

2023年06月26日

6月超储率料在1.4%左右，7月资金或围绕政策利率波动——7月流动性展望


固定收益主题报告

证券研究报告

池光胜

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518100003

chigs@essence.com.cn

■ **5月超储率料降至1.1%附近，6月末或回升至1.4%左右。**5月末根据准备金存款计算的超储规模约为3.1万亿，超储率料降至1.1%附近。截至6月25日，6月央行逆回购、MLF和国库定存合计净投放资金5120亿，国债和地方债净融资规模在5604亿附近。假设MO、库存现金和再贷款等工具投放与历史同期均值接近，一般性存款同比假设与2023年5月持平，缴准基数和财政存款规模变动与历史同期均值接近，预计6月末超储率或回升至1.4%左右。

■ **7月政府债净融资规模有所回落，且缴准规模季节性下降，流动性缺口预计不大，资金利率或围绕政策利率波动。**政府存款方面，展望7月政府债发行，国债方面，三季度国债发行计划尚未发布，我们参考往年国债发行的平均水平进行预测，假设国债发行进度与过去五年（不含发行特别国债的2020和2022年）同期均值一致，预计7月国债发行量约为7550亿元。考虑7月国债到期偿还量约为8517亿元，预计净融资规模约为-967亿元，较6月有所回落。地方债方面，各省市披露的7月地方债新发行计划合计约为4600亿元，考虑到当前多数省市尚未公布发行计划并参考今年以来地方债计划发行和实际发行的差别以及历年7月地方债的发行节奏估计，则7月地方债发行规模预计处在7950亿附近。考虑到7月地方债到期规模约3956亿元，净融资规模约为3994亿元，较6月有所回落。综合国债和地方债，预计7月政府债发行规模约为1.55万亿，到期1.25万亿，净融资规模约为3000亿元。财政收支具有明显的季节性，参考2020-2022年三年的同期水平，我们预计2023年7月财政存款净回笼规模在1000亿附近。银行缴准方面，参考历史同期均值，结合金融机构加权平均存款准备金率为7.6%，则7月缴准带来的资金投放预计在1400亿元左右。货币发行方面，参照历史同期，7月居民和企业取现需求不高，MO和库存现金或小幅回笼流动性。外汇占款方面，近期人民币持续贬值，美元兑人民币中间价逼近7.2，外汇占款或延续流出。综合来看，在不考虑逆回购和MLF的情况下，7月流动性缺口不大，资金面有望维持平稳，或将围绕政策利率波动。

■ **6月同业存单利率先下后上，预计后续大幅上行的压力不大。**6月初资金面延续宽松，叠加存款利率调降，推动同业存单利率进一步下行，1年期股份行同业存单平均发行利率较5月末的2.42%下行了16个BP至6月15日的2.26%。但月中降息后，DR007即反弹，叠加税期走款和半年末因素扰动，后续几个交易日资金利率持续上行，资金面边际收敛，存单利率也继下行至2.26%后回升12个BP至21号的2.38%。后续，首先从供需角度来看，一方面三季度存单到期规模明显回落，7-9月分别到期1.72万亿、1.78万亿和1.75万亿，较5、6月的2.11万亿和2.47万亿明显下滑，续发压力减轻，另一方面尽管6月理财存量规模收缩下存单承接能力也明显渐弱，但理财规模的收缩更多是半年末的季节性回调，预计7月资金将会陆续回流，存单配置需求也有望回升；其次，从资金面来看，本轮降息是国常会“一批政策措施”中的一种，是为了“增强发展动能”，因此在其他政策有效出台、融资需求明显回升或经济持续回升向好之前，预计资金中枢难以明显抬升（详见报告《债市调整空间有多大？》），或将围绕政策利率波动。因此总体而言，预计同业存单利率后续大幅上行的压力不大。

■ **6月以来杠杆率先升后小幅震荡回落，但仍处于历史同期偏高水平。**6月初银行间市场流动性整体仍较为宽松，银行间质押式回购成交量一直在高位运行，5号到15号成交额均保持在8万亿元以上，隔夜成交占比也维持

相关报告

1分钟掌握端午节期间海内外全动态	2023-06-25
银行券商增利率减信用，基金保险全面增持——5月托管数据点评	2023-06-20
债市调整空间有多大？	2023-06-18
杭州土拍零距离（1/22）：五拍高热度持续，当地民企仍为拿地主力	2023-06-17
国家级新区城投平台梳理（7）：贵州贵安新区	2023-06-17

