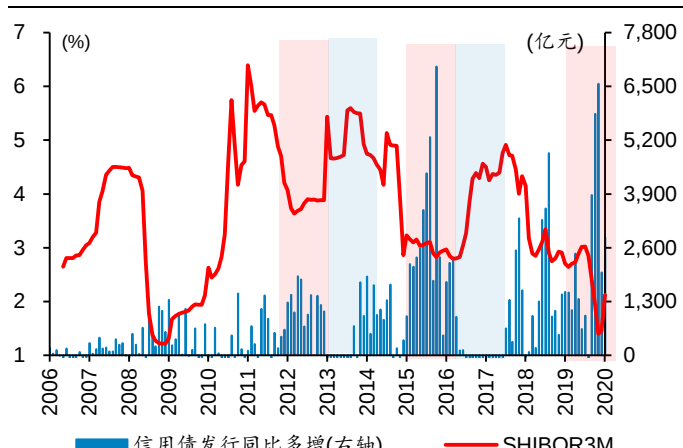
流动性环境尚不具备持续收紧的宏观基础。随着国内疫情平复，经济生产经营活动逐步恢复，但需求整体偏弱、就业等压力较大。经验显示，在应对内部外冲击时，央行往往率先启动；随着冲击减弱、经济逐步修复，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，流动性持续收紧可能导致融资成本大幅上升，加大企业融资压力、不利于报表进一步修复。

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

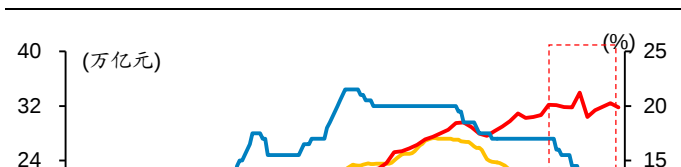


表2：中央政治局会议强调货币政策的“精准导向”

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议	总量政策要注重精准化取向，努力满足中小企业资金需求。要加快中小银行补充资本金，加大抵质押、债券市场等对中小企业发展的支持。
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》《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	不折不扣落实中小微企业复工复产信贷支持政策，安排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能力提升

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_3430

