

证券研究报告 / 宏观数据

8月资金面延续收敛，资金利率中枢回升至政策利率

——7月流动性观察及8月展望

报告摘要:

8月银行间流动性展望：整体来看，8月流动性缺口主要受到财政支出发力、专项债集中发行以及MLF到期等因素影响，8月份流动性缺口规模约为1.3万亿左右。分项上，8月预计新增财政存款3000亿元左右、M0及库存现金小幅增加500亿元、逆回购到期2800亿元、MLF到期5500亿元、银行缴准增加1400亿元、外汇占款小幅波动。

货币市场：7月受MLF资金大量到期、企业集中缴税等因素影响，银行间流动性继续收紧，7月央行净回笼6677亿元。央行本月继续对MLF采取月中一次性缩量续作的方式，收回中长期流动性近3000亿元，相应增加短期资金的投放频率以维持资金面的平稳运行。价格方面，央行连续三月暂停降息操作，DR007主要以2.20%为上限进行区间波动，货币政策正从过度宽松逐步回归至常态化运行。我们认为下半年货币政策依然是宽信用稳货币的组合，考虑到综合融资成本要明显下降，我们认为总量层面货币收敛但并非收紧，仍未到退出时。货币工具使用上将更加注重自由裁量。

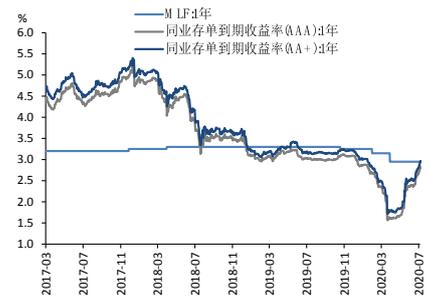
债券市场：7月利率债净供给规模小幅增加，主要在于抗疫特别国债在7月发行完毕。7月同业存单发行量大幅上升，一方面源于央行持续缩量续作MLF，收紧中长端流动性的投放；另一方面源于部分银行压降结构性存款，导致一般性存款来源减少，通过同业存单补充流动性的紧迫性加强。同期存单利率也逐步向MLF利率靠拢。1/10年期国债收益率较上月末分别上行6.64BP、14.34BP至2.24%、2.97%。我们预计短期内债市仍以区间震荡为主。目前来看债市的利多因素偏短期扰动，市场消化较快，而政策对融资成本降低的要求也在制约着利率的上行空间。8月份需要持续关注债券供给增加对资金面的冲击，以及财政发力对经济修复加速度的影响。

股票市场：7月资金供给大幅增加，其中杠杆资金净流入2532亿(环比+1676亿)，北向资金净流入104亿(环比-422亿)，机构资金流入2629亿(环比+1027亿)；7月资金需求增加，其中重要股东净减持949亿(环比+335亿)，股市募资1846亿(环比+870亿)，限售股解禁8100亿元(环比+5887亿)。

海外市场：7月美元指数逐步回落，较6月末下降3.73至93.48。人民币贬值压力缓和，7月美元兑人民币中间价调升947点至6.98。7月美、日、德10年期国债利率低位下行，月末分别为0.62%、0.023%、0.55%。

风险提示：外部环境持续恶化，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《国内大循环与宽信用——7月政治局会议点评》