在 90%左右，处于历史同期偏高位置，但月中以来随着资金面边际收敛，质押式回购成交量明显回落，21 号已降至 7 万亿以下，隔夜成交占比亦明显回落，不过仍处于历史同期偏高位置。6 月以来银行间杠杆率亦先上行后震荡回落，由 5 月末的 108.1%上行至 6 月 15 日的 109.7%，后震荡回落至 21 日的 109.0%，不过处于历史同期偏高水平。

目 **风险提示：疫情发展超预期、信用风险超预期等。**

目 录

1. 6月流动性回顾：5月超储率料降至1.1%附近，6月末或回升至1.4%左右	4
2. 7月流动性展望：资金利率或围绕政策利率波动	4
3. 6月同业存单利率先下后上，预计后续大幅上行的压力不大	7
4. 6月以来债市杠杆率先升后降，但处于历史同期偏高水平	8

目 录

图 1：5月超储率料降至1.1%附近，6月末或回升至1.4%左右（标蓝色的部分为预测值）（%）	4
图 2：超储率与历史同期对比（%）	4
图 3：2023年国债发行节奏预估（亿元）	5
图 3：截至6月25日，部分省市已披露的7月份地方债发行计划（亿元）	5
图 3：2023年地方债发行节奏预估（亿元）	6
图 4：历年7月财政资金以净投放情况（%）	6
图 5：近年来财政收支同比增速（%）	6
图 6：缴准基数环比变动呈季节性波动（亿元）	7
图 7：1Y存单利率与银行资金利率对比（%，BP）	8
图 8：资金利率和1Y存单利率与政策利率对比（%）	8
图 10：6月债市杠杆率整体处于历史同期偏高水平（%）	8
图 11：6月整月隔夜成交占比处于历史同期偏高水平（%）	9

1.6 月流动性回顾：5 月超储率料降至 1.1%附近，6 月末或回升至 1.4%左右

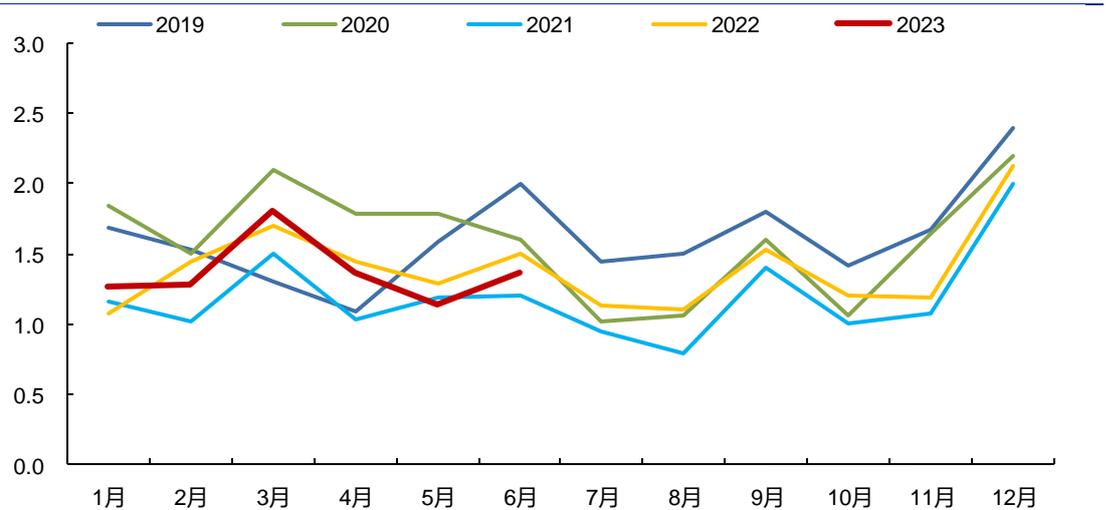
5 月超储率料降至 1.1%附近，6 月末或回升至 1.4%左右。5 月末根据准备金存款计算的超储规模约为 3.1 万亿，超储率料降至 1.1%附近。截至 6 月 25 日，6 月央行逆回购、MLF 和国库定存合计净投放资金 5120 亿，国债和地方债净融资规模在 5604 亿附近。考虑到历史季节性，假设 MO、库存现金和再贷款等工具投放与历史同期均值接近，一般性存款同比假设与 2023 年 5 月持平，缴准基数和财政存款规模变动与历史同期均值接近（详见报告《5 月末超储率或在 1.2%左右，6 月资金面有望维持平稳——6 月流动性展望》），预计 6 月末超储率或回升至 1.4%左右。

