

宏观

证券研究报告

2021 年 06 月 07 日

6 月流动性前瞻——收紧概率不高，资金面波动放大

5 月银行间流动性整体维持宽松，全月 DR007 中枢低于政策利率 8BP，与 4 月基本持平；1 年期 AAA 同业存单利率中枢低于政策利率 7BP，较 4 月回落 10BP。

5 月流动性超预期宽松，很大程度上得益于地方债发行缓慢，但估算 5 月底超储率已经降至 0.9%左右，出现了低超储率和宽松流动性共存的局面。究其原因，主要是超储率评估流动性的传统框架不够完善（并不是不对），需要纳入流动性需求和非银行为等因素综合考量。

展望 6 月，多方面因素推动流动性需求明显增加，低超储率（低流动性供给）意味着大概率出现流动性缺口。考虑到当前金融稳定在货币政策目标中享有较高权重，预计央行后续将加大公开市场投放力度，流动性价格中枢基本稳定或小幅上移，资金面波动可能有所加大。在稳定窗口期内出现资金缺口，意味着流动性最宽松的阶段将告一段落。

风险提示：流动性缺口低于估算水平；央行投放力度超预期/低于预期；地方债发行提速

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：涨跌互现，拐点将至——4 月行业景气度更新》
2021-06-05
- 2 《宏观报告：再论通胀》 2021-06-03
- 3 《宏观报告：风险定价-美元流动性外溢推高 A 股情绪-6 月第 1 周资产配置报告》 2021-06-01

内容目录

一、5月低超储率和宽松流动性共存——超储率评估流动性的合理性和不足	3
二、5月流动性宽松的原因是需求弱：地方发债需求——缓慢、非银流动性——充裕、杠杆偏好——不强	5
三、6月前瞻：流动性大概率出现缺口，短期明显收紧概率不大，但要警惕资金面波动放大	7

图表目录

图 1：5 月超储率降至较低水平，但流动性整体仍然偏松（%）	3
图 2：超储率变化可以准确反映货币政策取向（%）	4
图 3：2016 年以来超储率与流动性的相关性进一步强化，但 5 月有点背离（%）	4
图 4：合意超储率的长期回落不足以解释当前现象（%）	4
图 5：今年新增专项债发行进度非常缓慢	5
图 6：今年以来货基规模大幅增长，非银存款也大幅增长	6
图 7：R007 与 DR007 之差处于历史极低水平	6
图 8：3 月以来的流动性宽松基本没有提高机构的杠杆意愿	6
图 9：地方债发行比例对下半年政府债券月均供给量的映射关系	7
表 1：6 月流动性缺口估算（不考虑非银）	8

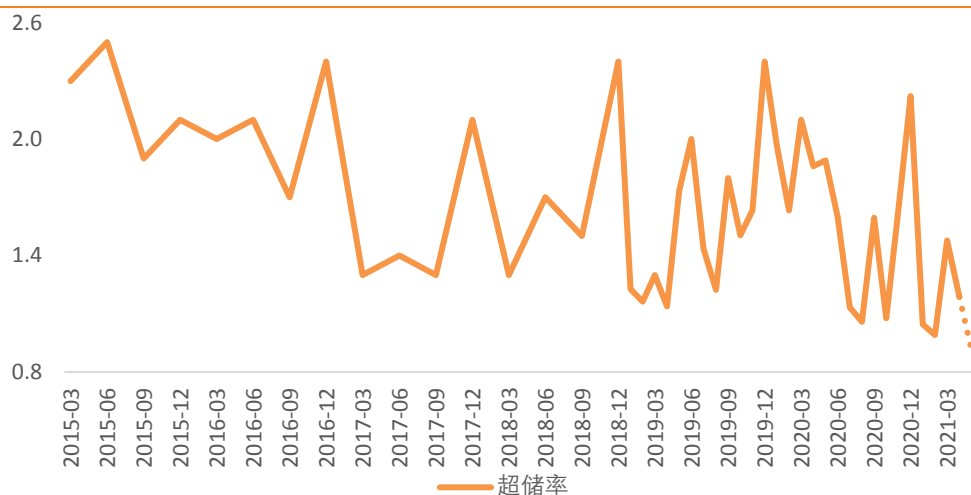
5月银行间流动性整体维持宽松，全月 DR007 中枢低于政策利率 8BP，与 4 月基本持平；1 年期 AAA 同业存单利率中枢低于政策利率 7BP，较 4 月回落 10BP。5 月流动性超预期宽松，很大程度上得益于地方债发行缓慢，但估算 5 月底超储率已经降至 0.9% 左右，出现了低超储率和宽松流动性共存的局面。究其原因，主要是超储率评估流动性的传统框架不够完善（并不是不对），需要纳入流动性需求和非银行为等因素综合考量。