20200801

债市快速调整的压力已过——流动性周度观察(2020年第29周)》

20200719

《Q2经济如期正增长,货币政策不宜过早退出——6月经济数据点评》

20200717

《如何理解央行最新政策信号?——流动性周度观察(2020年第28周)》

20200712

《下半年信用投放将减缓,但同比表现趋稳》

20200712

《货币政策退出尚早,债市具备安全边际——流动性周度观察(2020年第25周)》

20200621

证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理: 刘星辰

执业证书编号: S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 8月银行间流动性展望.....	5
1.1. 财政存款：预计小幅增加 3000 亿元左右.....	5
1.2. M0、库存现金：预计增加 500 亿元.....	5
1.3. 货币政策工具：到期 8300 亿元.....	5
1.4. 银行缴准：增加 1400 亿元.....	6
1.5. 外汇占款：小幅波动.....	6
2. 货币市场：资金利率逐步向政策利率靠拢.....	7
2.1. 公开市场操作：央行连续三月暂停降息，逐步收回中长期流动性.....	7
2.2. 资金利率：DR007 回升至 2.2%，中长端利率持续上行.....	8
3. 实体流动性：7月票据利率回落，长端信用利差收窄	9
3.1. 票据利率：7月转贴现利率小幅回落.....	9
3.2. 信用利差：7月短端走阔，长端小幅收窄.....	10
4. 债市流动性：7月同存利率大幅上行，国债收益率震荡上行.....	11
4.1. 一级市场：7月国债净供给小幅增加，同存利率继续大幅上行.....	11
4.2. 二级市场：7月利率债成交大幅上升，国债利率震荡上行.....	12
5. 股市流动性：7月资金供给增加、需求抬升.....	14
5.1. 资金供给：7月杠杆及机构资金持续流入，北向资金流入放缓.....	14
5.2. 资金需求：7月股市募资、净减持规模明显增加.....	15
6. 海外：7月美元指数逐步回落，美债利率低位下行.....	16
6.1. 汇率：7月美元指数逐步回落，人民币汇率贬值压力缓和.....	16
6.2. 债券：中美利差大幅上升，德国日本 10 年期国债利率继续下行.....	17

图表目录

图 1: 财政存款季节性走势	6
图 2: 政府债券净融资规模	6
图 3: M0 及库存现金环比变动值	6
图 4: 公开市场操作到期情况	6
图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数	7
图 6: 2017 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	7
图 7: 7 月公开市场操作与到期情况	8
图 8: 同业存单利率逐步向 MLF 利率靠拢	8
图 9: 7 月隔夜利率走势分化	9
图 10: 7 月 DR007 逐步向逆回购利率靠拢	9
图 11: 7 月 1M 及 3M SHIBOR 利率整体上行	9
图 12: 7 月同业存单到期收益率大幅上行	9
图 13: 7 月票据转贴现利率自下旬开始逐步回落	10
图 14: 7 月中票利率先升后降	10
图 15: 7 月中票信用利差先升后降	10
图 16: 7 月国债发行量大幅增加	11
图 17: 7 月利率债净供给小幅增加	11
图 18: 7 月同业存单净供给规模大幅增加	12
图 19: 7 月同业存单发行利率继续大幅上行	12
图 20: 利率债成交额环比上升	12
图 21: 同业存单成交量环比上升	12
图 22: 7 月国债利率上行	13
图 23: 7 月国开债-国债利差向上修复	13
图 24: 4 月以来国债收益率曲线不断走平	13
图 25: 3 个月理财产品成本收益率下行	13
图 26: 7 月融资买入额先升后降	14
图 27: 7 月杠杆资金持续流入	14
图 28: 7 月北向资金流入减少	15
图 29: 7 月资金大规模入场	15
图 30: 7 月股票市场融资规模大幅增加	15
图 31: 7 月限售股解禁规模大幅增加	15

图 32: 7月重要股东净减持规模环比继续上升	16
图 33: 7月人民币汇率表现平稳.....	17
图 34: 7月美元指数大幅下降	17
图 35: 7月 10 年期美债收益率整体下行	17
图 36: 7月中美利差大幅上升.....	17
图 37: 7月德国 10 年期国债收益率下行	18
图 38: 7月日本 10 年期国债收益率下行	18
表 1: 7月国内货币政策回顾.....	7
表 2: 7月海外货币政策回顾.....	16

1. 8月银行间流动性展望

从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0 和库存现金、银行缴准五个方面来看，8月预计新增财政存款 3000 亿元左右、M0 及库存现金小幅增加 500 亿元、逆回购到期 2800 亿元、MLF 到期 5500 亿元、银行缴准增加 1400 亿元、外汇占款小幅波动。整体来看，8月流动性缺口主要受到财政支出发力、专项债集中发行以及 MLF 到期等因素影响，8月份流动性缺口规模约为 1.3 万亿左右。