图 1：5 月超储率料降至 1.1%附近，6 月末或回升至 1.4%左右（标蓝色的部分为预测值）（%）

	2023/01	2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023M6
超储规模（根据准备金存款测算）	32492	33953	49692	38416	31108	
超储规模（分项加总测算）	33175	33613	49066	37712	30806	37699
央行投放						
△逆回购	4990	-3400	-7260	-5230	-5510	5250
△MLF+TMLF	790	1990	2810	200	250	370
△国库定存	0	500	400	-400	0	-500
△其他基础货币投放（PSL、再贷款等）	-2098	-4026	5485	-3318	-1107	-726
外汇占款						
△外汇占款	1537	-67	1712	1	-73	-150
货币发行						
△M0	-9895	6999	2011	-313	1148	232
△库存现金	-2765	1814	912	347	-16	37
政府存款						
△国债+地方债	-5020	-7762	-5615	-4455	-6273	-5604
△财政收支差额	-1444	4198	15597	789	5240	11235
银行缴准						
△法定存款准备金	-2960	-3147	-1254	792	-712	-2917
其他分项						
△非金融机构存款	-4022	4022	315	-391	146	-637
合计	-20887	1121	15113	-11979	-6906	6592
一般性存款	2611373	2635423	2703587	2695444	2708388	2762245
超储率（根据准备金存款测算，%）	1.2	1.3	1.8	1.4	1.1	
超储率（分项加总测算，%）	1.3	1.3	1.8	1.4	1.1	1.4
央行公布超储率（%）			1.7			

资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：超储率与历史同期对比（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

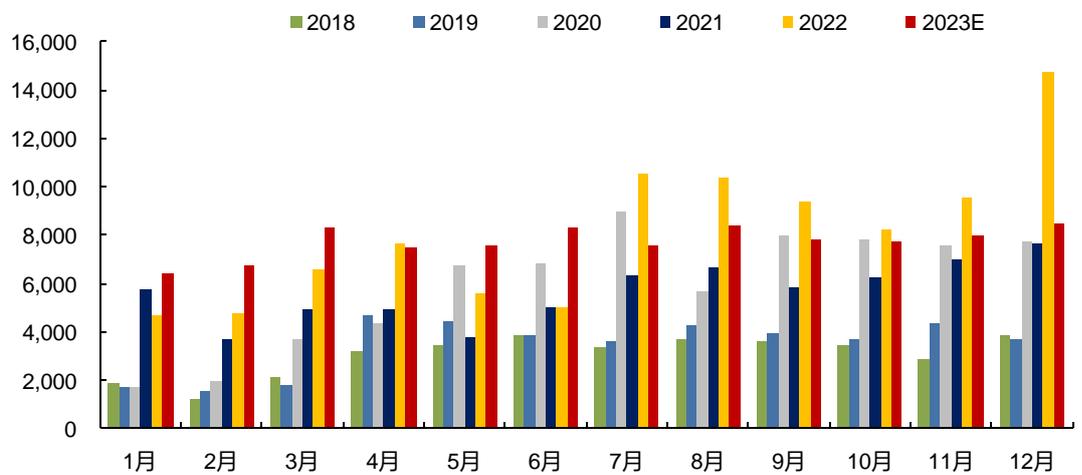
2.7 月流动性展望：资金利率或围绕政策利率波动

2.1. 政府存款：政府债整体净融资约 3000 亿，财政存款小幅回笼流动性

展望 7 月政府债发行，**国债方面**，三季度国债发行计划尚未发布，我们参考往年国债发行的平均水平进行预测，假设国债发行进度与过去五年（不含发行特别国债的 2020 和 2022 年）同期均值一致，预计 7 月国债发行量约为 7550 亿元。考虑 7 月国债到期偿还量约为 8517 亿元，预计净融资规模约为-967 亿元，较 6 月有所回落。**地方债方面**，各省市披露的 7 月地方债新发行计划合计约为 4600 亿元，考虑到当前多数省市尚未公布发行计划并参考今年以来地方债计划发行和实际发行的差别以及历年 7 月地方债的发行节奏估计，则 7 月地方债发行规模预计处在 7950 亿附近。考虑到 7 月地方债到期规模约 3956 亿元，净融资规模约为 3994 亿元。

