作者：刁倩 蔡翔宇
电话：13488659604
邮箱：diaoqian@xinhua.org

5月流动性观察：整体“不松不紧” 通胀预期抬升影响可控

5月公开市场，央行仍延续自春节以来的小规模操作，叠加MLF操作及国库现金定存,实现净回笼100亿元。5月地方债发行不及预期，扰动因素有限，资金面较为平稳。目前，流动性投放较为克制，仅保证流动性缺口需求；未来受通胀预期抬升影响，数量型货币政策工具使用或将更为谨慎。

5月资金利率走势整体较为平稳。5月平均DR007利率为2.1202%，较4月上行约1个基点，结束了自2月以来银行间回购利率月度平均利率缓慢下行趋势。5月1年期MLF及LPR报价持稳，保障支持实体经济利率稳定。近期通胀预期抬升，利率有逐步走高趋势，但预期利率不会大幅提升。

5月21日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十一次会议，研究部署下一阶段金融领域重点工作。预计货币政策将重点支持科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能继续推出新的直达政策工具，引导金融资源向这些领域集中，同时面对通胀，货币政策仍有一定的空间。

编辑：杜少军
审核：刘 琼

官方网站：www.cnfin.com
客服热线：400-6123115

目录

一、流动性投放：公开市场延续小量操作，地方债发行不及预期 3
二、资金利率走势：整体较为平稳，通胀预期抬升影响可控 4
三、货币政策展望：保持稳定灵活适度，货币政策收紧空间有限 6

图表目录

图表 1：2021 年 5 月公开市场操作情况 3
图表 2：2021 年来银行间回购利率走势 5

5 月流动性观察：整体“不松不紧” 通胀预期抬升影响可控

5月公开市场，央行仍延续自春节以来的小规模操作，叠加MLF操作及国库现金定存,实现净回笼100亿元。5月地方债发行不及预期，扰动因素有限，资金面较为平稳。目前，流动性投放较为克制，仅保证流动性缺口需求；未来受通胀预期抬升影响，数量型货币政策工具使用或将更为谨慎。

5月资金利率走势整体较为平稳。5月平均DR007利率为2.1202%，较4月上行约1个基点，结束了自2月以来银行间回购利率月度平均利率缓慢下行趋势。5月1年期MLF及LPR报价持稳，保障支持实体经济利率稳定。近期通胀预期抬升，利率有逐步走高趋势，但预期利率不会大幅提升。

5月21日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十一次会议，研究部署下一阶段金融领域重点工作。预计货币政策将重点支持科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能继续推出新的直达政策工具，引导金融资源向这些领域集中，同时面对通胀，货币政策仍有一定的空间。

一、流动性投放：公开市场延续小量操作，地方债发行不及预期

5月公开市场，央行仍延续自春节以来的小规模操作，叠加MLF操作及国库现金定存实现净回笼100亿元。央行每日开展逆回购100亿元操作，小量滴灌以示呵护资金面平稳的态度。5月中旬开展的MLF操作为等量续作，符合市场预期；5月17日，央行开展1年期中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，当月MLF到期规模1000亿元。同时，5月延续上月开展今年第二期国库现金定存招投标700亿元，以国库现金补充银行存款，缓解银行负债端压力。

图表 1：2021 年 5 月公开市场操作情况

时间	公开市场操作：货币净投放（亿元）	资金投放：逆回购（亿）	资金回笼：逆回购到期（亿）	资金投放：MLF/TMLF投放	资金回笼：MLF/TMLF回笼	国库现金定存	国库现金定存到期
2021/05/31	0	100	100	0	0	0	0
2021/5/24-5/30	0	500	500	0	0	0	0
2021/5/17-5/23	700	500	500	0	0	700	0
2021/5/10-5/16	-500	500	300	1,000	1,000	0	700
2021/5/3-5/9	-200	300	500	0	0	0	0
2021/5/1-5/2	-100	0	100	0	0	0	0
5月	-100	1,900	2,000	1,000	1,000	700	700
5月变化幅度	-100						

来源：中国人民银行，新华财经研报中心整理

5月地方债发行不及预期，扰动因素有限，资金面较为平稳。值得注意的是，此前市场预期地方债发行速度将会加快，带来接近万亿的流动性缺口。而目前来看，5月地方债发行虽然有所加速，但并没有出现类似2020年5月的发行高峰。

根据中国债券信息网的信息披露来看，5月合计发行规模8753.43亿元（含5月26日至31日已披露的待发行规模），较4月的7758.23亿元多出约1000亿元。地方债相关政策，可能是地方债发行较慢的重要原因，这包括了合理选择发行窗口、对专项债使用穿透式监管，以及严格落实项目收支平衡等各项政策要求。

