

2023年08月03日

7月超储率或在1.3%附近，8月会降准吗？——8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

目 6月超储率料升至1.6%附近，7月末或回落至1.3%左右。6月末根据准备金存款计算的超储规模约为4.5万亿，超储率料升至1.6%附近。7月央行逆回购、MLF和国库定存合计净回笼资金7480亿，国债和地方债净融资规模在3136亿附近。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6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7月末超储率或回落至1.3%左右。

目 8月资金缺口总体不大，但8-9月或有降准可能性。政府存款方面，展望8月政府债发行，国债方面，根据《2022年第三季度国债发行计划》和近期发行的单只国债规模情况推算，预计8月国债发行量约为9300亿。考虑8月国债到期偿还量约为4050亿元，预计净融资规模约为5250亿元，较7月有所回升。地方债方面，7月24日政治局会议特别提到“加快地方政府专项债券发行和使用”，地方债发行或将提速，结合第一财经提到监管部门要求2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，我们假设新增专项债将在9月底基本发行完毕，新增一般债和再融资债按照历史同期发行节奏估计，则预计8月发行规模或将处在1.08万亿附近。考虑到8月地方债到期规模约5910亿元，净融资规模约为4900亿元。综合国债和地方债，预计8月政府债发行规模约为2.01万亿，到期1万亿，净融资规模约为1.01亿元。财政收支具有明显的季节性，8月财政存款通常支大于收，结合政治局会议提出要“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，财政收入方面或将进一步放缓，参考2020-2022年三年的同期水平，我们预计2023年8月财政存款净投放规模或进一步扩大至8200亿附近。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8月缴准将回笼约1100亿元左右的流动性。货币发行方面，参照历史同期，8月居民和企业取现需求不高，MO和库存现金或小幅增加。外汇占款方面，7月下旬美元兑人民币中间价回落至7.1左右，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，8月或存在3500亿元左右的资金缺口，流动性压力总体不大，但考虑到政治局会议的相关表述、央行重申“保持流动性合理充裕”与“促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降”、当前MLF余额较高且8-12月MLF到期量较大和支持地方债发行等因素，预计8-9月或存在降准的可能性。

目 供弱需强的局面延续，存单利率有望维持偏强震荡。6月末存单利率季节性上行，跨季后DR007快速回落，带动存单利率下行，其中1年期股份行同业存单平均发行利率较6月末的2.36%下行了16个BP至7月12日的2.25%，月中受到税期走款扰动，资金面边际收敛，存单发行利率也震荡回升15个BP至20号的2.40%，下旬随着央行加大对资金面的呵护，DR007再度回落，1年期存单发行利率也回落至2.30%左右。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，7月存单发行规模较6月环比下降约2900亿元，另一方面7月农村金融机构和理财的存单二级净买入规模环比大幅回升，存单配置需求整体较为旺盛；其次，从资金面来看，央行重申要保持“流动性合理充裕”，叠加经济动能还在走弱，资金中枢难以明显超过政策利率。因此综合存单供需格局和资金面情况来看，预计同业存单利率有望维持偏强震荡。

相关报告

2023年7月信用债市场回顾：净融资有所回落，到期收益率集体下行	2023-08-01
PMI会持续回升吗？	2023-07-31
2023年以来各省份城投债到期压力及债务管控进展？	2023-07-30
震荡市中“固收+”基金作何选择？	2023-07-27
2023年以来城投债信用评级调整有何变化？	2023-07-26

目 7 月以来杠杆率先升后小幅震荡回落，仍处于历史同期偏高水平。7 月银行间市场流动整体较为平稳宽松，具体来看，跨季后资金利率快速回落，带动银行间质押式回购成交量维持在高位运行，5-14 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，但月中受到税期扰动，资金面边际收敛，质押式回购成交量也有所回落，下旬随着央行加大对资金面的呵护力度，资金利率震荡回落，质押式回购成交量也重回 8 万亿元以上。7 月以来银行间杠杆率亦先上行后震荡回落，由 6 月末的 109.2% 上行至 7 月 10 日的 109.7%，后震荡回落至月末的 109.2%，整体仍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. 7月流动性回顾：6月超储率料升至1.6%附近，7月末或回落至1.3%左右	4
2. 8月流动性展望：8月资金缺口总体不大，但8-9月或有降准可能性	5
3. 供弱需强的局面延续，存单利率有望维持偏强震荡	7
4. 7月以来债市杠杆率先升后降，仍处于历史同期偏高水平	7

