

2021 年 07 月 01 日

流动性“新”变化

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）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

流动性相对平稳跨过年中，后续流动性变化推演，本文梳理、可供参考。

● 5 月中下旬以来，隔夜利率中枢抬升；6 月底逆回购“加量”

流动性跨期相对平稳，但隔夜利率中枢近一个半月明显抬升。5 月中下旬以来，货币市场利率多数上涨，跨期资金 R007 和 R014 上涨超 50BP，隔夜利率先涨后跌，资金波动总体并没有明显超季节性变化。但以 R001 为代表的隔夜利率中枢明显抬升，从前几个月的 1.9% 抬升至 2.1% 左右；与此同时，隔夜质押回购成交规模，由前几个月日均 3 万亿元左右增加至近一个半月的日均 3.6 万亿元左右。公开市场操作打破“100 亿元”常规投放，单日投放规模有所增加。3 月以来，公开市场基本维持每天“100 亿元”逆回购投放和到期，即使月末、财政缴税期也没有增加投放，同时逆回购利率持续保持不变，MLF 到期等额续作、也没有额外投放。6 月 24 日以来，逆回购单日投放规模由前期 100 亿元增加至 300 亿元。

● 流动性变化受到地方债供给、年中考核等因素干扰

隔夜利率中枢的抬升，或与地方债供给增多带来的资金回笼有关；而 6 月下旬的货币市场利率变化，缘于跨期干扰。2 月至 5 月中旬，地方债供给偏少等，使得部分机构资产“欠配”现象较为突出，资金融出增多、隔夜利率持续低位；5 月中下旬以来，地方债发行明显加快，逐步吸收机构“欠配”资金，推升隔夜利率中枢。年中临近，跨期需求带动 7 天以上资金成本上涨，而隔夜资金需求下降。逆回购小幅“加量”，表明“维稳”态度，维护半年末流动性平稳。尽管近期货币市场利率多数上涨，并没有出现明显的超季节性变化，指向跨期资金面压力的相对有限。此时，连续几天逆回购投放小幅“加量”200 亿元，更多在于表明“维稳”态度、引导市场预期，也没有释放进一步“宽松”的信号，不宜过度解读。

● 往后来看，流动性较难趋势性收紧，但预期容易受到干扰

跨期后的资金面，仍将面临地方债集中供给、财政缴税等因素干扰。三季度或为年内地方债供给高峰，截至 6 月 30 日，22 个省市公布的三季度地方债发行计划中，地方债新券发行规模达 1.37 万亿元、其中 7 月起 3900 亿元，预计全国三季度地方债新券月均发行规模或在 6000-7000 亿元左右。此外，7 月为三季度集中缴税大月、正常年份的新增财政存款近 1 万亿元，缴税等因素也或干扰资金面。政策“呵护”下，流动性或较难出现趋势性收紧的情况，但预期容易受到地方债供给、通胀预期等的干扰。“防风险”、“调结构”下，货币政策以稳为主，央行明确表示“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”；考虑到 7 月开始 MLF 到期规模增加，平抑地方债供给等带来的波动，或主要依靠逆回购等短期工具。但是，机构杠杆交易较多，对央行操作、短期资金变化较为敏感，容易出现预期波动。

● 风险提示：金融风险加速释放，地方债供给超预期。

相关研究报告

《宏观经济点评-生产回落，需求分化》-2021.6.30

《宏观经济专题-集中供地后，土地市场如何演绎》-2021.6.28

《宏观经济点评-利润增速放缓，分配向上游行业集中》-2021.6.28

目 录

1、 5月中下旬以来，隔夜利率中枢抬升；6月底逆回购“加量”	3
2、 流动性变化受到地方债供给、年中考核等因素干扰.....	4
3、 往后来看，流动性较难趋势性收紧，但预期容易受到干扰.....	6
4、 研究结论	8
5、 风险提示	8