后续地方债的发行压力仍然较大，但预估发行规模将相对均匀分布。根据4月中国国债协会与中诚信国际信用评级有限责任公司联合发布的《中国地方政府债券蓝皮书：中国地方政府债券发展报告（2021）》预测，2021年新增地方债发行规模或达4.62万亿元。而根据今年地方债的发行政策要求，选择合适的发行窗口，错峰发行将成为常态。根据4-5月份的发行规模，预估6月地方债发行规模或在6000-7000亿元；7-9月每月新增地方债发行金额或在7000亿-8000亿元左右。因此，三季度可能是地方债供给相对高峰期。

目前，流动性投放较为克制，仅保证流动性缺口需求；未来受通胀预期抬升影响，数量型货币政策工具使用或将更为谨慎。根据国务院金融稳定发展委员会第五十一次会议要求，金融系统要坚持大局意识，坚持稳字当头，科学精准实施宏观调控，把握好度，不搞急转弯。预估未来货币政策仍然稳健，常规性的流动性缺口会得到有效对冲，无需担忧资金面收紧。

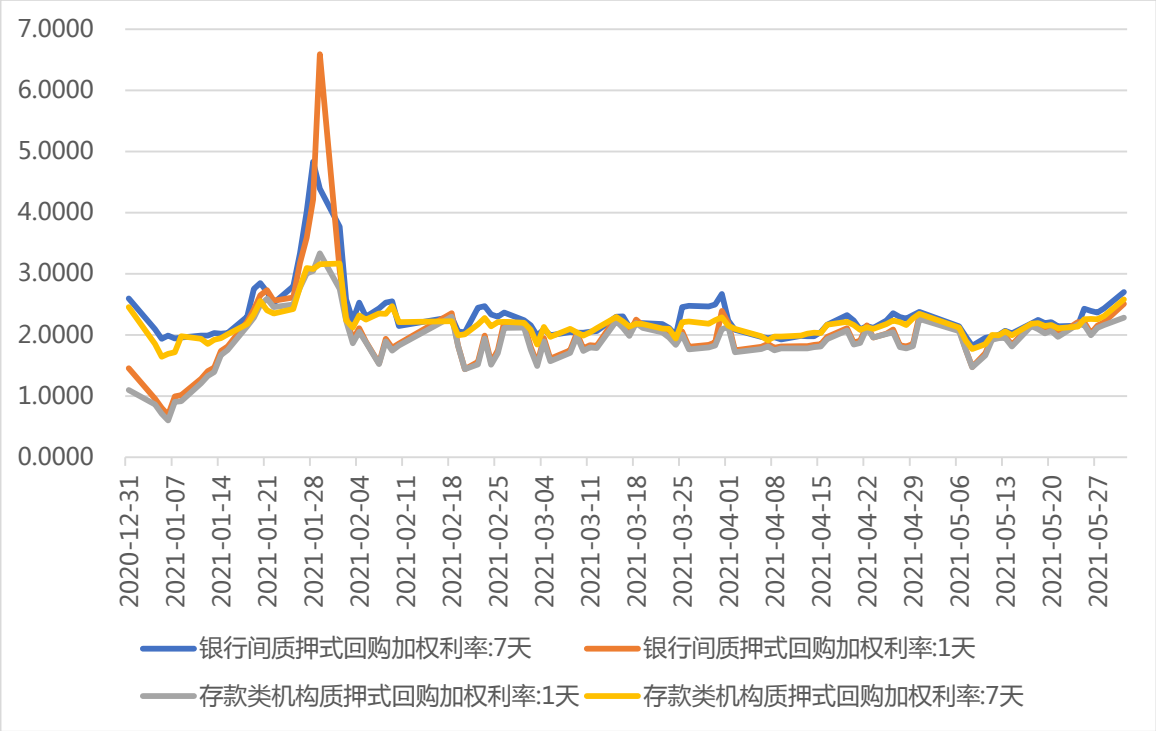
此外，央行5月发布了第一季度货币政策报告，其中论述了对通胀预期的考量。目前，央行认为工业品价格上涨具有“阶段性”特征，以及今年CPI涨幅将较为温和，因此，货币政策为此大幅收紧、甚至上调政策利率的可能性较小。但是考虑到未来一段时间PPI仍有上升势头，在稳字当头的政策基调下，数量型货币政策工具或将会边际收紧，以释放稳物价、稳市场预期。

二、资金利率走势：整体较为平稳，通胀预期抬升影响可控

5月资金利率走势整体较为平稳。5月初资金利率较低，随着中旬缴税以及地方债发行影响，资金利率逐渐上行，5月14日隔夜回购利率重返2%以上。而临近月末，市场利率有所抬升：5月31日，以DR007（存款类机构质押式回购7天加权利率）为代表的市场利率为2.5786%，较5月6日提升了约46个基点。

