

证券研究报告 / 宏观数据

7月中下旬流动性缺口走阔，降准概率有所加大

——6月流动性观察及7月展望

报告摘要：

7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、银行缴准五方面来看，7月预计新增财政存款7000-8000亿元，M0及库存现金小幅流出，逆回购到期5500亿元，MLF/TMLF到期近7000亿元，银行缴准规模较小，外汇占款小幅波动。整体来看，受所得税缴纳导致财政存款增加以及大量货币工具到期影响，7月份流动性缺口规模约2万亿，缺口走阔集中于7月中下旬，提供降准窗口期。

货币市场：6月受MLF资金大量到期，特别国债发行回笼流动性等因素影响，央行公开市场操作频率加快，并规定公开市场操作时间，进行预期管理，呵护态度较为明显。但央行维护合理充裕的流动性主要体现于将银行间市场的资金总量维持合理水平，价格方面未开启新一轮降息操作，资金利率相较于4-5月份的低位实质上处于边际抬升的阶段。6月央行净回笼6600亿元，14天逆回购利率补降20BP至2.35%。6月DR007小幅下行1.26BP至2.13%，3MAAA同业存单到期收益率上行54BP至2.11%。

实体经济：6个月国股银票转贴现利率较上月大幅上行72.43BP至2.77%。同期限AAA+同业存单利率大幅上行66.07BP至2.18%。6月短端中票信用利差低位上行。6月1年期中票信用利差走阔15.56BP至57.29BP。

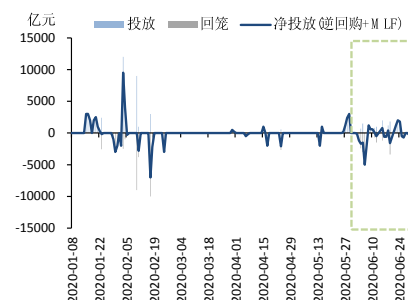
债券市场：6月利率债净供给环比下降，较5月环比下降近1万亿元，主要源于地方债发行放缓。6月同业存单净供给大幅增加，环比上升仅5000亿元。6月1年期、10年期国债分别上行54.85BP、15.61BP至2.15%、2.86%，10-1年国债利差较上月收窄39BP至71BP。

股票市场：6月资金供给大幅增加，其中杠杆资金净流入688亿(环比+313亿)，北向资金净流入541亿(环比+240亿)，机构资金流入1467亿(环比+128亿)；6月资金需求增加，其中重要股东净减持595亿(环比+71亿)，股市募资933亿(环比+200亿)，限售股解禁2288亿元(环比-506亿)。

海外市场：6月美元指数小幅下行，较5月末下降0.76至97.50。人民币贬值压力缓和，6月美元兑人民币中间价调升761点至7.0555。6月10年期美国、日本国债利率保持低位，分别为0.64%、0.025%。10年期德国国债下行6.0BP至0.47%。