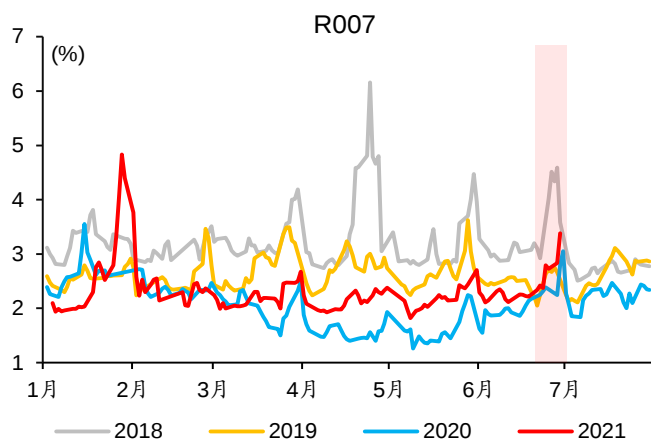
图表目录

图 1: R007 在年中往往季节性上涨.....	3
图 2: 5月下旬以来，隔夜利率中枢抬升	3
图 3: 6月中下旬，隔夜成交规模有所回升、占比回落.....	3
图 4: 5月，城商行和农商行质押回购成交占比下降	3
图 5: 央行公开市场操作平稳	4
图 6: 6月底，央行打破日均投放 100 亿元逆回购“惯例”	4
图 7: 5月中下旬以来，地方债发行节奏加快	4
图 8: 5月以来，银行持有地方债占比明显抬升	4
图 9: 5月，企业所得税略高于往年同期水平	5
图 10: 6月中下旬以来，R007 与 DR007 利差有所走阔	5
图 11: 三季度或为地方债供给高峰	6
图 12: 7月为财政缴税大月	6
图 13: 下半年 MLF 到期量相对较多	7
图 14: 地方债放量时，央行多投放逆回购等配合	7
图 15: 非银机构参与质押回购占比较高	7
图 16: 货币市场利率在政策利率附近波动	7
表 1: 6月底，为维护半年末流动性平稳，央行逆回购单日投放 300 亿元.....	5

1、5月中下旬以来，隔夜利率中枢抬升；6月底逆回购“加量”

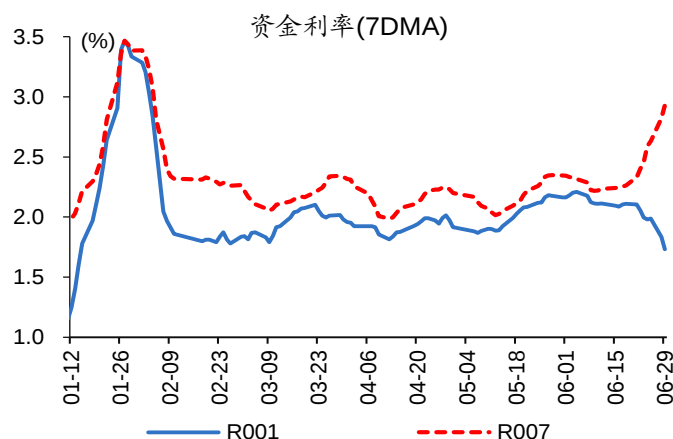
流动性跨期相对平稳，但隔夜利率中枢近一个半月明显抬升。5月中下旬以来，货币市场利率多数上涨，跨期资金 R007 和 R014 上涨超 50BP，隔夜利率先涨后跌，资金波动总体并没有出现明显超季节性变化。但以 R001 为代表的隔夜利率中枢明显抬升，从前几个月的 1.9% 抬升至 2.1% 左右。

