

➤ 六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升

总体看，6 月资金面仍延续均衡，资金利率保持低于 7 天期逆回购利率的状态，但资金利率中枢仍略有抬升：一方面是季节性影响，但并未跨越季节波动范围；而另一方面，两大技术因素逐步退坡，同时经济弱复苏、政府债发行净融资放量，国股票据利率上行显示宽信用进程政策推进，实体融资需求边际回暖，而与此同时央行逆回购投放力度也不及预期，这些因素均给资金面造成一定压力。

➤ 展望 7 月，资金面怎么看？

一方面，央行利润上缴、财政留抵退税两大技术性因素逐步退坡，资金面本就有一定压力，另一方面，社融修复斜率是 7 月资金面的重要影响因素，这其中关键一是政府债净融资情况，二是实体融资需求变化，因而仍需要货币财政政策呵护，毕竟当前宏观内外环境决定了宽信用还得宽财政助力，而宽财政之下货币政策需联动。

（1）社融修复仍需增量政策工具支持

一方面，7 月政府债发行速度大概率回落，当前新增专项债发行已基本实现在 6 月底完成大部分发行工作的目标，**财政后续增量政策无疑是关键变量**。无论是调整赤字还是发行特别国债，均属预算调整范畴，从流程上看，下一个关键节点对应的是 8 月中下旬的人大常委会会议，以及此前 7 月末的政治局会议，重点关注是否有预算调整的相关提法。

而另一方面，影响居民和企业中长贷的关键变量，即地产景气度，目前来看仍需更多增量政策的出台支持，**对应需要有货币政策的积极配合**。

（2）央行会如何操作？

稳增长、宽信用诉求之下，一个基本前提便是合理充裕的流动性环境，与此同时金融机构也需要稳定的负债端资金来源，因此货币政策总量宽松窗口仍未关闭，但内外均衡考虑之下，海外加息将对政策利率调降形成约束，毕竟降息信号意义过强。

由此展望 7 月，资金利率或将继续维持合理充裕，毕竟在经济回到合理运行区间、宽信用得到确认之前，流动性环境不会大幅扭转，这当中需要前瞻性地关注社融修复的斜率，而宽信用需宽财政保驾护航，因而关键还得看增量财政政策工具。而在此之前，仍处于政策观察窗口期，预计期间流动性仍将维持在合理充裕水平。

当前而言，外围约束下央行调降政策利率的概率并不高，但维持一个较为宽松的流动性环境仍有必要。量需要给够，当然不一定是降准。在此图景下演绎，虽然此前低位的资金利率或难以再现，但 7 月整体还会保持均衡状态，中枢有所上移，波动有所加大，但仍有度。

➤ 对债市有何影响？

对债市而言，政策联动与宽信用进程是市场关注和博弈的重心，未来破局的关键信号在于宽信用的成色以及增量政策工具的出台。**短期内流动性维持宽松仍较为确定，在宽信用得到确认、社融信贷明显改善、增量工具出台之前，预计长端或仍维持区间震荡局面。**

➤ **风险提示：**政策不确定性；基本面变化超预期；海外地缘政治冲突。



分析师 **谭逸鸣**

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

相关研究

1. 资金面专题：技术性因素消退叠加政策发力，资金面怎么看？
2. 利率专题报告：5 月资金面会有哪些变化？
3. 利率专题：当前就业的总量与结构问题
4. 利率专题：经济见底，央行未动，何以破局？
5. 利率专题：三问存单利率

目录

1 六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升	3
1.1 两大技术性因素仍有支撑，但逐步退坡	3
1.2 央行公开市场操作力度较小	4
1.3 政府债发行加速，净融资放量	5
1.4 实体融资需求边际回暖	5
2 七月资金面会有哪些变化？	7
2.1 银行体系资金缺口静态预估	7
2.2 还有哪些需要关注的问题？	10
3 对债市有何影响？	14
4 小结	15
5 风险提示	17
插图目录	18