1.1. 财政存款：预计小幅增加 3000 亿元左右

财政存款的变动主要由财政收支（公共财政收支以及政府性基金收支）、政府债券发行偿还影响。一般来说，8月份为财政支出月份，过去 5 年新增财政存款均值为 -1271 亿元。而今年 8 月面临财政支出加速发力以及专项债集中发行的因素，预计今年 8 月新增财政存款小幅增加，为 1000-6000 亿元左右，向市场继续回笼流动性。

从财政收支来看，过去 5 年内，8 月财政收入-财政支出的均值为 4300 亿元。一方面，今年的财政收入端继续受到减税降费的制约，但随着经济逐步修复，下半年财政收入增速有望加快；另一方面，上半年财政支出力度偏弱，上半年公共财政支出累计增速为 -5.8%，远低于全年 3.8% 的增长目标，对应的下半年公共财政支出空间较去年同期多增 1.6 万亿元，下半年财政支出有望加速。整体来看，**预计 8 月财政收入-财政支出缺口预计走阔至 6000-8000 亿元左右。**

从政府债券来看，**新增专项债发行情况有望加速。**财政部要求新增专项债券与抗疫特别国债、一般债券统筹把握发行节奏，力争在 10 月底前发行完毕。截至 7 月底，1 万亿抗疫特别国债已经发行完成，新增专项债剩余额度约 1.5 万亿，8-10 月预计每月新增专项债发行规模为 5000 亿元左右。而 8-12 月国债和一般债剩余额度为 4 万亿以上，平摊至每月发行规模为 8000 亿元左右，若按照往年 10 月底前一般债基本发行完毕的规律，则发行规模可能达到 1 万亿以上。预计 8 月份政府债券迎来下半年发行高峰，整体发行规模在 1.2-1.5 万亿，净融资量为 0.9-1.2 万亿。

1.2. M0、库存现金：预计增加 500 亿元

从 M0 和库存现金来看，受疫情因素影响，**现金回流至银行的速度较往年明显减弱。**2020 年 1 月，由于春节居民提现因素所致，M0 和库存现金环比分别增加 16060 亿元、2238 亿元。目前来看，2-6 月 M0 和库存现金共计回流 15744 亿元，已多数完成回流。我们预计 7 月 M0 及库存现金继续保持小幅流出，8 月回归季节性表现。从过去 5 年均值来看，8 月份 M0 和库存现金环比增加近 500 亿元。

1.3. 货币政策工具：到期 8300 亿元

从货币政策工具到期情况来看，8 月公开市场操作净回笼 8300 亿元。8 月 3 日-7 月 7 日共有 2800 亿元逆回购到期。8 月 15 日及 8 月 26 日各有 4000 亿元、1500 亿元 MLF 到期。按照前几个月的操作规律，预计央行于月中针对 MLF 进行一次性续作。

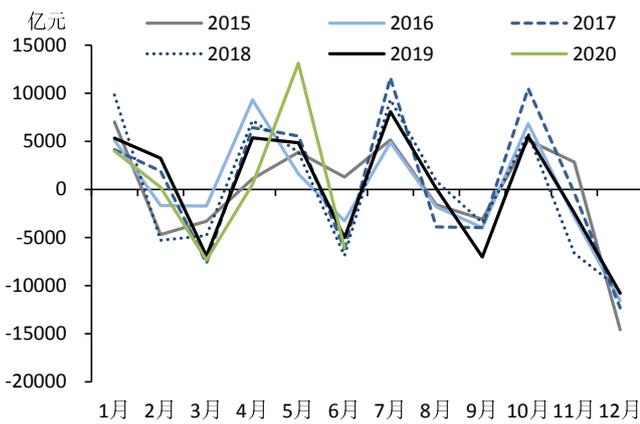
1.4. 银行缴准：增加 1400 亿元

从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，8 月份新增银行存款平均为 12434 亿元，较 7 月的低点有所增加。预计今年 8 月新增人民币存款规模略高于上年同期，估计为 15000 亿元左右。若按照 9.4% 的存款准备金率来估算，预计 8 月缴准规模为 1400 亿元左右。