图1: R007 在年中往往季节性上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

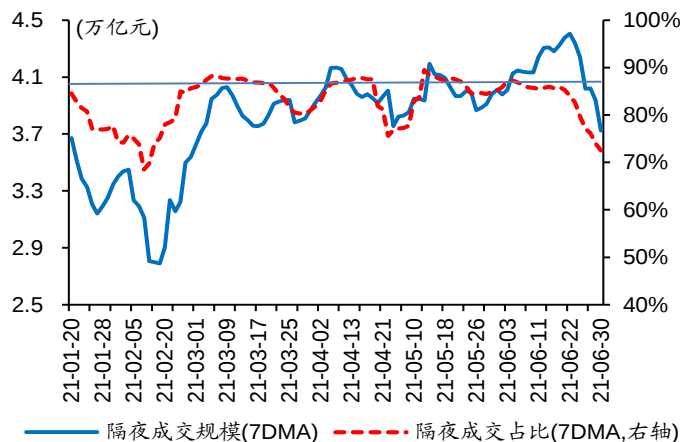
图2: 5月下旬以来，隔夜利率中枢抬升



数据来源: Wind、开源证券研究所

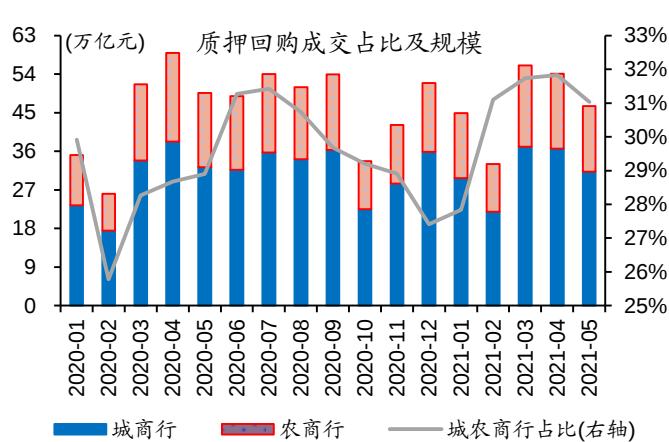
隔夜质押回购成交规模近一个半月明显增加，而部分机构资金融出可能减少。银行间隔夜质押回购成交规模，由前几个月日均 3 万亿元左右增加至近一个半月的日均 3.6 万亿元左右，但隔夜成交占比近几个交易日出现一定下降，由前期 86% 左右降至 82% 附近。同时，城商行和农商行质押回购成交占比，在 5 月出现明显回落，或意味着部分机构资金融出可能有所下降（详情参见《流动性宽松的“三大猜想”》）。

图3: 6月中下旬，隔夜成交规模有所回升、占比回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

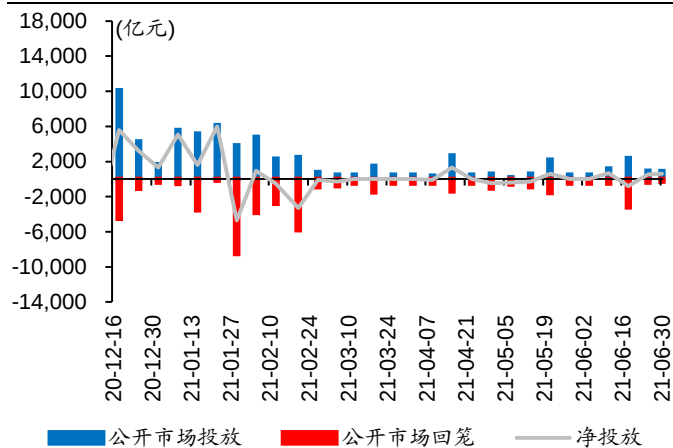
图4: 5月，城商行和农商行质押回购成交占比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

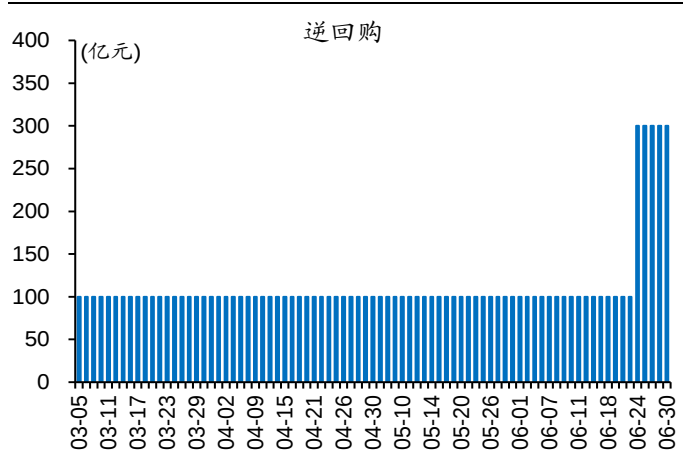
公开市场操作打破“100 亿元”常规投放，单日投放规模有所增加。3 月以来，公开市场基本维持每天“100 亿元”逆回购投放和到期，即使月末、财政缴税期也没有增加投放，同时逆回购利率持续保持不变，MLF 到期等额续作，也没有额外投放。6 月 24 日以来，逆回购单日投放规模由前期 100 亿元增加至 300 亿元。