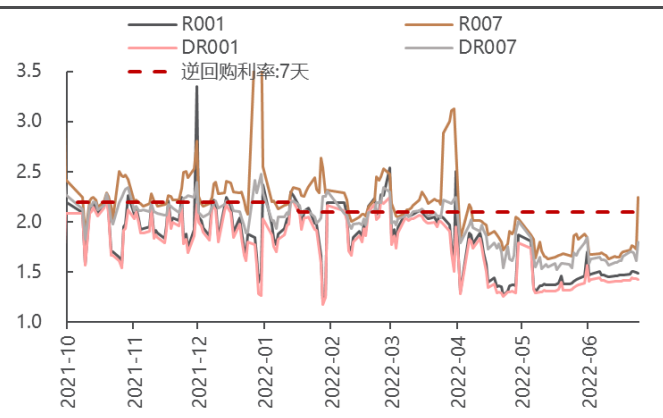
1 六月资金面延续宽松，但中枢略有抬升

总体看，6月资金面仍延续均衡状态，其中尤其是7天保持基本稳定，资金利率保持持续低于7天期逆回购利率的状态，但资金利率中枢仍略有抬升：

一方面是季节性影响，并未跨越季节波动范围；而另一方面，两大技术因素逐步退坡，同时经济弱复苏、政府债发行净融资放量，国股票据利率上行显示宽信用进程政策推进，实体融资需求边际回暖，而与此同时央行逆回购投放力度也不及预期，这些因素均给资金面造成一定压力。

在此背景下，7月资金面和债市又将如何演绎？本文聚焦于此。

图 1：资金利率与政策利率（%）



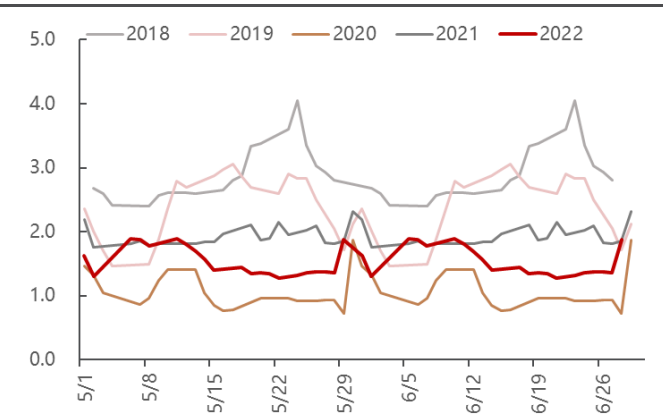
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：DR007 与 7 天逆回购利率利差（BP）



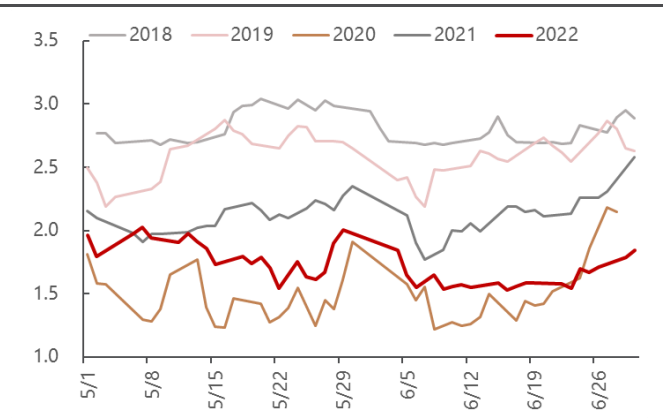
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：历年 5-6 月 R001（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：历年 5-6 月 DR007（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.1 两大技术性因素仍有支撑，但逐步退坡

央行上缴结存利润，相当于直接投放基础货币，作用与降准相当，对维持银行

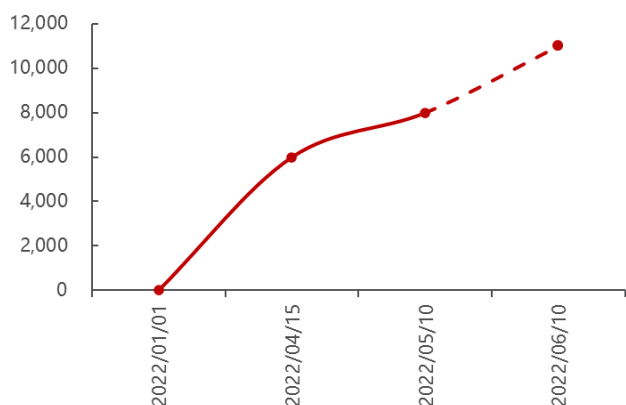
间流动性平稳有直接效果，这一点在今年4月“央行23条”以及5月10日留抵退税新闻发布会均有提及。