1.5. 外汇占款：小幅波动

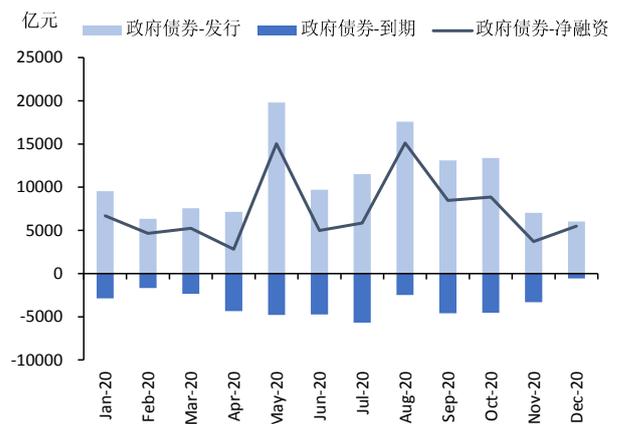
今年 2 月以来，我国外汇占款保持小幅流出状态，3 月份流出规模上升至 170 亿元，此后流出规模逐月收窄，至 6 月，当月外汇占款环比减少 60 亿元。从跨境资本流动情况来看，今年以来银行结售汇继续呈现顺差，同时 6 月境内银行代客涉外收付款差额大幅增加至 1514.71 亿元，较上月增加近 1100 亿元。随着美元指数的回落，7 月以来人民币贬值压力明显缓和。我们预计 8 月外汇占款流出情况将继续改善，保持小幅波动，对流动性影响不大。

图 1: 财政存款季节性走势



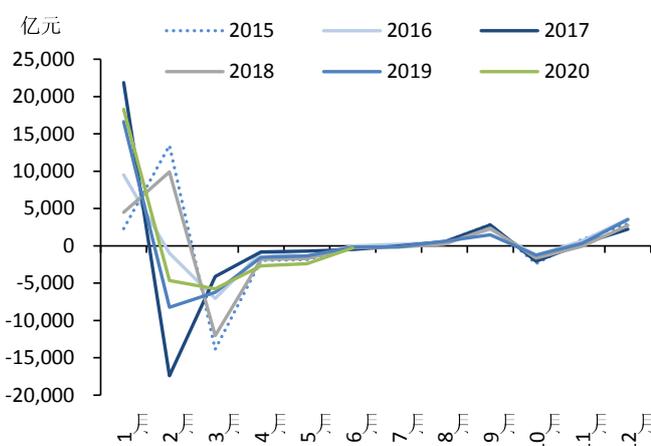
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 政府债券净融资规模