风险提示：经济修复边际放缓，国内货币政策收紧。

相关数据



相关报告

《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

《央行释放呵护信号，压降结构性存款影响有

限——流动性周度观察（2020年第24周）》

20200614

《资金利率大幅抬升，债市持续承压——流动性周度观察（2020年第23周）》

20200607

《6月降准降息可期，短期债市维持牛格局——5月流动性观察及6月展望》

20200531

《债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶——流动性周度观察（2020年第21周）》

20200524

《债市维持震荡，收益率曲线将进一步陡峭化——流动性周度观察（2020年第20周）》

20200517

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 7月银行间流动性展望.....	5
1.1. 财政存款：预计增加 7000-8000 亿元.....	5
1.2. M0、库存现金：预计小幅流出.....	5
1.3. 货币政策工具：到期 12477 亿元.....	5
1.4. 银行缴准：影响较小.....	6
1.5. 外汇占款：小幅流出.....	6
2. 货币市场：资金总量呵护，利率边际抬升.....	7
2.1. 公开市场操作：MLF 降息落空，14 天逆回购利率补降.....	7
2.2. 资金利率：DR007 逼近 2.2%，中长端利率持续上行.....	8
3. 实体流动性：6月票据利率大幅上行，信用利差走势分化.....	9
3.1. 票据利率：6月转贴现利率大幅上行.....	9
3.2. 信用利差：6月短端信用利差明显上行.....	10
4. 债市流动性：6月利率债净供给回落，国债收益率大幅上行.....	10
4.1. 一级市场：6月利率债净供给大幅减少，同业存单净供给大幅增加.....	10
4.2. 二级市场：6月利率债成交持续下降，国债利率大幅上行.....	12
5. 股市流动性：6月资金供给大幅增加，资金需求环比回落.....	13
5.1. 资金供给：6月杠杆资金持续流入，机构资金流入规模增加.....	13
5.2. 资金需求：6月股票市场资金需求增加.....	14
6. 海外：6月人民币贬值压力缓和，美日国债利率保持低位.....	15
6.1. 汇率：6月美元指数小幅下行，人民币贬值压力缓和.....	16
6.2. 债券：美日国债利率保持低位，德国国债利率小幅下行.....	17

图表目录

图 1: 财政存款季节性走势	6
图 2: 财政存款来源结构	6
图 3: M0 及库存现金环比变动值	7
图 4: 公开市场操作到期情况	7
图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数	7
图 6: 2015 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	7
图 7: 6 月公开市场操作与到期情况	8
图 8: 6 月货币政策工具净投放情况	8
图 9: 隔夜利率走势分化	9
图 10: 6 月 1M 及 3M SHIBOR 利率持续上行	9
图 11: 6 月 7 天质押式回购利率走势分化	9
图 12: 6 月同业存单到期收益率大幅上行	9
图 13: 6 月票据转贴现利率大幅上行	10
图 14: 6 月中票利率大幅上行	10
图 15: 6 月中票信用利差走势分化	10
图 16: 各品种利率债发行规模	11
图 17: 利率债净供给环比下降	11
图 18: 6 月同业存单净供给规模大幅增加	11
图 19: 6 月同业存单发行利率大幅上行	11
图 20: 利率债成交额环比下降	12
图 21: 同业存单成交量环比上升	12
图 22: 6 月国债利率上行	13
图 23: 6 月国开债利率上行	13
图 24: 6 月国债收益率曲线	13
图 25: 3 个月理财产品成本收益率下行	13
图 26: 6 月融资买入额小幅增加	14
图 27: 6 月杠杆资金持续流入	14
图 28: 6 月北向资金继续大规模流入	14
图 29: 6 月机构资金规模放量	14
图 30: 6 月股票市场融资规模增加	15
图 31: 6 月限售股解禁规模持续下降	15

图 32: 6 月重要股东净减持规模环比上升	15
图 33: 6 月人民币汇率贬值压力缓解.....	16
图 34: 6 月美元指数小幅下降	16
图 35: 6 月 10 年期美债收益率保持低位	17
图 36: 6 月中美利差继续上行	17
图 37: 6 月德国 10 年期国债收益率下行	17
图 38: 6 月日本 10 年期国债收益率保持低位.....	17
表 1: 6 月国内货币政策回顾.....	8
表 2: 6 月海外政策回顾.....	15

1. 7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，7月预计新增财政存款 7000-8000 亿元、M0 及库存现金小幅流出、逆回购到期 5500 亿元，MLF/TMLF 到期近 7000 亿元、银行缴准规模较小，外汇占款小幅波动。整体来看，受企业所得税缴纳导致财政存款增加以及大量货币工具到期影响，7月份流动性缺口规模约 2 万亿，缺口走阔主要集中于7月中下旬发生，提供降准窗口期。

1.1. 财政存款：预计增加 7000-8000 亿元

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，7月受企业缴纳所得税因素影响，新增财政存款处于年内高点，过去5年新增财政存款均值为 7814 亿元，2019 年7月新增财政存款为 8091 亿元。而今年7月面临财政收支差额的收窄以及政府债券的平稳发行，预计今年7月新增财政存款为 7000-8000 亿元左右，向市场回笼流动性。

从财政收支来看，过去5年内，7月财政收入-财政支出的均值为 3040 亿元，2019 年7月为 2966 亿元。一方面，今年的财政收入端继续受到减税降费的制约。根据政府工作报告安排，今年要继续执行去年的减税降费安排，小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年，预计全年为企业新增减负超过 2.5 万亿元，超过 2019 年的 2.36 亿元。另一方面，财政支出随着赤字率的增加也会相应加大，保就业、保民生、保市场主体等任务急需财政发力。整体来看，预计今年财政收支差额将较去年有所收窄，初步预计7月财政收支为 2000 亿元。