图5：央行公开市场操作平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：6月底，央行打破日均投放100亿元逆回购“惯例”

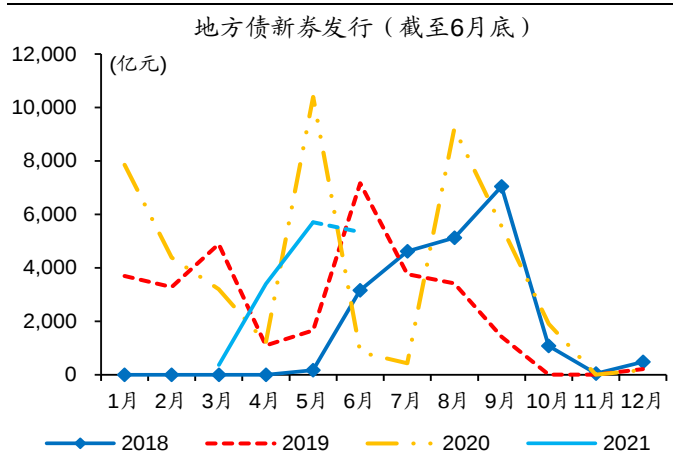


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、流动性变化受到地方债供给、年中考核等因素干扰

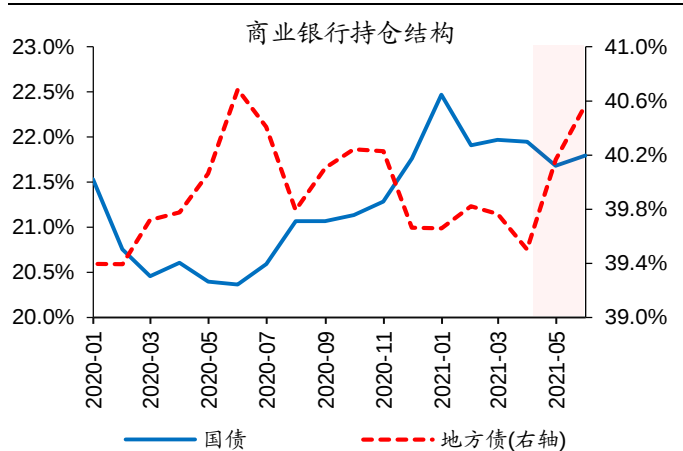
资金成本，尤其是隔夜利率的抬升，或与地方债供给加快，带来的资金回笼紧密相关。2月至5月中旬，地方债供给偏少等因素，使得部分机构资产“欠配”现象较为突出，资金融出增多，带动流动性持续超预期宽松。5月中下旬以来，地方债发行明显加快，新券单周发行规模一度超过2000亿元、6月新券供给合计超5000亿元，逐步吸收机构“欠配”资金、银行持有地方债占比出现明显抬升（详情参见《地方债的供给压力》）。

图7：5月中下旬以来，地方债发行节奏加快



数据来源：Wind、开源证券研究所

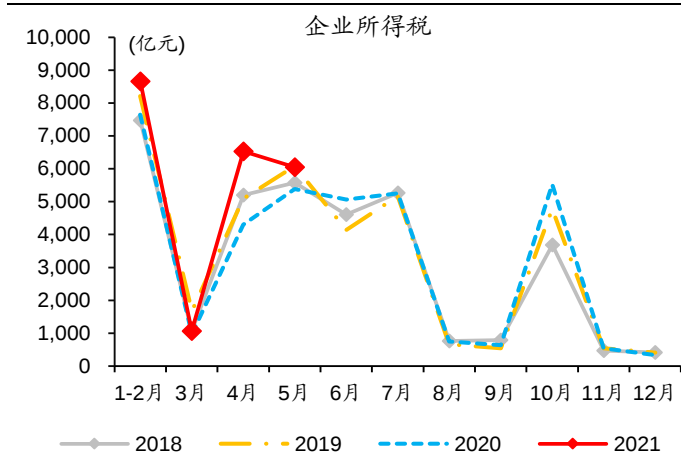
图8：5月以来，银行持有地方债占比明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