综合国债和地方债，预计 7 月政府债发行规模约为 1.55 万亿，到期 1.25 万亿，净融资规模约为 3000 亿元。

图 3：2023 年国债发行节奏预估（亿元）



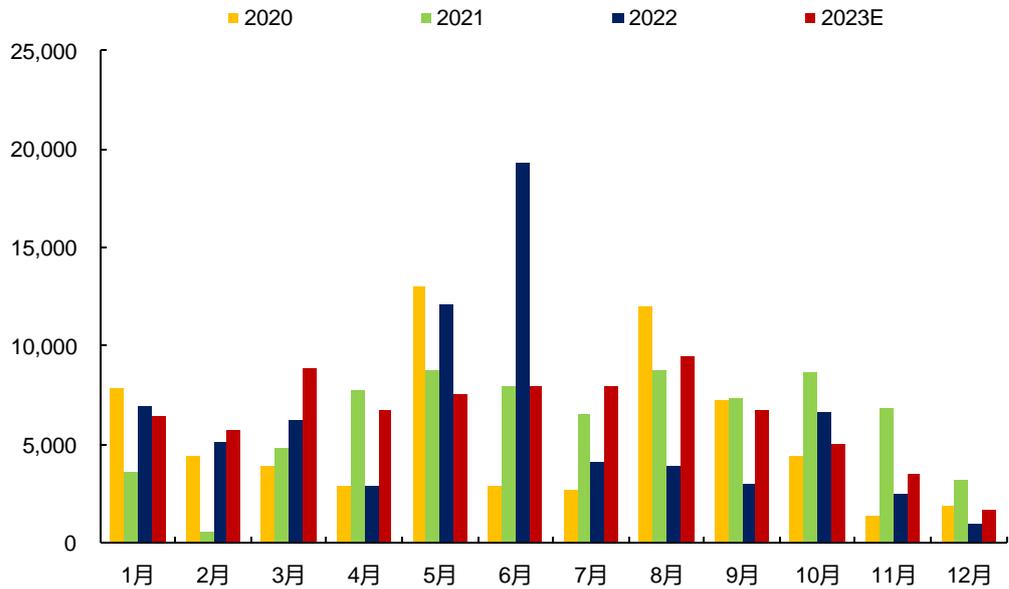
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：截至 6 月 25 日，部分省市已披露的 7 月份地方债发行计划（亿元）

	新增一般债	新增专项债	再融资债	总计
总计	755.63	2297.32	1552.93	4605.88
福建			87.00	87.00
甘肃	60.00		139.57	199.57
贵州			176.97	176.97
海南	10.00	165.76		175.76
河北	174.00	300.00	125.60	599.60
黑龙江	190.63	153.53	242.13	586.29
吉林	30.00	50.00	37.57	117.57
宁波	2.00	86.00	90.28	178.28
山东		40.00	157.00	197.00
山西	20.00	90.00		110.00
四川	148.00	400.00	315.00	863.00
云南			109.63	109.63
浙江	79.00	712.03		791.03
重庆	42.00	300.00		342.00
宁夏			72.18	72.18

资料来源：中国债券信息网，地方政府债信息公开平台，安信证券研究中心

图 3：2023 年地方债发行节奏预估（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

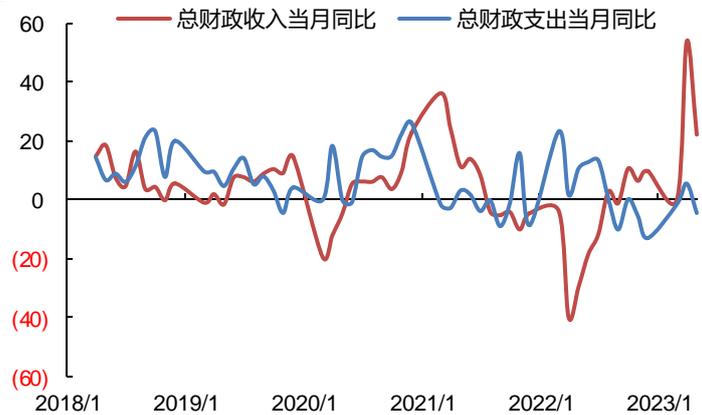
财政收支方面，参考历史同期，预计财政存款净回笼约 1000 亿流动性。具体来看，财政收支具有明显的季节性，参考 2020-2022 年三年的同期水平，我们预计 2023 年 7 月财政存款净回笼规模在 1000 亿附近。