5月DR007平均利率为2.1202%，较4月上行约1个基点，结束了自2021年2月以来银行间回购利率月度平均利率的缓慢下行趋势。

图表 2：2021 年来银行间回购利率近期走势



来源：新华财经

5月1年期MLF中标利率为2.95%，与4月持平，连续14个月保持不变。本次MLF操作利率持稳，体现了货币政策稳字当头的基调。同时，近期以1年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）为代表的中期市场利率稳中有降。截至5月27日，国有银行以及股份行1年期同业存单到期收益率均低于2.90%，低于1年期MLF利率，这表明银行体系中长期资金相对充裕。从另一个侧面也说明，新增地方政府债发行暂未对市场流动性造成明显冲击。

5月20日发布最新一期贷款市场报价利率（LPR）也与4月持平，连续13个月不变。LPR报价主要由1年期MLF利率及报价行加点构成。而影响LPR报价加点的银行边际资金成本方面，以DR007为代表的短期资金市场利率自2月以来逐步走低，以1年期同业存单利率为代表的中长期市场利率也有所下降，可以缓解银行部分资金成本，有下调报价的空间。

但是银行目前存款利率上浮压力较大，也有上调报价的动因。根据央行5月20日发布的700亿元国库现金定存利率招投标情况来看，中标利率自4月份的3.00%调整为3.10%，银行负债端压力较大，吸存压力有所提升。但是从央行强调进一步支持实体经济，经济复苏仍需助力的政策环境来看，目前银行上调报价或者下调报价动力都不充分，LPR保持平稳符合预期。

近期通胀预期抬升，利率有逐步走高趋势，但是受经济复苏需求，利率不会大幅提升。外汇局副局长陆磊5月23日在北京参加“2021清华五道口全球金融论坛”时表示，从各国货币政策面对的主要矛盾看，全球流动性保持充裕，通胀预期正在明显抬升。当前看，流动性宽松维持多久及其

对货币、金融和实体经济的影响很可能是持久而深远的。

在当前物价升温的背景下，央行未来在实施数量型货币政策工具中将保持克制。因此，接下来市场利率存在一定上行风险。但考虑到经济仍在复苏中，市场利率大幅向上偏离政策利率的可能性很小。

三、货币政策展望：保持稳定灵活适度，货币政策收紧空间有限

5月21日，国务院金融稳定发展委员会召开第五十一次会议，研究部署下一阶段金融领域重点工作。会议指出，金融系统将加大对实体经济的支持力度，稳健的货币政策灵活适度，信贷政策精准适应市场主体需要，流动性保持合理充裕，金融服务水平提高，金融支持疫情防控和经济社会发展取得明显实效。

稳健的货币政策灵活适度，信贷政策精准适应市场主体需要。央行之前发布的一季度货币执行报告中提到，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体放到更加突出的位置，珍惜正常的货币政策空间，处理好恢复经济和防范风险的关系。4月底召开的中央政治局会议也指出，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。金融委五十一次会议延续了一季度货币执行报告，以及中央政治局会议的精神，提出将继续实施直达实体经济的政策工具，增强微观主体活力，稳企业保就业，大力支持普惠小微、乡村振兴、制造业、科技创新和绿色转型发展。从灵活精准合理适度，到保持连续稳定可持续，再到增强微观主体活力，可以看出，在后疫情时代，货币政策仍将以稳为主，做好跨周期调控，保持货币和社融增速与名义GDP增速基本匹配。在此基础上，根据市场流动性运行情况实现基础货币的灵活吞吐，使得资金利率围绕政策利率中枢震荡运行。预计未来一段时间，货币政策将重点发力支持科技创新、小微企业、绿色发展，监管层可能继续推出新的直达政策工具，引导金融资源向这些领域集中，同时对房地产金融以及地方政府平台融资有所压降。

通胀形势将总体可控，货币政策收紧空间有限。当前我国处于PPI增速较高而CPI增速较低的阶段，4月PPI已经上涨到6.8%，但CPI增速仅为0.9%。可以看出，本轮通胀压力主要是由供给端的成本压力引起的，而非来自需求端。当前大宗商品价格涨幅要高于国内PPI涨幅，上中游企业利润率将受挤压，而国内的PPI涨幅又高于国内的CPI涨幅，意味着下游企业利润率被挤压。不过下半年情况应会有所改善，一是随着人民币升值，在一定程度上对冲全球大宗商品的价格上涨。未来一段时间，人民币对美元汇率大概率会在波动中温和上行，从而将会形成针对输入性通胀的有效对冲。二是今年财政政策力度明显收紧，中央财政赤字占GDP比重从去年的不低于3.6%下调到今年的3.2%，取消了去年1万亿的特别抗疫国债，地方专项债规模也比去年减少了1000亿。因此，整体来看，本

轮通胀的持续性不强，且更多源于供给侧因素，货币政策仍有空间，即使后续通胀压力持续性明显增强，货币政策收紧的空间也较为有限。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。