6月18日，特别国债开始发行，截止6月底共计发行 2900 亿元，按照7月底前计划发行 1 万亿的进度来看，7月特别国债还剩余 7100 亿元的发行额度。财政部为保障抗疫特别国债平稳顺利发行，将适当减少 6、7 月份一般国债、地方债发行量，为特别国债发行腾出市场空间。我们预计国债发行将以特别国债为主，地方债发行节奏相应放缓预计为 3000-4000 亿元左右（6月近 2900 亿元），结合7月国债及地方债分别到期 3971 亿、2715 亿元。我们预计7月政府债券净供给约为 4000-5000 亿元左右，上年同期为 5700 亿元。

1.2. M0、库存现金：预计小幅流出

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，2-5 月 M0 和库存现金共计回流 15468 亿元，已多数完成回流。我们预计7月 M0 及库存现金主要以季节性表现为主。从过去5年情况来看，7月 M0 及库存现金主要表现为小幅流出，环比减少 -20 亿元。

1.3. 货币政策工具：到期 12477 亿元

从货币政策工具到期情况来看，7月公开市场操作净回笼 12477 亿元。7月1日-7

月 7 日共有 5500 亿元逆回购到期。7 月 15 日及 7 月 23 日各有 2000 亿元的 MLF 到期，7 月 23 日 2977 亿元 TMLF 到期。

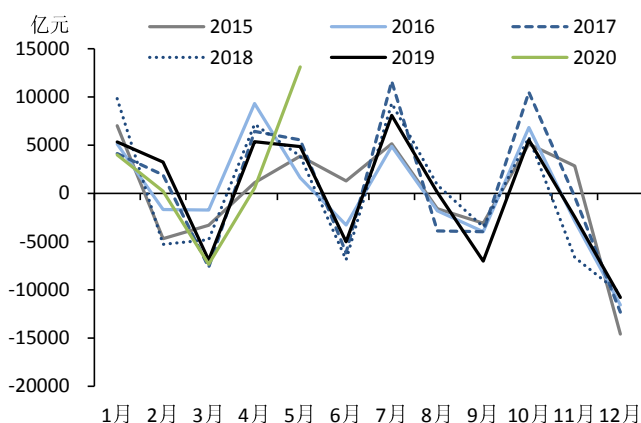
1.4. 银行缴准：影响较小

从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，7 月份新增银行存款平均为-97 亿元，为年内低点，主要源于非银存款往往呈现出季初大幅增加的规律。2019 年 7 月，新增人民币存款 6420 亿元，非银存款新增 13400 亿元。我们预计今年 7 月新增人民币存款规模要高于上年同期，考虑到 6 月新发基金规模已经较高，7 月非银存款出现巨增的概率不大，预计 7 月整体缴准规模相对较小。

1.5. 外汇占款：小幅流出

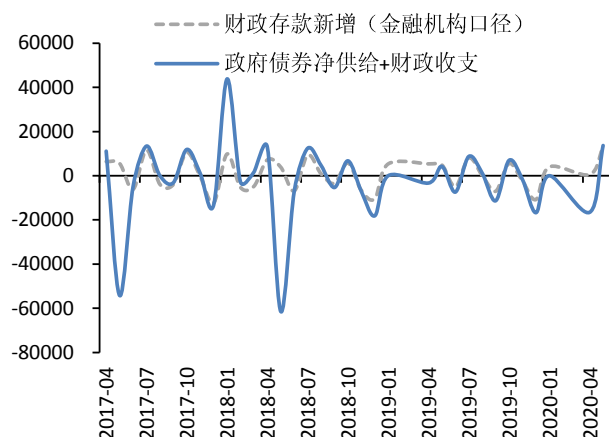
今年 2 月以来，我国外汇占款规模持续走低，但整体规模可控。2-5 月外汇占款环比分别减少 125 亿元、170 亿元、164 亿元、112 亿元。6 月随着美元指数的回落，人民币贬值压力逐步缓和。同时从近期跨境资本流动情况来看，外汇市场供求基本平衡。今年以来银行结售汇继续呈现顺差，5 月环比增加近 650 亿元。我们预计 7 月外汇占款预计继续呈现小幅波动，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