图 4：历年 7 月财政资金以净投放情况（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：近年来财政收支同比增速（%）

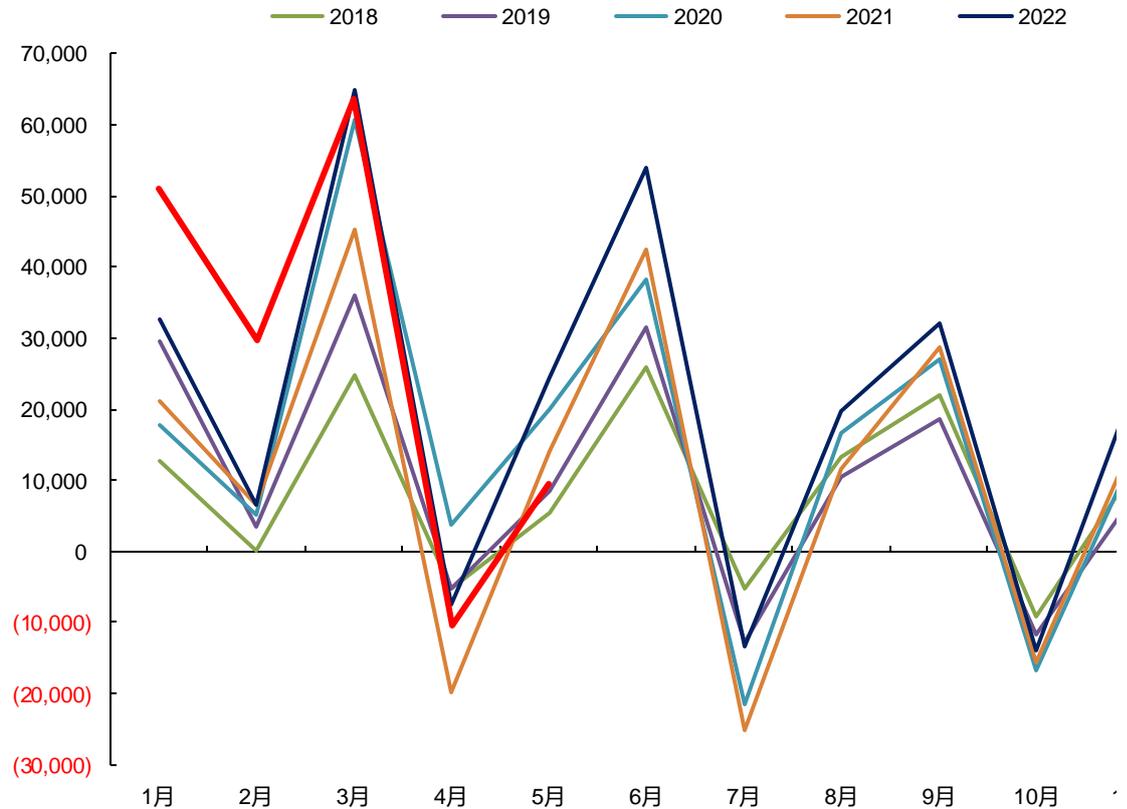


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 银行缴准：7 月缴准压力不大

参考历史同期情况，7 月份缴准基数（新增人民币存款扣除非银和境外存款）季节性回落趋势明显。2020 年、2021 年和 2022 年 7 月缴准基数分别环比减少 2.1 万亿、减少 2.4 万亿和减少 1.3 万亿，参考过去三年同期均值，预计 7 月份扣除非银和境外存款的缴准基数环比或将减少 1.8 万亿，结合金融机构加权平均存款准备金率为 7.6%，则 7 月缴准带来的资金投放预计在 1400 亿元左右。