从上缴节奏和进度看，3月8日，央行宣布向中央财政上缴结存利润；截至4月中旬，已上缴6000亿元；截至5月10日，已上缴8000亿元；6月2日，央行外汇局新闻发布会再次提及今年已上缴8000亿。按此节奏和上缴进度来看，6月结存利润上缴对流动性仍有支撑。

财政留抵退税方面，5月23日，国常会追加1400亿元，全年留抵退税规模共计1.64万亿元；截至5月16日，全国已有9796亿元留抵退税款退到企业账户；6月10日，国家税务总局新闻发布会上提及已完成新增退税1.43万亿；6月21日，财政部作中央决算报告时提及，6月30日前基本退还符合条件的存量留抵税额，由此来看留抵退税对6月流动性仍提供支持。

但总结来看，两大技术性因素已逐步消退，预计对7月资金面支持力度逐渐消退。

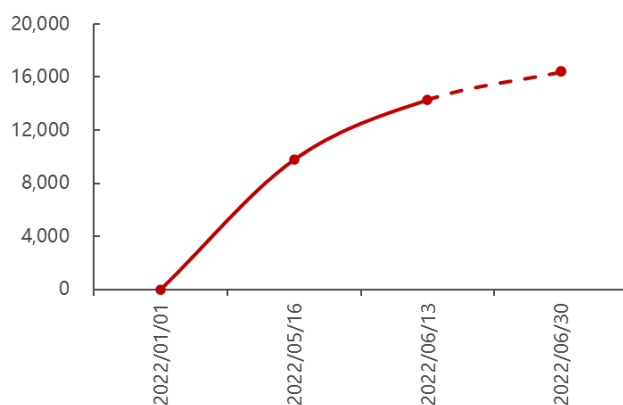
图5：央行结存利润上缴规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：虚线表示预计进度，不代表真实进度。

图6：留抵退税规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

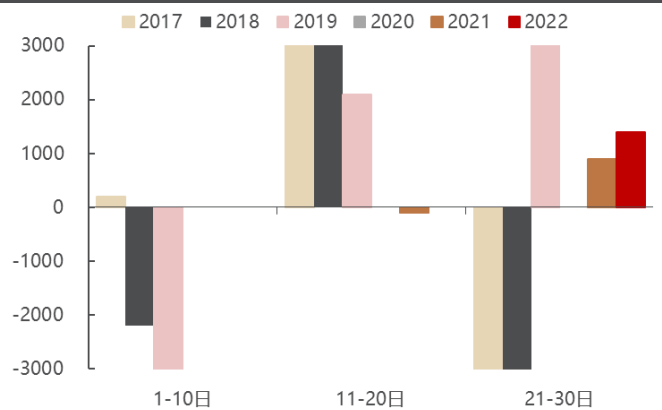
注：虚线表示预计进度，不代表真实进度。

1.2 央行公开市场操作力度较小

6月央行公开市场操作力度低于季节性水平。临近季末，资金利率本就季节性趋紧，而今年6月央行公开市场净投放力度明显低于往年。在6月24日之前，6月逆回购净投放为0亿元；6月MLF也依然是等量续做。

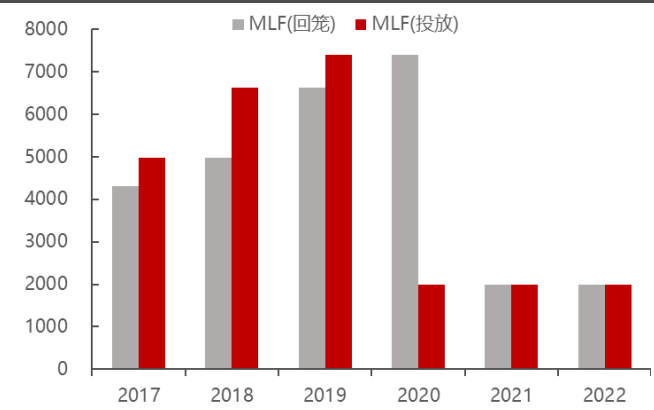
而6月24日后，临近季末，为维护流动性合理充裕，央行逆回购投放力度有所加大，截至6月27日，6月逆回购净投放达到1400亿元，但仍低于历史同期水平。

图 7：历年 6 月逆回购净投放（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 8：历年 6 月 MLF 投放与到期（亿元）