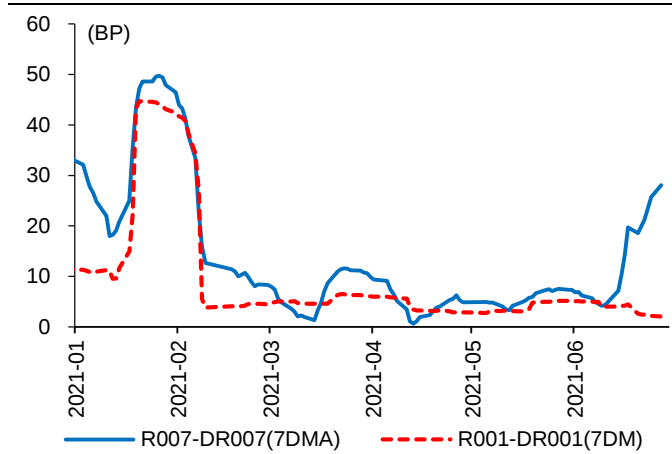
财政缴税、年中考核等季节性因素，也阶段性对流动性产生干扰。5月末为年度企业所得税汇缴清算集中截止日，5月企业所得税缴税规模达6053亿元、略高于过去4年同期的5500亿元左右，资金上缴国库对5月底6月初资金产生一定干扰。6月中旬以来，年中考核、月度缴税、地方债供给等因素叠加，进一步加大资金面压力，使得7天等跨期资金成本明显抬升。

图9：5月，企业所得税略高于往年同期水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：6月中下旬以来，R007与DR007利差有所走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

逆回购小幅“加量”，表明“维稳”态度，维护半年末流动性平稳。尽管近期货币市场利率多数上涨，并没有出现明显的超季节性变化，指向跨期资金面压力的相对有限。此时，连续几天逆回购投放小幅“加量”200亿元，更多在于表明“维稳”态度、引导市场预期，也没有释放进一步“宽松”的信号，不宜过度解读。

表1：6月底，为维护半年末流动性平稳，央行逆回购单日投放300亿元

时间	操作	期限	中标量(亿元)	中标率(%)	原因
6月30日	逆回购	7天	300	2.20	维护半年末流动性平稳
6月29日	逆回购	7天	300	2.20	维护半年末流动性平稳
6月28日	逆回购	7天	300	2.20	维护半年末流动性平稳
6月25日	逆回购	7天	300	2.20	维护半年末流动性平稳
6月24日	逆回购	7天	300	2.20	维护半年末流动性平稳
6月23日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
6月22日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
6月21日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
6月18日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
6月17日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
6月16日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
6月15日	逆回购	7天	100	2.20	维护银行体系流动性合理充裕
.....					
2月19日	逆回购	7天	200	2.20	春节后现金逐步回笼，维护银行体系流动性合理充裕
2月18日	逆回购	7天	200	2.20	春节后现金逐步回笼，维护银行体系流动性合理充裕
2月10日	逆回购	7天	200	2.20	临近春节财政支出进一步增加，为维护春节前流动性平稳