图 6：缴准基数环比变动呈季节性波动（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

外汇占款方面，近期人民币持续贬值，美元兑人民币中间价逼近 7.2，外汇占款或延续流出。货币发行方面，参照历史同期，7 月居民和企业取现需求不高，MO 和库存现金或将小幅回落流动性。

综合来看，在不考虑逆回购和 MLF 的情况下，7 月流动性缺口不大，资金面有望维持平稳，或将围绕政策利率波动。

3.6 月同业存单利率先下后上，预计后续大幅上行的压力不大

6 月初资金面延续宽松，叠加存款利率调降，共同推动同业存单利率进一步下行，1 年期股份行同业存单平均发行利率较 5 月末的 2.42% 下行 16 个 BP 至 6 月 15 日的 2.26%。但月中降息后，R007 即反弹，叠加税期走款和半年末因素扰动，后续几个交易日资金利率持续上行，资金面边际收敛，1 年期同业存单发行利率也继下行至 2.26% 后回升 12 个 BP 至 21 号的 2.38%。

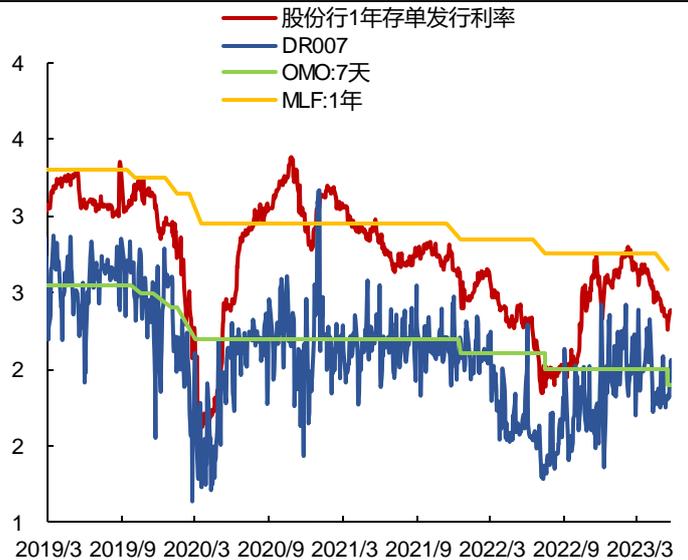
后续，首先从供需角度来看，一方面三季度存单到期规模明显回落，7-9 月分别到期 1.72 万亿、1.78 万亿和 1.75 万亿，较 5、6 月的 2.11 万亿和 2.47 万亿明显下滑，续发压力减轻，另一方面尽管 6 月理财存量规模收缩下存单承接能力也明显渐弱，但理财规模的收缩更多是半年末的季节性回调，预计 7 月资金将会陆续回流，存单配置需求也有望回升；其次，从资金面来看，本轮降息是国常会“一批政策措施”中的一种，是为了“增强发展动能”，因此在其他政策有效出台、融资需求明显回升或经济持续回升向好之前，预计资金中枢难以明显抬升（详见报告《债市调整空间有多大？》），或将围绕政策利率波动。因此总体而言，预计同业存单利率后续大幅上行的压力不大。

图 7：1Y 存单利率与银行资金利率对比（%，BP）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：资金利率和 1Y 存单利率与政策利率对比（%）