展望 6 月，多方面因素推动流动性需求明显增加，低超储率（低流动性供给）意味着大概率出现流动性缺口。考虑到当前金融稳定在货币政策目标中享有较高权重，预计央行后续将加大公开市场投放力度，流动性价格中枢基本稳定或小幅上移，资金面波动可能有所加大。在稳定窗口期内出现资金缺口，意味着流动性最宽松的阶段将告一段落。

一、5 月低超储率和宽松流动性共存——超储率评估流动性的合理性和不足

3 月 1 日至今，央行连续 3 个月公开市场零投放，银行超储率逐渐走低。估算超储率 3 月 1.5%、4 月 1.2%，均高于近年同期水平（20 年除外），对应无流动性缺口，央行零投放不影响流动性宽松。但 5 月的情况有所不同，估算超储率可能已经降至 0.9% 左右，从历史同期看属于较低水平；从去年经验看，非季末月份超储率处于 1.1% 附近时流动性已经是紧平衡状态，这与 5 月流动性整体偏松的现实不太相符。

图 1：5 月超储率降至较低水平，但流动性整体仍然偏松（%）

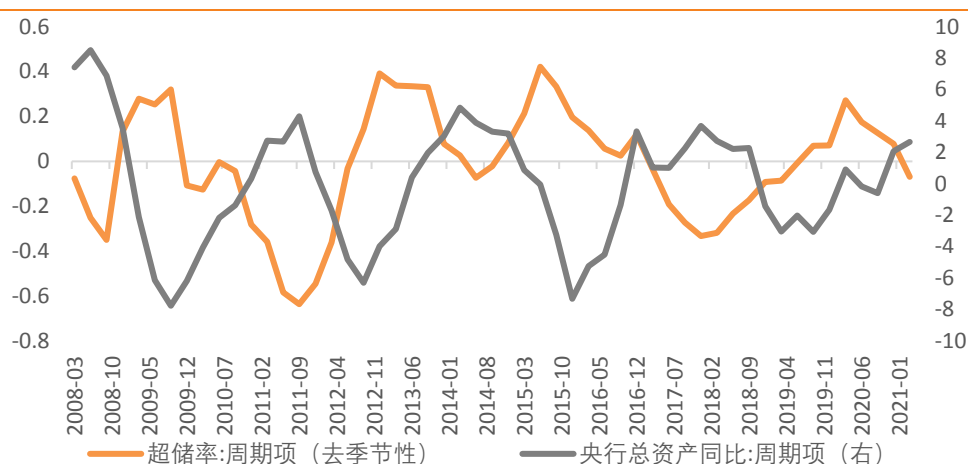


资料来源：WIND，天风证券研究所

如何理解近期超储率与流动性的联动弱化？我们给出三点思考：

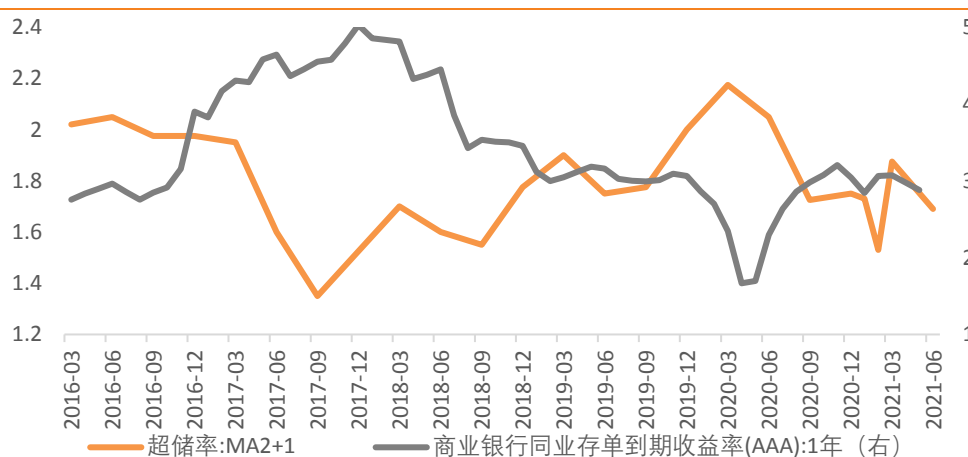