目 录

图 1：6月超储率料升至至1.6%附近，7月末或回落至1.3%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 3：2023年地方债发行节奏预估（亿元）	5
图 4：历年8月财政资金以净投放情况为主（%）	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）	6
图 7：1Y存单利率与银行资金利率对比（%，BP）	7
图 8：资金利率和1Y存单利率与政策利率对比（%）	7
图 10：7月债市杠杆率整体仍处于历史同期偏高水平（%）	8
图 11：7月整月隔夜成交占比处于历史同期偏高水平（%）	8

1.7 月流动性回顾：6 月超储率料升至 1.6%附近，7 月末或回落至 1.3%左右

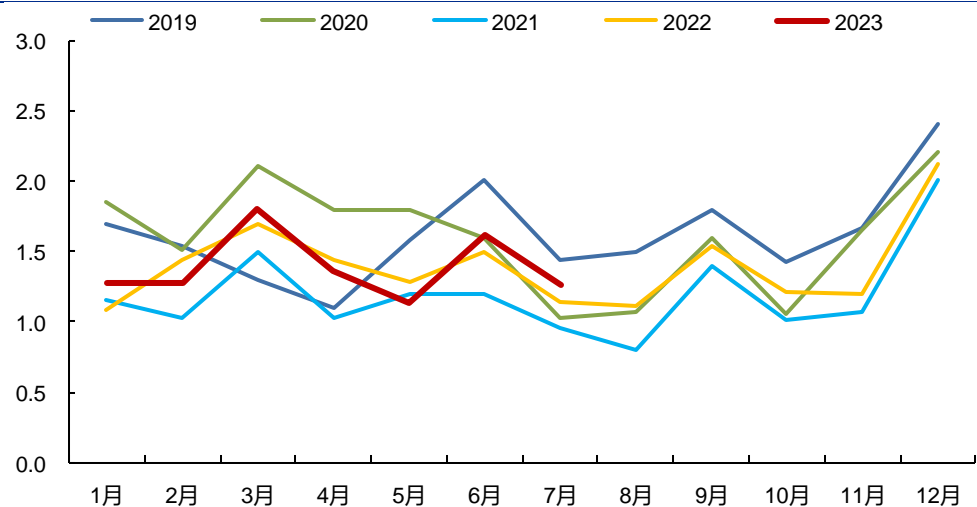
6 月超储率料升至 1.6%附近，7 月末或回落至 1.3%左右。6 月末根据准备金存款计算的超储规模约为 4.5 万亿，超储率料升至 1.6%附近。7 月央行逆回购、MLF 和国库定存合计净回笼资金 7480 亿，国债和地方债净融资规模在 3136 亿附近。考虑到历史季节性，假设 M0、库存现金和再贷款等工具投放与历史同期均值接近，一般性存款同比假设与 2023 年 6 月持平，缴准基数和财政存款规模变动与历史同期均值接近（详见报告 6 月超储率料在 1.4%左右，7 月资金或围绕政策利率波动——7 月流动性展望），预计 7 月末超储率或回落至 1.3%左右。

图 1：6 月超储率料升至至 1.6%附近，7 月末或回落至 1.3%左右（标蓝色的部分为预测值）（%）

起备规模：前值		2023/02	2023/03	2023/04	2023/05	2023/06	2023M7
起备规模（根据准备金存款测算）		33953	49692	38416	31108	45453	
起备规模（分项加总测算）		33613	49066	37712	30806	44352	34774
央行投放	△逆回购	-3400	-7260	-5230	-5510	10820	-8110
	△MLF+TMLF	1990	2810	200	250	370	30
	△国库定存	500	400	-400	0	-500	600
	△其他基础货币投放（PSL、再贷款等）	-4026	5485	-3318	-1107	853	-718
外汇占款	△外汇占款	-67	1712	1	-73	-89	-100
货币发行	△M0	6999	2011	-313	1148	-662	-280
	△库存现金	1814	912	347	-16	123	231
政府存款	△国债+地方债	-7762	-5615	-4455	-6273	-6444	-3136
	△财政收支差额	4198	15597	789	5240	9143	-473
银行缴准	△法定存款准备金	-3147	-1254	792	-712	-3762	1365
其他分项	△非金融机构存款	4022	315	-391	146	-538	-89
合计		1121	15113	-11979	-6906	9314	-10679
一般性存款		2635423	2703587	2695444	2708388	2755031	2752934
超储率（根据准备金存款测算，%）		1.3	1.8	1.4	1.1	1.6	
超储率（分项加总测算，%）		1.3	1.8	1.4	1.1	1.6	1.3
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