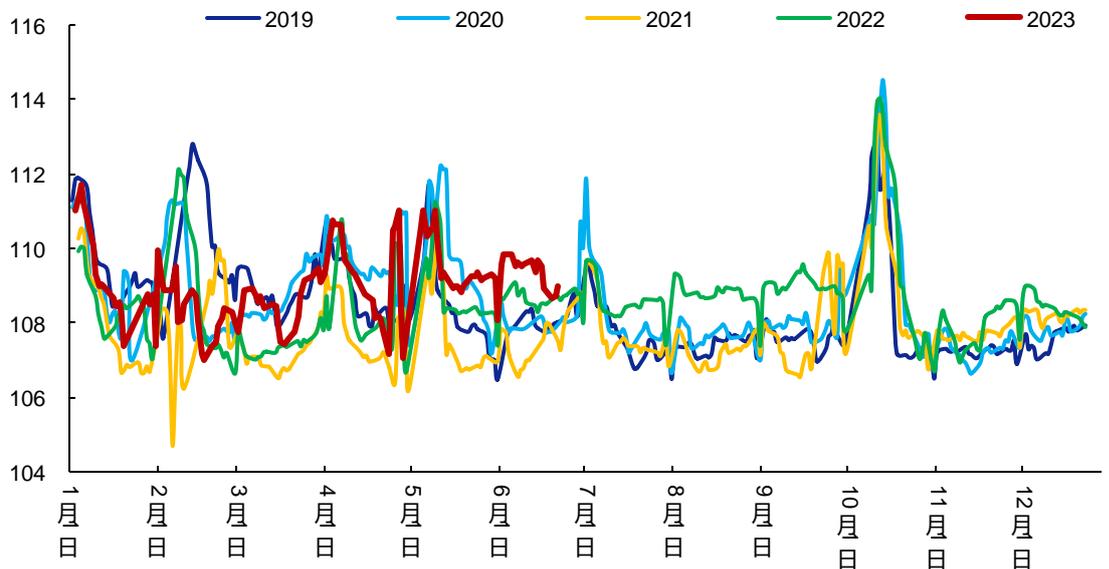


资料来源：Wind，安信证券研究中心

4.6 月以来债市杠杆率先升后降，但处于历史同期偏高水平

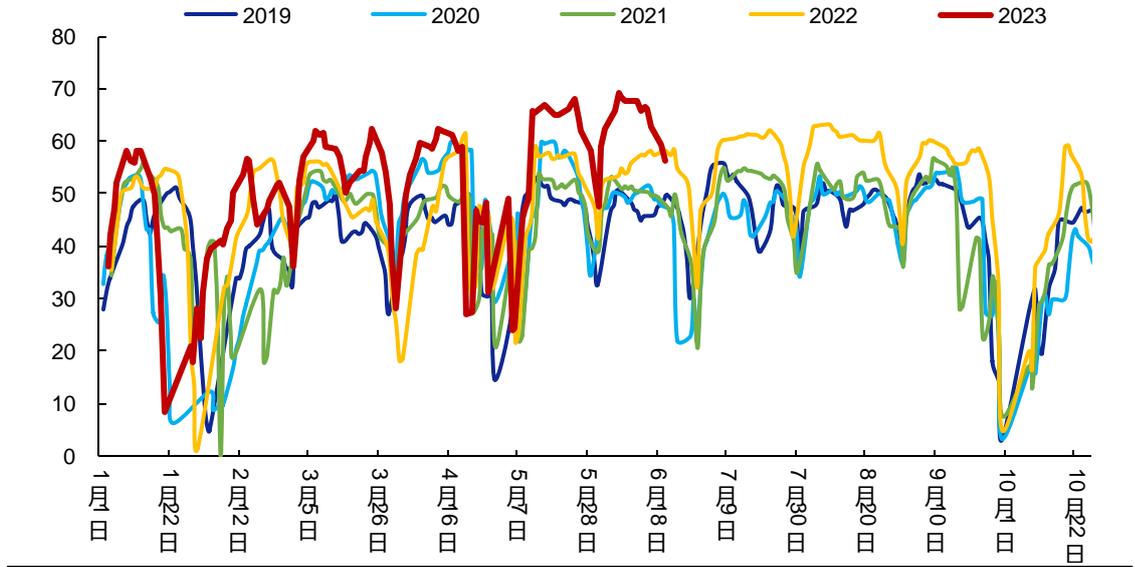
6 月以来杠杆率先升后小幅震荡回落，截至 6 月 21 日，债市杠杆率录得 109.0% 左右，仍处于历史同期偏高水平，隔夜成交占比亦处于历史同期偏高位置。6 月初银行间市场流动性整体仍较为宽松，银行间质押式回购成交量一直在高位运行，5 号到 15 号成交额均保持在 8 万亿元以上，隔夜成交占比也维持在 90% 左右，处于历史同期偏高位置，但月中以来随着资金面边际收敛，质押式回购成交量明显回落，21 号已降至 7 万亿以下，隔夜成交占比亦明显回落，不过仍处于历史同期偏高位置。6 月以来银行间杠杆率亦先上行后震荡回落，由 5 月末的 108.1% 上行至 6 月 15 日的 109.7%，后震荡回落至 21 日的 109.0%，不过处于历史同期偏高水平。

图 10：6 月债市杠杆率整体处于历史同期偏高水平（%）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11: 6 月整月隔夜成交占比处于历史同期偏高水平 (%)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034