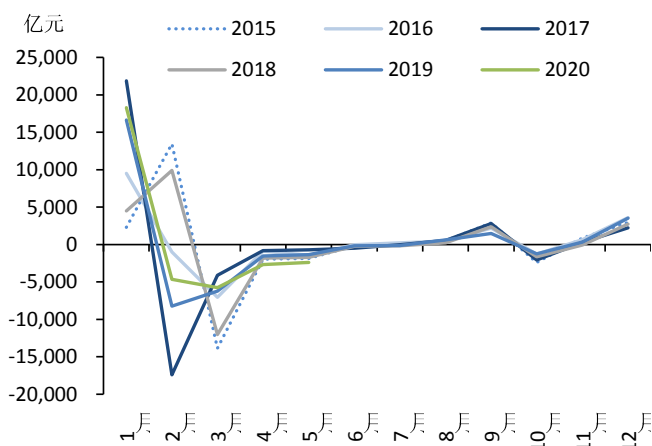
数据来源：东北证券，Wind

图 2：财政存款来源结构



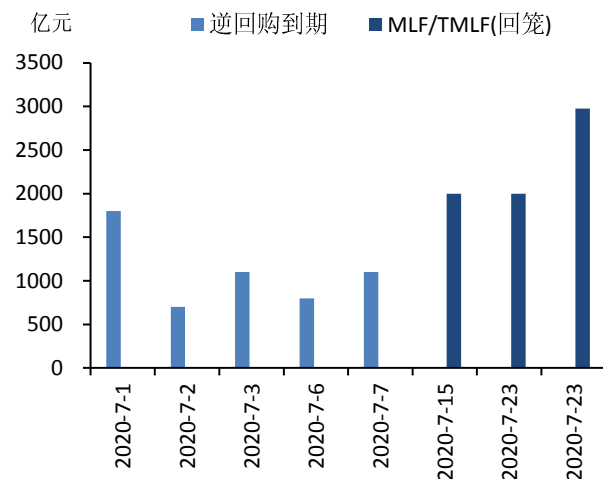
数据来源：东北证券，Wind

图 3: M0 及库存现金环比变动值



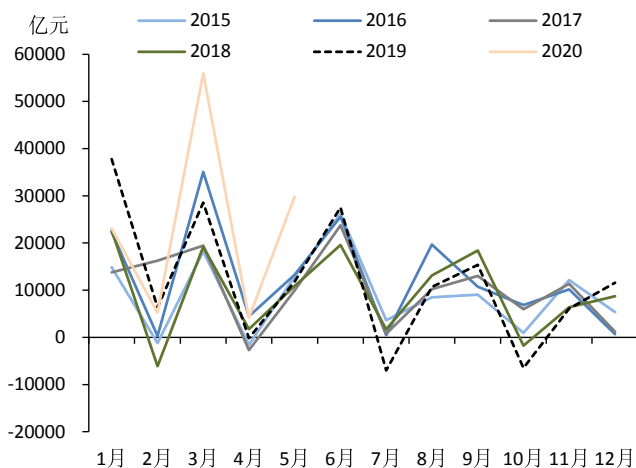
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 公开市场操作到期情况



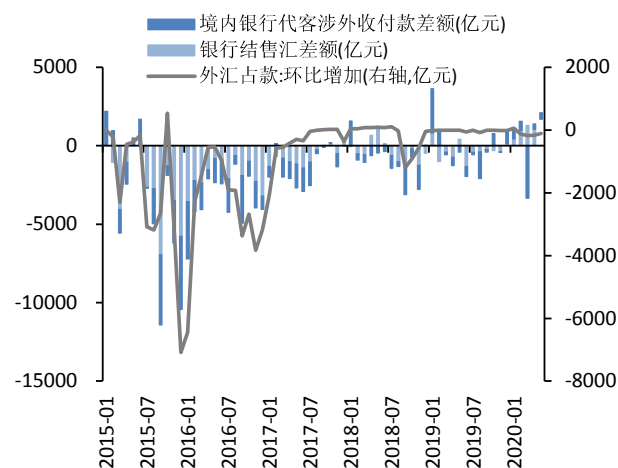
数据来源：东北证券，Wind

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: 2015 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：资金总量呵护，利率边际抬升