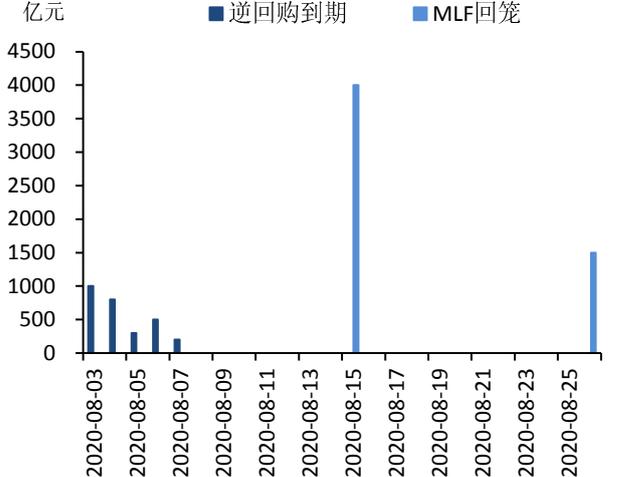
数据来源：东北证券，Wind

图 3: M0 及库存现金环比变动值



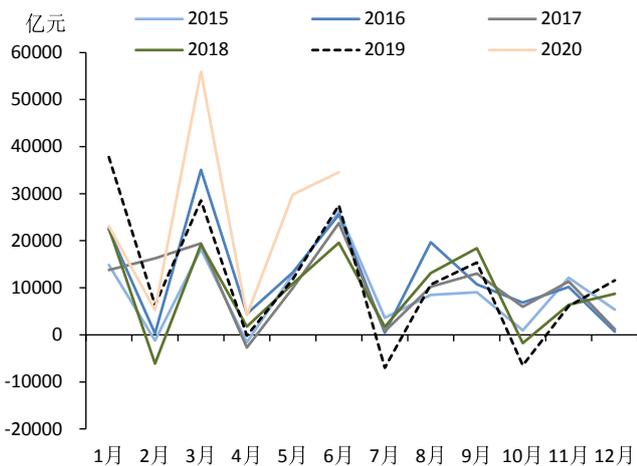
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 公开市场操作到期情况



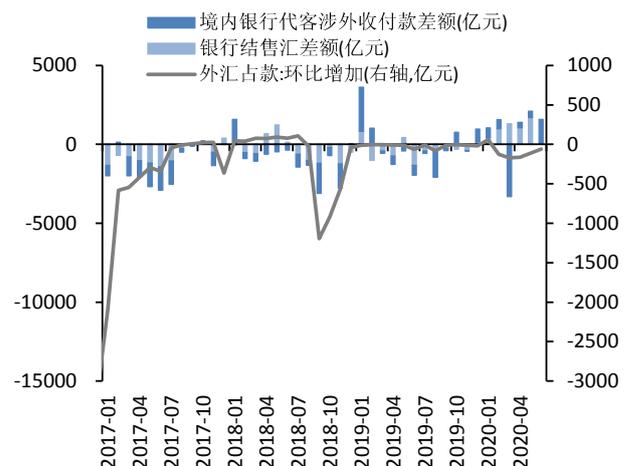
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2017 年以来外汇占款与跨境资本流动情况



数据来源: 东北证券, Wind

2. 货币市场: 资金利率逐步向政策利率靠拢

2.1. 公开市场操作: 央行连续三月暂停降息, 逐步收回中长期流动性

7 月受 MLF 资金大量到期、企业集中缴税等因素影响, 银行间流动性继续收紧。7 月央行共投放资金 11700 亿元, 到期 18377 亿元, 净回笼 6677 亿元。央行本月继续对 MLF 采取月中一次性缩量续作的方式, 收回中长期流动性近 3000 亿元。相应的, 增加短期资金的投放频率, 如月中税期、月末时点进行频繁的逆回购操作, 防止资金面出现大幅波动, 维持流动性合理充裕。价格方面, MLF 及 LPR 保持不变, 央行连续三月暂停降息操作, 资金利率上行至政策利率附近。

7 月 30 日, 政治局会议表示, 下一阶段货币政策继续保持“更加灵活适度”的基调, 但增加了“精准导向”, 删除“运用降准、降息、再贷款等手段”, 同时强调“要保持货币供应量和社会融资规模合理增长”、“推动综合融资成本明显下降”。整体来看, 我们认为下半年货币政策依然是宽信用稳货币的组合, 考虑到综合融资成本要明显下降, 我们认为总量层面货币收敛但并非收紧, 仍未到退出时。货币工具使用方式上, 将更加注重自由裁量, 这是不具体提“降准、降息、再贷款”等具体工具的最好理解方式。

