



靳毅：降准落地后，还需要担忧供给冲击么？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 靳毅团队



投资要点

本周债市热点 关于三季度“国债+专项债”发行放量，是否会对资金面形成显著冲击的问题。本文参考 2018 年三季度同等规模的利率债发行情况，估算 2021 年 7-9 月份超储率分别为 1.3%、1.2%、1.2%，超储率水平并不低。从这一角度来看，三季度利率债发行放量对于资金面的冲击可控。

本周流动性跟踪 本周央行维持每日 100 亿逆回购投放数量，缩量续作 1000 亿元 MLF。本周四，央行正式下调存款准备金率 0.5 个百分点。除 R014 外，银行间资金利率均下行。7 月 16 日，相较于上周五（7 月 9 日，下同），银行间质押式回购利率方面，R001 下行 11.51BP，R007 下

行 3.08BP, R014 上行 1.91BP。存款类质押式回购利率方面, DR001 下行 8.93BP, DR007 下行 3.80BP, DR014 下行 2.30BP。SHIBOR 利率均下行。7 月 16 日, SHIBOR 隔夜为 2.1150%, 下行 9.10BP; SHIBOR1 周为 2.2010%, 下行 1.90BP; 1 月期 SHIBOR 为 2.3180%, 下行 3.30BP; 3 月期 SHIBOR 为 2.4040%, 下行 3.10BP。

本周一二级市场 一级市场方面, 本周利率债净融资额较上周减少。本周一二级市场共发行 50 支利率债, 实际发行总额为 3427.63 亿元, 较上周减少 1700.14 亿元; 总偿还量为 4288.39 亿元, 较上周增加 85.48 亿元; 净融资额为-860.76 亿元, 净融资较上周减少 1785.62 亿元。利率债招标倍数普遍在 5 倍及以上, 需求较好。国债、国开债收益率全面下行。7 月 16 日, 1 年期国债收益率为 2.2719%, 较上周五下行 7.55BP; 10 年期国债收益率报 2.9432%, 下行 6.73BP; 1 年期国开债收益率报 2.3942%, 较上周五下行 5.58BP; 10 年期国开债收益率报 3.3378%, 下行 7.24BP。

风险提示 新冠疫情变化, 货币政策超预期。

报告正文

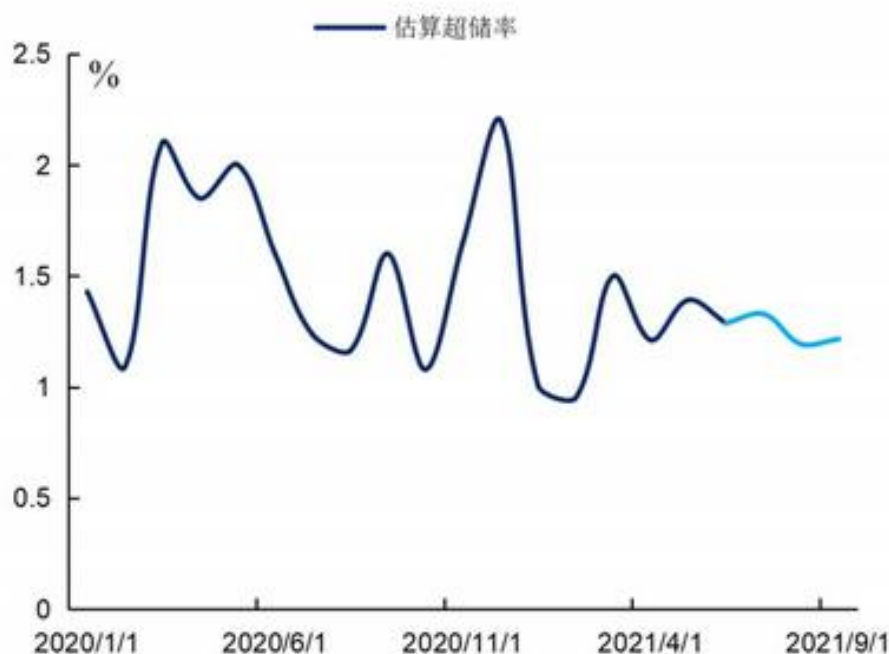
1、降准落地后, 还需要担忧政府债供给冲击么?