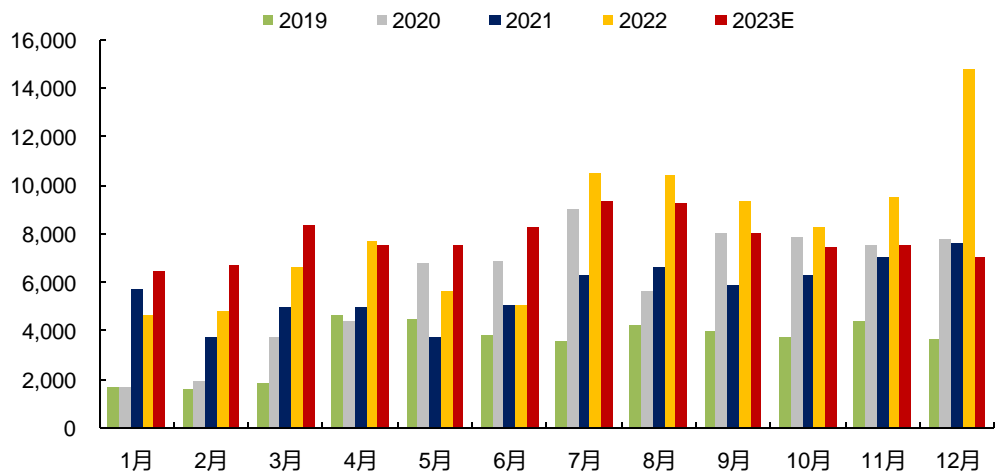
2.8 月流动性展望：8 月资金缺口总体不大，但 8-9 月或有降准可能性

2.1. 政府存款：政府债净融资规模抬升，财政存款释放流动性

展望 8 月政府债发行，**国债方面**，根据《2022 年第三季度国债发行计划》和近期发行的单只国债规模情况推算，预计 8 月国债发行量约为 9300 亿。考虑 8 月国债到期偿还量约为 4050 亿元，预计净融资规模约为 5250 亿元，较 7 月有所回升。**地方债方面**，7 月 24 日召开的中央政治局会议特别提到“加快地方政府专项债券发行和使用”，地方债发行或将提速，结合第一财经提到监管部门要求 2023 年新增专项债需于 9 月底前发行完毕，我们假设新增专项债将在 9 月底基本发行完毕，新增一般债和再融资债按照历史同期发行节奏估计，则预计 8-9 月地方债发行将明显提速，其中 8 月地方债发行规模或处在 1.08 万亿附近。考虑到 8 月地方债到期规模约 5910 亿元，净融资规模约为 4900 亿元。

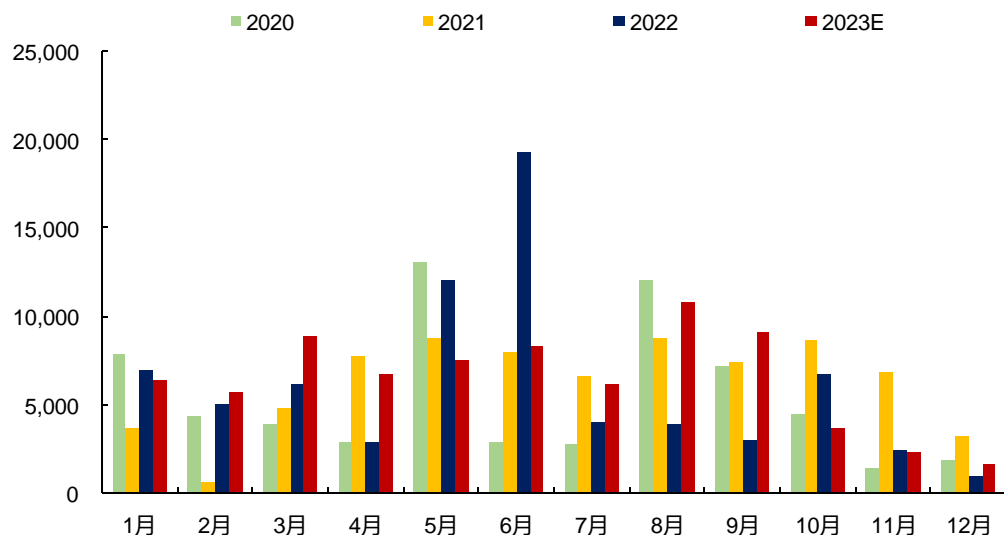
综合国债和地方债，预计 8 月政府债发行规模约为 2.01 万亿，到期 1 万亿，净融资规模约为 1.01 亿元。