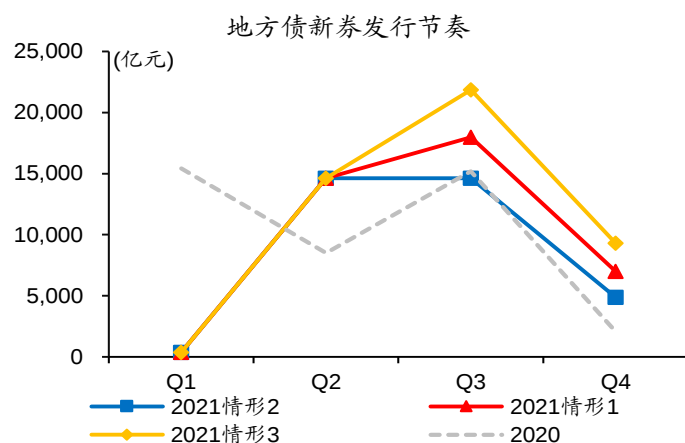
2月9日	逆回购	7天	500	2.20	为维护春节前流动性平稳
2月8日	逆回购	7天	1100	2.20	今年春节前居民提现需求明显少于往年，同时节前财政支出增加较多，为维护春节前流动性平稳
2月7日	逆回购	14天	500	2.35	为维护春节前流动性平稳
2月5日	逆回购	14天	1000	2.35	为维护春节前流动性平稳
2月4日	逆回购	14天	1000	2.35	为维护春节前流动性平稳
.....					
1月29日	逆回购	7天	1000	2.20	月末财政支出大幅增加...维护银行体系流动性合理充裕。
1月28日	逆回购	7天	1000	2.20	月末财政支出大幅增加...维护银行体系流动性合理充裕
1月27日	逆回购	7天	1800	2.20	月末财政支出大幅增加...维护银行体系流动性合理充裕
1月26日	逆回购	7天	20	2.20	为维护银行体系流动性合理充裕
1月25日	逆回购	7天	20	2.20	为维护银行体系流动性合理充裕
1月22日	逆回购	7天	20	2.20	税期高峰已过，为维护银行体系流动性合理充裕
1月21日	逆回购	7天	2500	2.20	对冲税期高峰等因素影响，维护银行体系流动性合理充裕
.....					
1月4日	逆回购	7天	200	2.20	为维护银行体系流动性合理充裕

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

3、往后来看，流动性较难趋势性收紧，但预期容易受到干扰

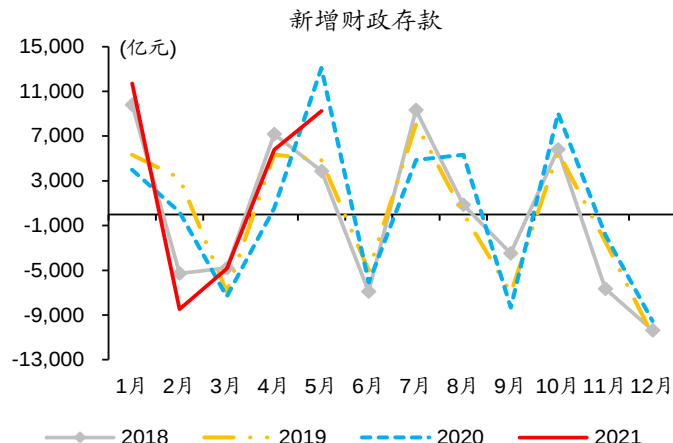
跨期后的资金面，仍会面临地方债集中供给、财政缴税等因素干扰。三季度或为年内地方债供给高峰，截至6月30日，22个省市公布三季度地方债发行计划，地方债新券计划发行规模达1.37万亿元、其中7月起3900亿元，预计全国地方债新券三季度月均发行规模或达6000-7000亿元左右。此外，7月为三季度集中缴税大月、正常年份新增财政存款接近1万亿元，财政缴税也可能干扰资金面。