2.1. 公开市场操作：MLF 降息落空，14 天逆回购利率补降

6 月受 MLF 资金大量到期，特别国债发行回笼流动性等因素影响，央行公开市场操作频率加快，并规定公开市场操作时间，进行预期管理，呵护态度较为明显。但央行维护合理充裕的流动性主要体现于将银行间市场的资金总量维持合理水平，价格方面未开启新一轮降息操作，资金利率相较于 4-5 月份的低位实质上处于边际抬升的阶段。

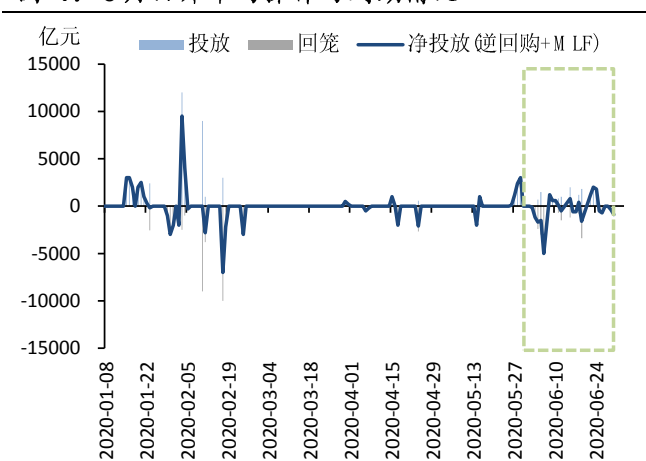
6 月央行共投放资金 16400 亿元，到期 23000 亿元，净回笼 6600 亿元。6 月共有两笔 7400 亿元到期，央行于月中一次性续作 2000 亿元，延续此前量缩价平的节奏，期间通过逆回购操作投放短期流动性进行补充。6 月 18 日，为维持半年末流动性平稳，央行重启 14 天逆回购，利率补降 20BP 至 2.35%。

表 1: 6 月国内货币政策回顾

时间	内容
6 月 1 日	央行推出了两项创新型货币政策工具，向中小微企业直接输送流动性。一是创设普惠小微企业贷款延期支持工具，提供 400 亿元再贷款资金用于向地方法人银行提供激励，预计支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元。二是创设普惠小微企业信用贷款支持计划，提供 4000 亿元再贷款资金，预计可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约 1 万亿元。
6 月 12 日	北京银保监局下发《关于结构性存款业务风险提示的通知》，对辖内银行着重进行提示，要求年内结构性存款业务增长过快的银行（辖内），应切实采取有力措施，逐月压降本行结构性存款规模，在 2020 年末，将总量控制在监管政策要求的范围之内。
6 月 17 日	国常会指出，“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元；综合运用降准、再贷款等工具。”
6 月 18 日	央行领导在陆家嘴论坛发言称，“疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”
6 月 18 日	央行重启 14 天逆回购操作，政策利率补降 20BP 至 2.35%。

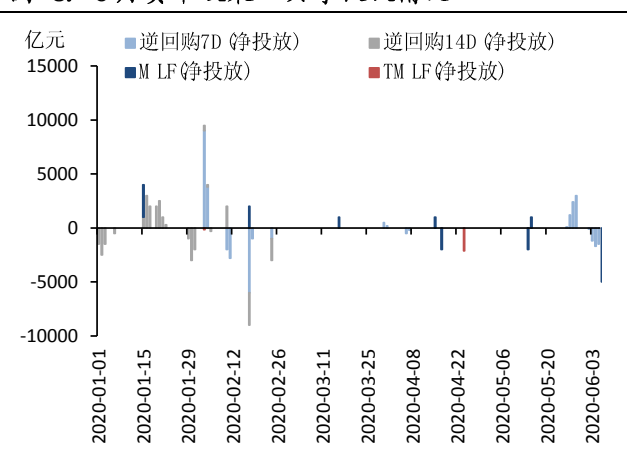
数据来源：东北证券，公开资料整理

图 7: 6 月公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 6 月货币政策工具净投放情况



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：DR007 逼近 2.2%，中长端利率持续上行

6 月隔夜利率走势分化，GC001 大幅上行，DR001 大幅回落。截至 6 月 24 日，SHIBOR

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_4274