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

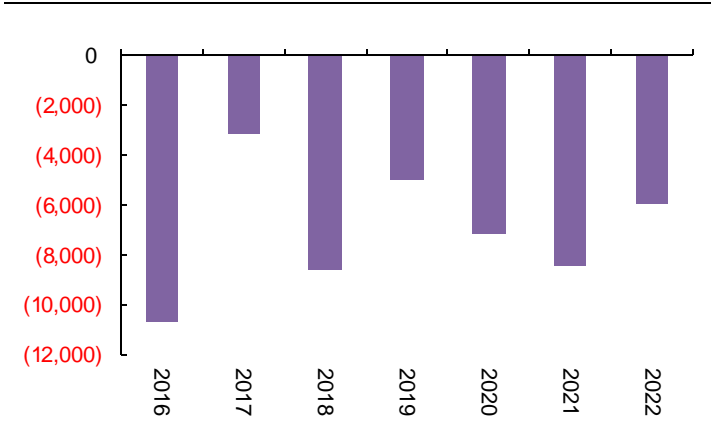
图 3：2023 年地方债发行节奏预估（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

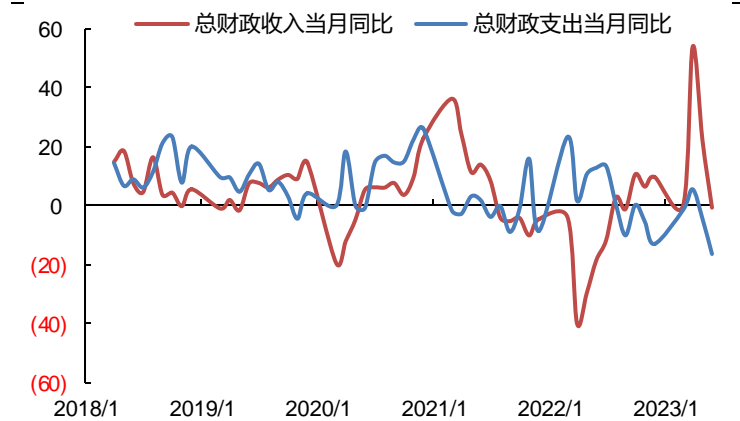
财政收支方面，参考历史同期，预计财政存款净投放约 8200 亿流动性。具体来看，财政收支具有明显的季节性，8 月财政存款通常支大于收，结合政治局会议提出要“延续、优化、完善并落实好减税降费政策”，收入方面或将进一步放缓，参考 2020-2022 年三年的同期水平，我们预计 2023 年 8 月财政存款净投放规模或进一步扩大至 8200 亿附近。

图 4：历年 8 月财政资金以净投放情况为主 (%)



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 (%)