7 月 15 日, 央行降准落地, 释放长期资金 1 万亿元。同一天, 央行净回笼 MLF3000 亿元。综合来看, 本次降准操作后, 央行投放长期资金 7000 亿元。

降准落地后，债市利率出现显著下行，但当前市场仍普遍担忧三季度政府债务供给对于资金面的冲击。截止 6 月末，地方专项债发行仅完成全年进度的 34%，国债发行仅完成全年进度的 21%，发行节奏缓慢。

关于三季度“国债+专项债”发行放量，是否会对资金面形成显著冲击的问题。本文参考 2018 年三季度同等规模的利率债发行情况，估算 2021 年 7-9 月份超储率分别为 1.3%、1.2%、1.2%，超储率水平并不低。从这一角度来看，三季度利率债发行放量对于资金面的冲击可控。具体来看：

图 1：估算三季度超储率



资料来源：Wind、国海证券研究所

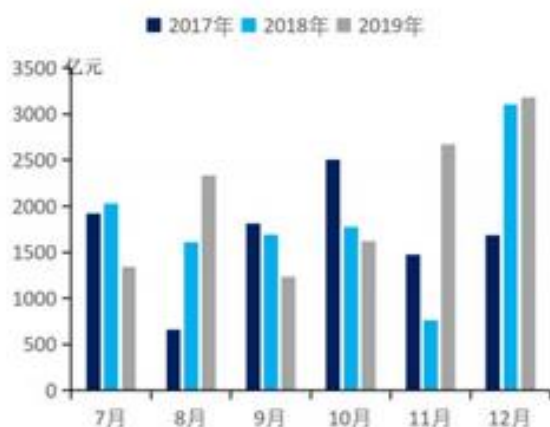
国债方面，截止 6 月底，2021 年国债净融资 5448 亿元。而今年中央政府财政赤字为 27500 亿元。历史上看，全年国债新增额度一般不发满，通常少于预算赤字限额 1000 亿元左右，因此估算下半年国债剩余新增 2.1

万亿元。同时，国债发行具有一定的季节性，四季度发行量高于三季度，因此大体预计三季度国债月均净融资 3000 亿元。

地方专项债方面，截止 6 月底，2021 年专项债净融资额 12015 亿元。而今年专项债新增限额为 3.46 万亿元，因此估算下半年专项债剩余新增 2.3 万亿元。同时，当年专项债一般在 11 月底前发完，且三季度月均发行量高于 9、10 月份，因此大体估算三季度专项债净融资月均 6000 亿元。

地方一般债方面，截止 6 月底，2021 年地方一般债净融资额 7547 亿元，已完成全年发行的 92%，剩余新增额度较小，对资金面的扰动不大。

图 2：历史上四季度国债净融资额高于三季度



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：2021 年地方专项债发行节奏迟缓



资料来源：Wind，国海证券研究所

政府债务发行规模较易估算，但政府债发行同时带来财政支出增长，这一部分较难预测。不过我们可以参考历史同期、同时政府债新增额度也类似时，财政存款的变化情况。

历史上，2018 年三季度利率债新增规模为 2.66 万亿，与我们估算的

2021 年三季度利率债新增规模 2.7 万亿近似，且 2018 年三季度政府债务发行节奏较为平滑。因此可以参考当时政府财政存款规模的变化，来估算接下来财政存款对于资金面的扰动。2018 年利率债新增情况与财政存款变化情况如下表：

表 1：2018 年三季度利率债新增与财政存款变动情况

	一般债新增	专项债新增	国债新增	利率债新增合计	财政存款环比变动
7 月	4907	1851	2031	8789	9345
8 月	3101	5103	1611	9814	850
9 月	-162	6449	1693	7980	-3473