表 1: 7 月国内货币政策回顾

时间	内容
7 月 1 日	央行决定于 7 月 1 日起下调再贷款、再贴现利率。其中, 支农再贷款、支小再贷款利率下调 0.25 个百分点, 再贴现利率下调 0.25 个百分点至 2%。
7 月 1 日	李克强主持召开国务院常务会议, 要求决定着增强金融服务中小微企业能力, 允许地方政府专项债合理支持中小银行补充资本金。
7 月 11 日	一行一会发布会上央行提出, “下半年稳健的货币政策要更加灵活适度, 保持总量的适度, 综合利用各种货币政策工具, 保持流动性合理充裕。另外又要抓住合理让利这个关键, 保市场主体, 特别是更多地关注贷款利率的变化, 继续深化 LPR 改革, 推动贷款实际利率持续下行和企业综合融资成本明显下降。”
7 月 22 日	习近平主席在企业座谈会提到, “实施更加稳健灵活的货币政策, 增强宏观政策的针对性和

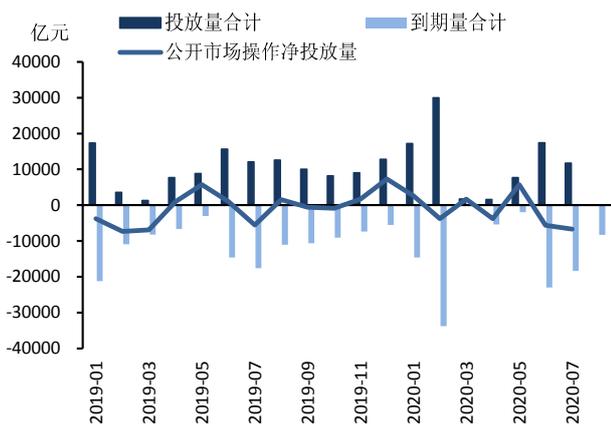
时效性。”

7月30日 政治局会议指出，“要确保宏观政策落地见效。货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和**社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。**”

7月31日 资管新规过渡期延长1年至2021年底。

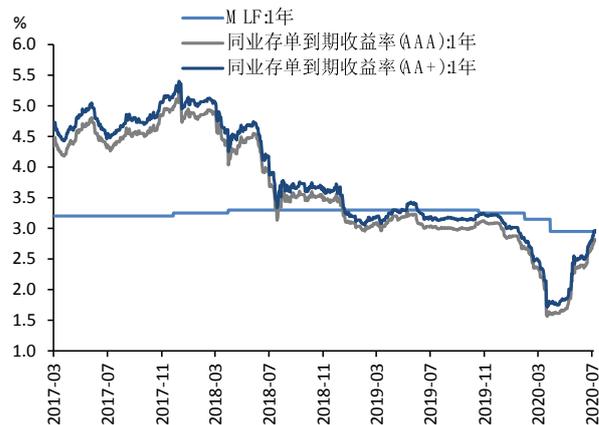
数据来源：东北证券，公开资料整理

图 7: 7月公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 同业存单利率逐步向 MLF 利率靠拢



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：DR007 回升至 2.2%，中长端利率持续上行

7月隔夜利率走势分化，GC001 大幅回落，DR001 小幅下行。截至 7 月 31 日，SHIBOR 隔夜当月上行 0.3BP 至 1.79%，DR001 小幅下行 1.33BP 至 1.82%。GC001 受 6 月最后一周异常大幅抬升影响，本月下行 304.6BP 至 2.56%。7 月最后一周，SHIBOR 隔夜、DR001 较前一周分别下行 5.5BP、1.77BP，GC001 受融资需求增加影响导致当周利率大幅上行 62.4BP。

7 月 DR007 主要以 2.20% 为上限进行区间波动。截至 7 月 31 日，R007 较上月末下行 72.65BP 至 2.33%，DR007 较上月末小幅下行 6.46BP 至 2.24%，7 月最后两周 DR007 基本在 2.1%-2.2% 区间内波动。较 6 月而言，市场利率逐步抬升至政策利率，说明货币政策正从过度宽松逐步回归至常态化。而常态化意味着市场利率是以政策

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_3513