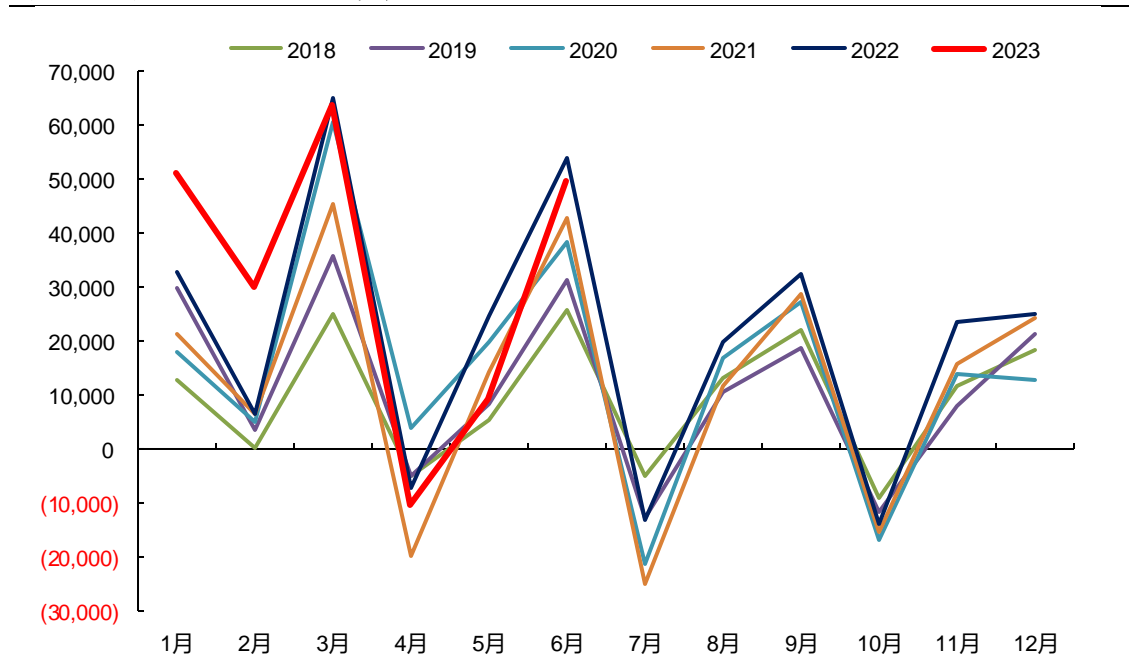


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.2. 银行缴准：8 月缴准压力不大，或将小幅回笼流动性

参考历史同期情况，8 月份缴准基数（新增人民币存款扣除非银和境外存款）季节性增加趋势明显。参考过去五年同期均值，预计 8 月份扣除非银和境外存款的缴准基数环比或将增加 1.4 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 1100 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

汇占款方面，7月下旬美元兑人民币中间价回落至7.1左右，外汇占款或延续小幅流出。货币发行方面，参照历史同期，8月居民和企业取现需求不高，M0和库存现金或将小幅增加。

综合来看，综合来看，8月或存在3500亿元左右的资金缺口，流动性压力总体不大，但考虑到政治局会议的相关表述、央行重申“保持流动性合理充裕”与“促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降”、当前MLF余额较高且8-12月MLF到期量较大和支持地方债发行等因素，预计8-9月或存在降准的可能性。

3. 供弱需强的局面延续，存单利率有望维持偏强震荡

6月末存单利率季节性上行，跨季后DR007快速回落，带动存单利率下行，其中1年期股份行同业存单平均发行利率较6月末的2.36%下行16个BP至7月12日的2.25%，月中受到税期走款扰动，资金面边际收敛，存单发行利率也震荡回升15个BP至20号的2.40%，下旬随着央行加大对资金面的呵护，DR007再度回落，1年期存单发行利率也回落至2.30%左右。

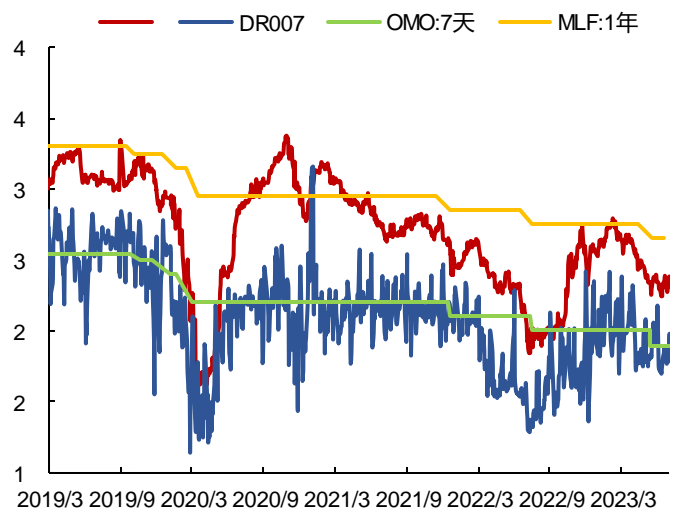
后续，首先从供需角度来看，一方面三季度存单到期规模明显回落，7-9月分别到期1.72万亿、1.78万亿和1.75万亿，较5、6月的2.11万亿和2.47万亿明显下滑，续发压力减轻，7月存单发行规模较6月环比下降约2900亿元，另一方面7月农村金融机构和理财的存单二级净买入规模环比大幅回升，存单配置需求整体较为旺盛；其次，从资金面来看，央行重申要保持“流动性合理充裕”，叠加经济动能还在走弱，资金中枢难以明显超过政策利率。因此综合存单供需格局和资金面情况来看，预计同业存单利率有望维持偏强震荡。