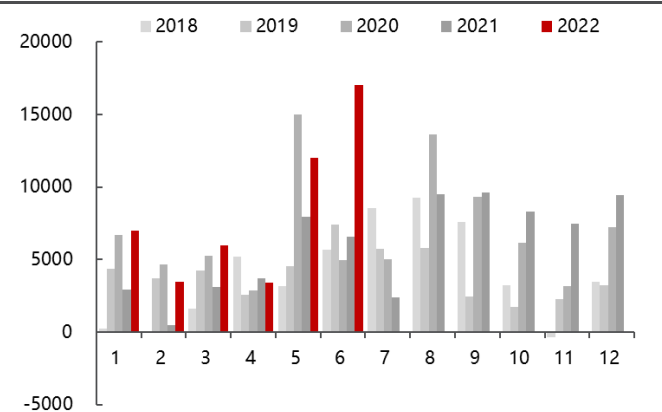
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 政府债发行加速，净融资放量

6 月政府债发行进一步加速，净融资额显著高于季节性水平。

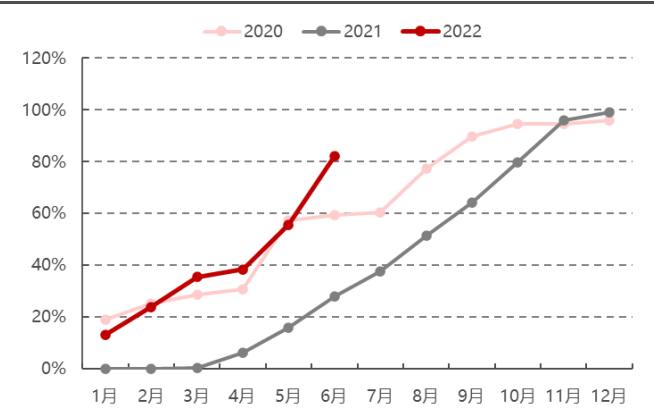
其中，专项债发行加速尤其明显，在“加快今年已下达的 3.45 万亿元专项债券发行使用进度，在 6 月底前基本发行完毕”目标之下，今年专项债发行进度明显快于 2020-2021 年同期，6 月发行速度提速明显，对资金面造成一定扰动。

图 9：政府债净融资额（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 10：专项债发行进度（%）



资料来源：wind，民生证券研究院

1.4 实体融资需求边际回暖

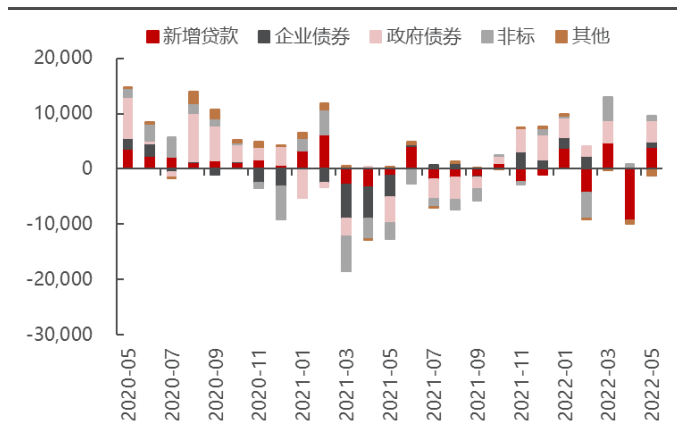
首先从已公布的 5 月金融数据来看，社融总量不弱，且结构上略有改善，反映疫情逐步平稳、宽信用政策发力下，实体融资需求开始呈现边际转好态势。