第一，银行作为流动性供给的主要来源，参考超储率评估流动性在多数情况下是合理的。将超储率进行 HP 滤波，将周期项做季节性调整，可见超储率的周期性变化与央行扩表速度明显负相关。历史上我国央行扩表加快指向货币收紧、减慢指向货币宽松（近年稍有变化），可见超储率可以准确反映货币政策取向。2016 年以来，由于基础货币投放渠道的系统性变化，央行对货币市场利率的控制力逐渐提高，超储率与流动性的相关性进一步强化。

图 2：超储率变化可以准确反映货币政策取向（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

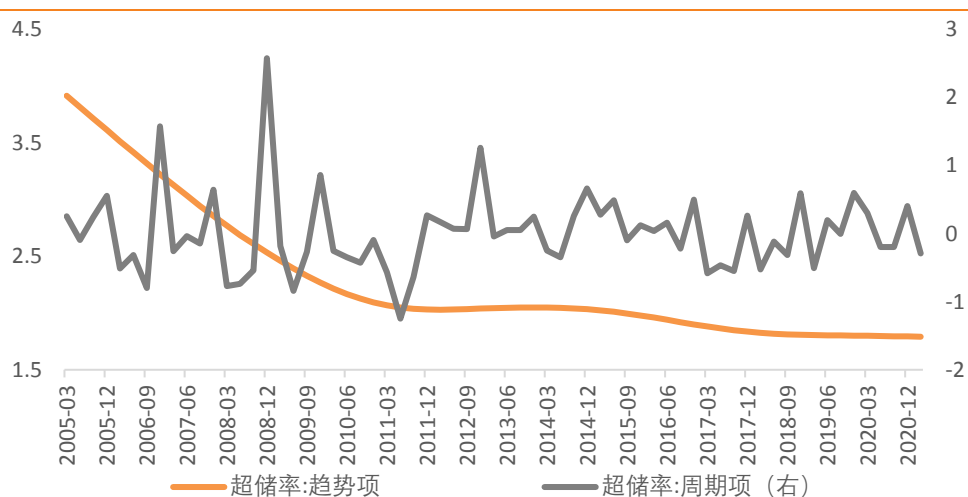
图 3：2016 年以来超储率与流动性的相关性进一步强化，但 5 月有点背离（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，银行合意超储率长期趋于回落，但近年回落速度明显放缓，不是造成近期低超储率和宽松流动性共存的主要原因。HP 滤波后可见超储率的趋势项长期趋于回落，这与支付体系现代化缩短资金清算占用时间、融资渠道拓展降低预防性需求、银行流动性管理和精细化程度提高等有关（详见央行 17Q2《货币政策执行报告》），结果是银行的合意超储率水平逐渐降低。不过近年合意超储率的回落速度明显放缓，最近三年累计仅回落 0.035%，不是造成近期低超储率和宽松流动性共存的主要原因。