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（%）



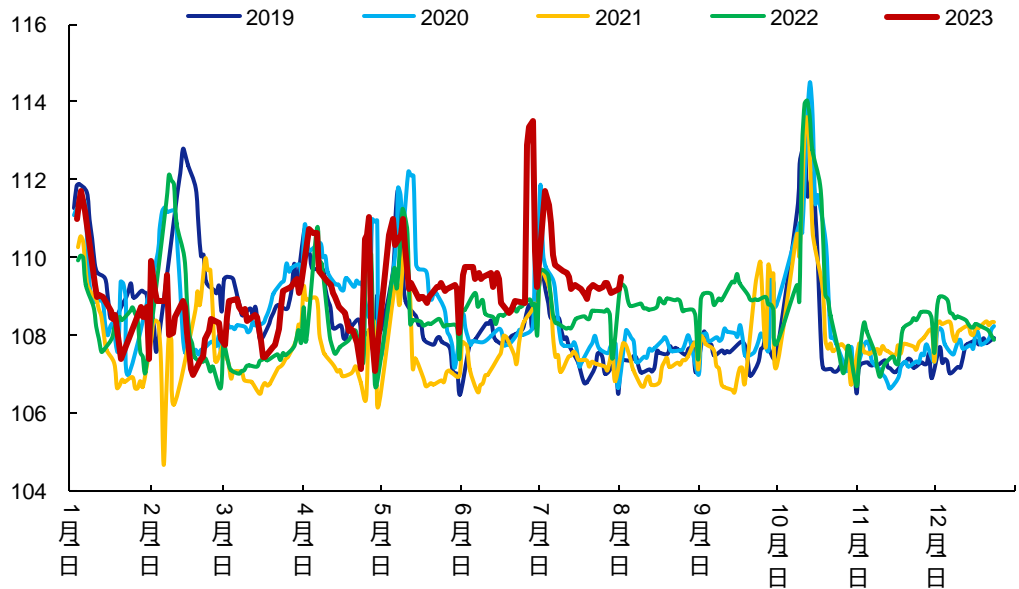
资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 7月以来债市杠杆率先升后降，仍处于历史同期偏高水平

7月以来杠杆率先升后小幅震荡回落，截至7月31日，债市杠杆率录得109.5%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。7月银行间市场流动整体较为平稳宽松，具体来看，跨季后资金利率快速回落，带动银行间质押式回购成交量维持高位运行，5-14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，但月中受到税期扰动，资金面边际收敛，质押式回购成交量也有

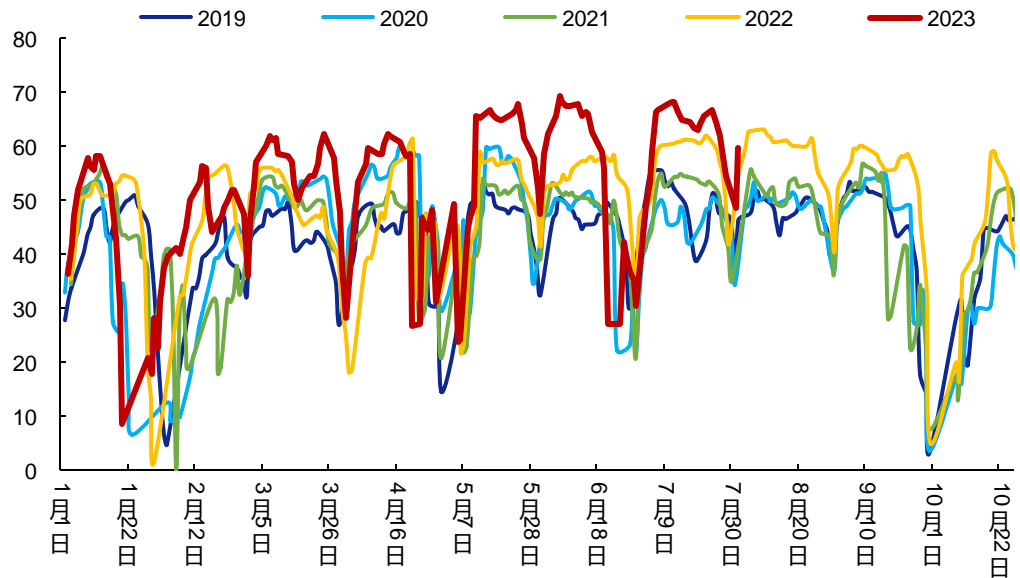
所回落，下旬随着央行加大对资金面的呵护力度，资金利率震荡回落，质押式回购成交量也重回 8 万亿元以上。7 月以来银行间杠杆率亦先上行后震荡回落，由 6 月末的 109.2% 上行至 7 月 10 日的 109.7%，后震荡回落至月末的 109.2%，整体仍处于历史同期偏高水平。

图 10：7 月债市杠杆率整体仍处于历史同期偏高水平 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：7 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