6 月而言，一方面政府债发行节奏加快，另一方面从高频数据看，6 月地产销售有所回暖，而拿地情况则延续走弱，由此推测 6 月居民中长贷表现或优于企业

中长贷表现，社融总量及结构预计好于5月。

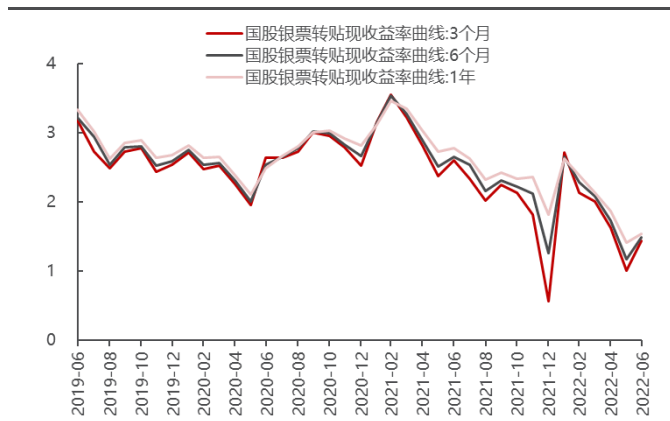
其次6月票据利率持续下行，或印证实体融资需求有所回暖，宽信用正在推进。

图 11：新增社融结构（亿元）



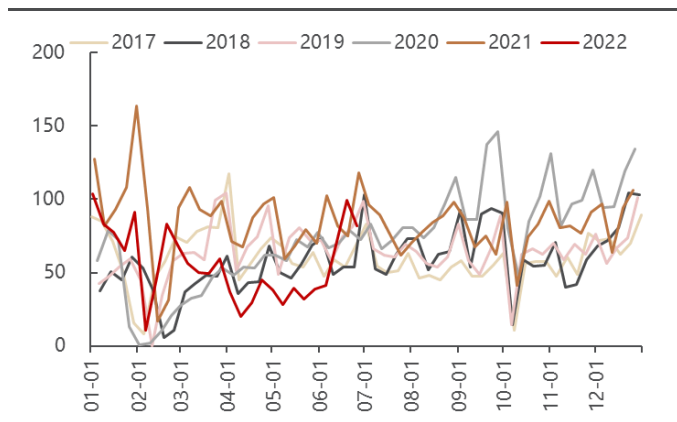
资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：票据利率（%）



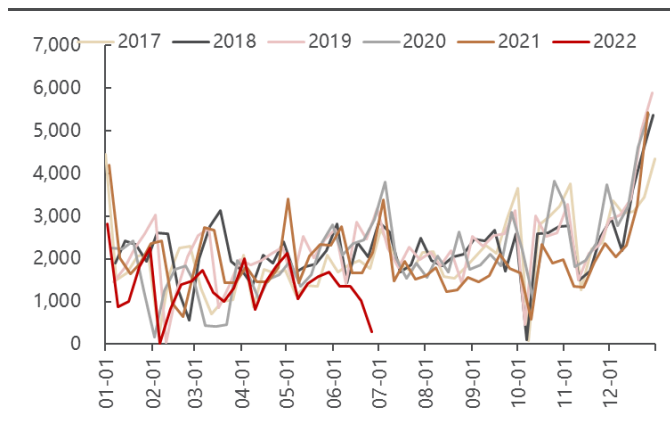
资料来源：wind，民生证券研究院

图 13：30 大中城市商品房成交面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 14：100 大中城市:成交土地占地面积（万平方米）



资料来源：wind，民生证券研究院

2 七月资金面会有哪些变化？

2.1 银行体系资金缺口静态预估

1、货币发行方面，历史观察，近年（2016-2021年）7月货币发行环比变动在[-246, 217]亿元之间，考虑到今年以来货币发行整体高于季节性水平，预计今年7月货币发行环比增加同样高于季节性水平，在200亿元左右。

2、财政存款方面，预计7月财政存款环比增加4080亿元，具体而言：

（1）一般公共预算收支：一般公共预算收入方面，5月以来经济逐步修复，留抵退税影响逐步退坡，预计7月财政收入将回升至季节性水平为19000亿元，财政加大发力下预计财政支出略高于季节性水平，预计为16000亿元左右。对应得到一般公共预算收支差额为3000亿元。

（2）政府性基金预算收支：由于年初至今土地出让景气度低迷，土地出让收入持续下滑，基金收支差额显著低于季节性水平，近年6-7月政府基金收支差额在[-5518, 974]亿元之间，预计今年7月政府性基金收支差额延续今年以来疲弱走势，预计为-1200亿元。

（3）政府债净融资：国债方面，第三季度发行计划暂未公布，我们预计7月国债净融资接近历史同期均值为1100亿元。

地方债方面，截至6月24日，已披露的各地方政府计划在7月发行地方债共计1779亿元。其中新增专项债380亿元，再融资专项债241亿元，新增一般债478亿元，再融资一般债681亿元。

但披露计划或有不全。当前新增一般债和新增专项债发行进度分别为76%、82%，合计发行进度81%，按照6月地方债发行速度推演，以7月地方债发行进度达95%实现“基本完成”目标计算，预计7月地方债发行规模为6100亿元左右，根据wind统计7月到期地方债4920亿元计算，对应净融资为1180亿元。