资料来源：Wind、国海证券研究所

从 2018 年数据上看，尽管 2018 年 8、9 月政府债务净融资较高，但经过财政投放抵消后，8 月份财政存款仅小幅增加 850 亿，而 9 月份财政存款环比减少 3473 亿，利好超储回补。若这一情形在今年三季度继续演绎，则今年 8、9 月份的超储率，在财政投放的冲抵下，不会明显受到政府债务融资的扰动。

除利率债发行消耗超储外，常规信贷增长带来需缴准存款增长，也对超储产生一定消耗。而需缴准存款同比增速与 M2 走势一致，本次降准后，假设三季度需缴准存款增速为 8%。

图 4：需缴准存款增速与 M2 一致



资料来源：Wind、国海证券研究所

除此之外，假设三季度央行继续维持公开市场操作等量续作的态度。由此计算得到 7-9 月份超储率分别为 1.3%、1.2%、1.2%，超储率水平并不低。从这一角度来看，三季度利率债发行放量对于资金面的冲击可控。

2、流动性跟踪

2.1

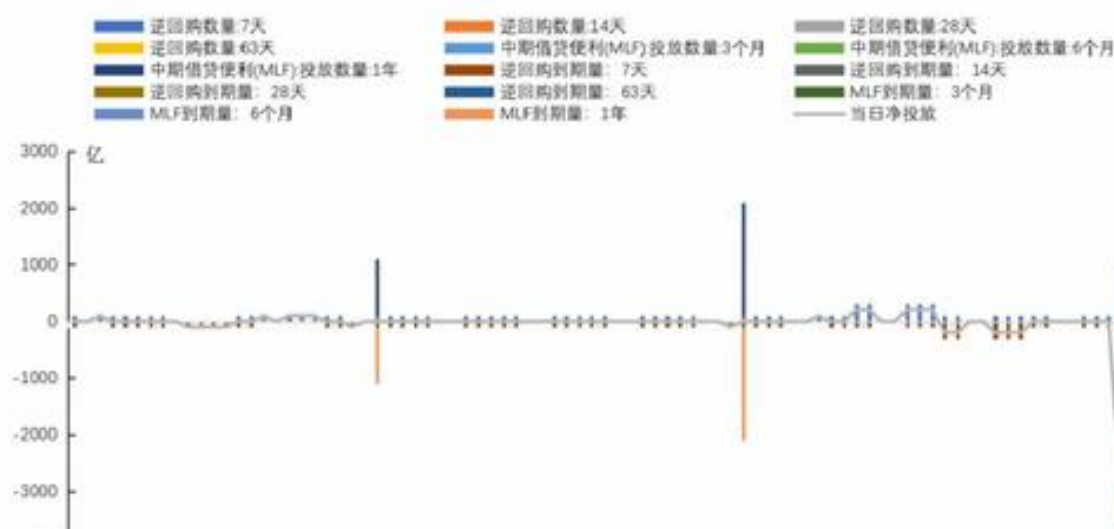
公开市场操作

本周央行维持每日 100 亿逆回购投放数量，缩量续作 1000 亿元 MLF，流动性宽松。本周央行共投放 500 亿元 7 天逆回购和续作 1000 亿 MLF。其中周一（7 月 12 日）有 100 亿 7 天逆回购；周二（7 月 13 日）有 100

亿元 7 天逆回购；周三（7 月 14 日）有 100 亿元 7 天逆回购，周四（7 月 15 日）有 100 亿元 7 天逆回购，续作 1000 亿 MLF，周五（7 月 16 日）有 100 亿元 7 天逆回购。本周共有 500 亿元央行逆回购和 4000 亿 MLF 到期。全口径公开市场操作实现净回笼 3000 亿元。

本周四（7 月 15 日）央行公告称，决定下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），释放长期资金约 1 万亿元。同时中期借贷便利（MLF）和公开市场逆回购利率均维持不变。

图 5：公开市场操作与到期（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_33073