图11：三季度或为地方债供给高峰



数据来源：Wind、开源证券研究所

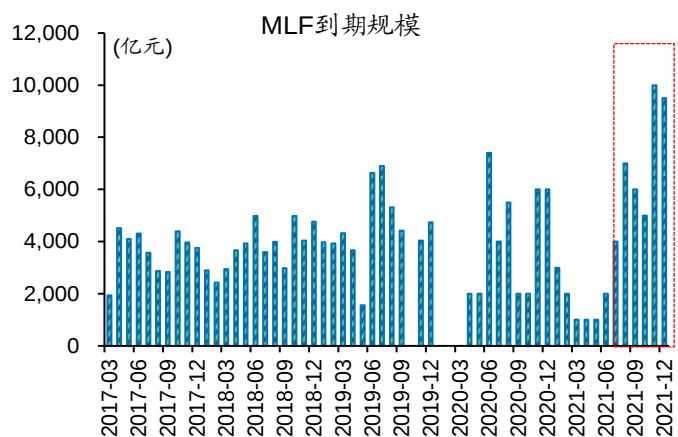
图12：7月为财政缴税大月



数据来源：Wind、开源证券研究所

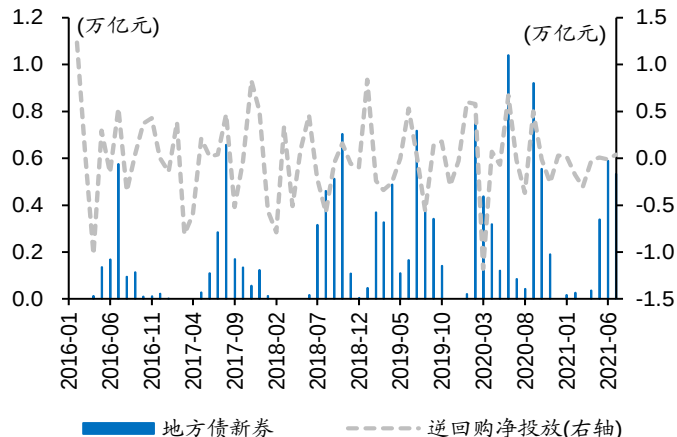
政策以稳为主下，流动性对冲或可期，考虑到 MLF 到期增多，平抑资金波动或主要依靠逆回购等短期工具。“防风险”、“调结构”背景下，货币政策以稳为主，明确表示“为政府债券发行提供适宜的流动性环境”；考虑到 7 月开始 MLF 到期规模明显增加，平抑流动性波动或主要依靠逆回购等短期工具。此外，下半年财政支出加快，或带动资金逐步回流金融体系，也帮助缓解后续资金压力。

图13: 下半年 MLF 到期量相对较多



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 地方债放量时，央行多投放逆回购等配合



数据来源: Wind、开源证券研究所

政策“呵护”下，流动性或较难出现趋势性收紧的情况，但预期容易受到地方债供给、通胀预期等的干扰。流动性持续稳定下，杠杆成交规模明显上升，尤其是基金等非银机构成交占比较高；而这些机构杠杆交易较多，对央行操作、短期资金变化较为敏感。此外，三季度末、四季度前后，通胀“潜在”风险的干扰，可能带来通胀预期变化，也可能对流动性预期产生边际干扰（详情参见《“潜在”的通胀风险》）。

图15: 非银机构参与质押回购占比较高

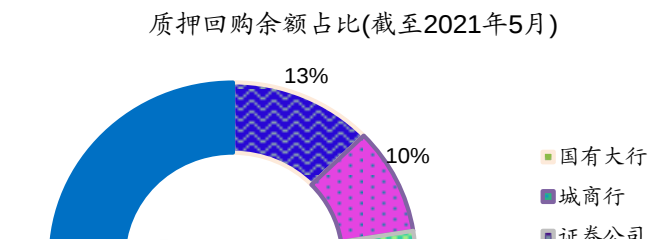
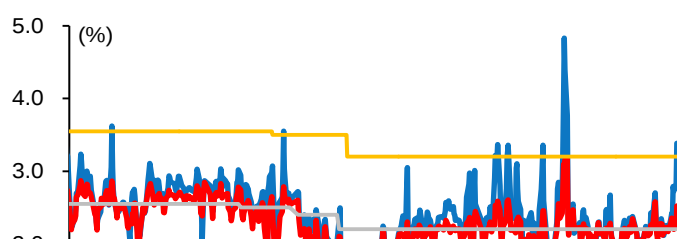


图16: 货币市场利率在政策利率附近波动



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_20467