图 4：合意超储率的长期回落不足以解释当前现象（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三，单独参照银行超储率评估流动性的方法不够完整。主要缺陷在于两方面：一是银行超储率主要反映流动性供给水平，没有考虑流动性需求的影响；二是银行超储率主要反映来自银行的流动性供给水平，没有考虑非银的状态。举例来说，如果金融机构杠杆偏好下降/非银机构流动性储备充足，则在相同的银行超储率水平下，流动性价格可能更低。因此，需要将流动性需求和非银流动性储备纳入框架进行综合考量。

二、5月流动性宽松的原因是需求弱：地方发债需求——缓慢、非银流动性——充裕、杠杆偏好——不强

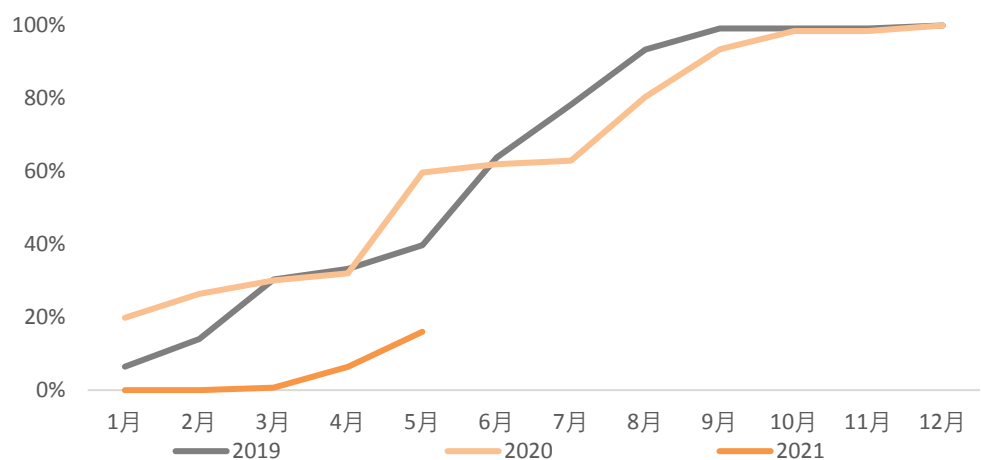
第一，5月地方政府债券发行缓慢，流动性需求低于预期。

1-5月，地方新增专项债发行仅5840亿，占全年额度3.65万亿的16%；相比之下，2019和2020年的同期进度为39.8%、59.7%。新增一般债的发行进度高于专项债，但也稍慢于19-20年同期。总的来看，5月地方债发行规模既低于市场预期，也低于地方披露规模。

发债缓慢的直接原因是相关部委收紧了审核条件，根本原因则是在稳增长压力不大的背景下，地方政府举债条件有所收紧。实际上，收紧的不只是预算内债务，3月15日国常会提出“政府部门杠杆率要有所降低”，意味着今年广义政府债务增速要明显下降。

作为风险对冲，再融资债券的发行条件有所放宽。历史上，再融资债券仅用来置换到期的地方政府债券本金，而从去年年底开始，已经可以用来偿还地方政府存量债务，相当于将再融资范围从预算内债务扩大到了广义政府债务。1-5月，再融资债券发行规模达到1.6万亿，可能反映了这段时间的政策导向：稳增长压力小所以不急于发新增债券，但当前也尽量不要暴露风险，稳妥化解存量债务。