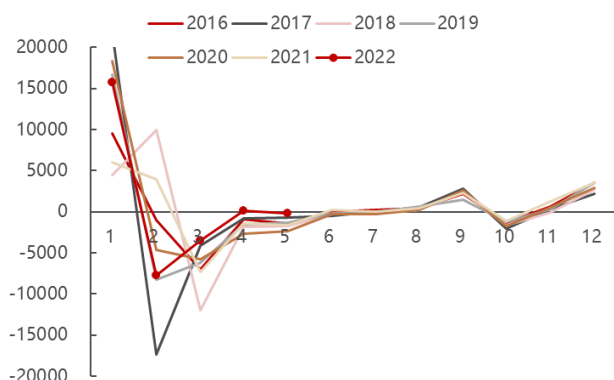
综上，预计7月政府债净融资额为2280亿元。

3、外汇占款方面，一方面美元兑人民币汇率走强之下，企业及个人结售汇意愿减弱，另一方面海外经济及需求受货币政策紧缩影响而受到抑制，考虑到近年（剔除极端值）外汇占款环比变动范围为[-50, 100]亿元左右，预计7月外汇占款环比变动低于季节性水平为-100亿元。

4、银行缴准方面，剔除极端值后，历年7月银行缴准规模环比在[-7926, 429]亿元之间，预计今年7月缴准规模环比在-2500亿元左右。

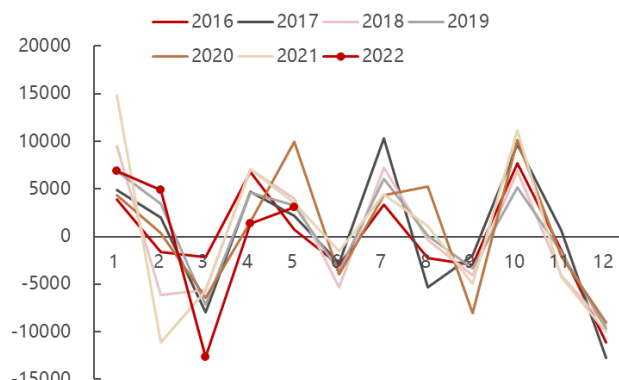
综上所述，不考虑央行操作，预计今年7月货币发行200亿元左右，财政存款环比增加4080亿元，外汇占款环比减少100亿元左右，银行缴准规模环比-2500亿元左右，合计银行体系资金减少1480亿元。

图 15：货币发行环比变动季节性（亿元）



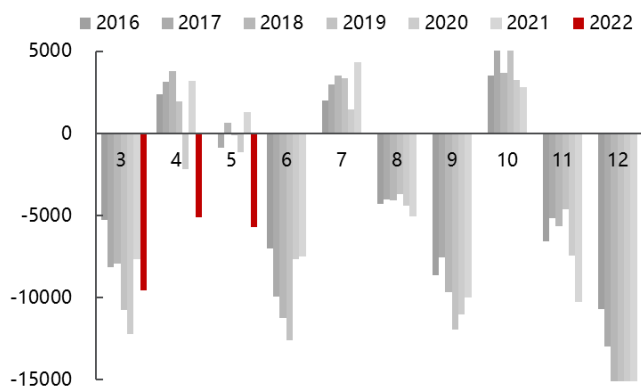
资料来源：wind，民生证券研究院

图 16：财政存款环比变动季节性（亿元）



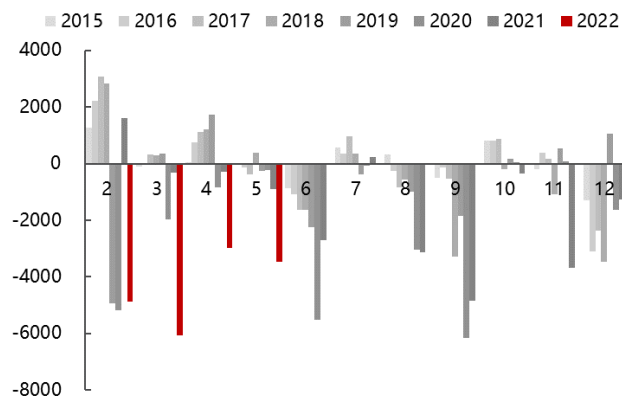
资料来源：wind，民生证券研究院

图 17：财政收支差额季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 18：政府性基金收支差额季节性（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图 19：国债净融资季节性（亿元）



图 20：地方债净融资季节性（亿元）



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_43341