图5：今年新增专项债发行进度非常缓慢

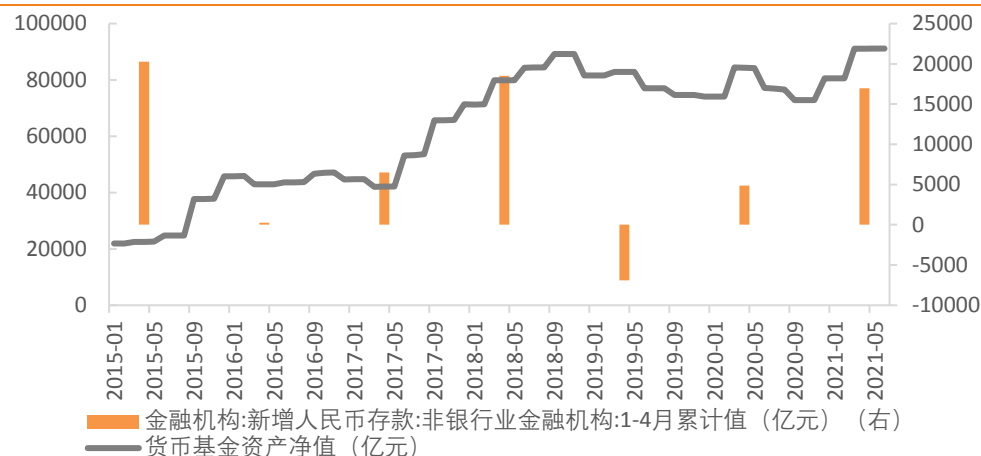


资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，非银机构的流动性储备充足，流动性需求弱，配置需求强。

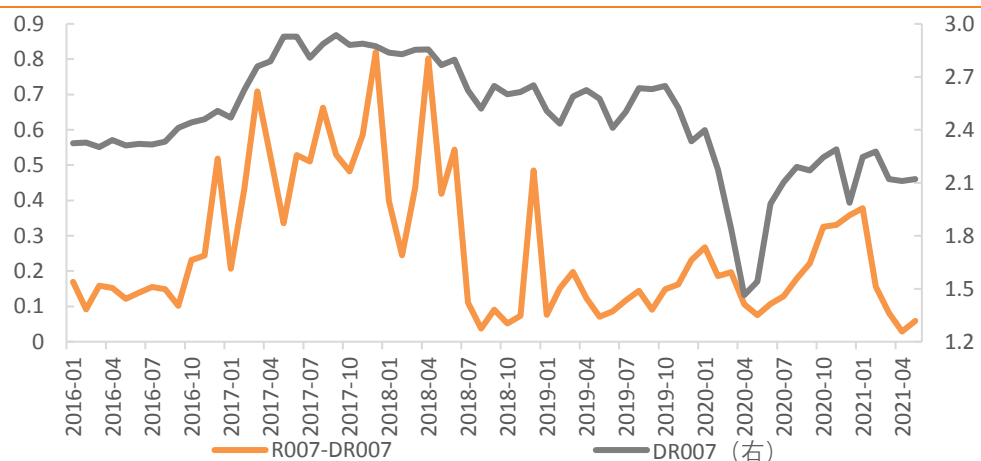
受权益市场波动、实体投资需求减弱等影响，今年货币基金规模大幅增长，去年12月以来已经增长1.8万亿。这带来两种效应：一是非银本身的流动性储备比较充足，1-4月非银存款累计大幅增长1.7万亿，是2018年以来的最高值，减弱了非银的流动性需求，R007与DR007之差处于历史低位；二是货基扩张提升了非银对存单的配置需求，补充了银行的中长期负债，推动存单利率下行的同时稳定了银行负债预期。

图 6：今年以来货基规模大幅增长，非银存款也大幅增长



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 7：R007 与 DR007 之差处于历史极低水平（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三，金融机构的杠杆偏好不高，资金价格相对稳定。

1 月中下旬流动性一度大幅波动，打破了去年 11 月永煤事件之后的宽松预期。也因此，虽然春节至今流动性重新回到相对宽松的水平，金融机构加杠杆的意愿比较有限。用每月银行间质押式回购的日均成交量和债券托管量之比衡量债券市场的杠杆意愿，今年 1 月之后始终处于较低水平，3 月以来的流动性宽松也基本没有提高杠杆意愿。在此背景下，稍微偏低的超储率也没有引发资金价格的明显提升，4-5 月的流动性宽松处于相对稳定的状态。

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_19937

