

如何评估年底的流动性环境

证券研究报告

2020 年 12 月 06 日

作者

静态地看，由于流动性的消耗和补充刚好基本相等，12 月不存在明显的静态流动性缺口。但是 12 月与其他月份的重要区别是，年末金融机构将面临各项监管指标考核，金融机构对于流动性的阶段性需求会显著放大。因此动态地看，在当前较低的超储率水平下，12 月存在 1.5-1.9 万亿的动态流动性缺口。

因此，在 12 月的剩余时间里，如果央行的流动性总投放量低于 1.5 万亿，那么从下半月开始流动性环境可能会比较紧张；如果总投放量介于 1.5-1.9 万亿之间，则流动性环境仍然处于紧平衡，甚至临近跨年会出现阶段性紧张；如果总投放量高于 1.9 万亿，则流动性环境相对温和，跨年压力相对较小。

风险提示：央行流动性投放规模不及预期；央行超预期降准；经济复苏强度进一步超预期

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

年底的流动性环境变化是近期股债市场共同关注的一个重要问题，不仅直接影响了债券走势和股市风格的相对变化，也间接影响了股指能否突破关键点位放量上冲的市场信心。

今年国内货币市场流动性环境经历了几个阶段的变化：开年后，新冠疫情冲击下流动性相当宽松，货币市场利率大幅回落至政策利率之下，同时伴随着政策利率下调；5月下旬，随着国内积极推动复工复产，央行开始推动货币政策向常态化回归，标志是货币市场利率持续抬升，流动性从宽松状态边际收紧；8月中下旬，总量货币政策基本回归了常态化，标志是货币市场利率开始围绕政策利率中枢波动，流动性进入紧平衡状态；10月下旬开始，流动性整体仍然以平衡为主，但超储率持续低位导致资金价格波动性加大，央行以高成本MLF补充低成本超储也在抬升资金成本，结果是货币市场利率经常运行于政策利率之上，比如DR007均值高于7天逆回购利率10BP左右，1年期AAA银行同业存单利率高于1年期MLF利率20-30BP，背景是国内经济尤其是出口的强势复苏和大宗商品价格上涨。

值得关注的是，央行在11月30日超预期投放了2000亿MLF，受这一操作叠加跨月结束的影响，本周货币市场利率较11月底出现了明显回落，DR007回落到7天逆回购利率之下。那么这次操作是否代表央行政策取向的变化？12月面临跨年，流动性环境如何演进？我们需要量化测算进行评估。

静态来看，12月剩余时间将有2000亿逆回购到期、2笔共6000亿MLF到期、500亿国库现金管理定期存款到期，所以公开市场操作共有8500亿到期。另外，12月银行缴准需要消耗约1500亿流动性，元旦节前居民企业取现消耗约3000亿流动性，以上总计是1.3万亿。财政支出会减少对基础货币的占用，从而补充流动性，参考当前的财政存款和收支进度，预计12月财政支出又会补充流动性1.3万亿，与各种流动性的消耗基本相等。**因此静态来看12月不存在流动性缺口。**

动态地看，12月与其他月份的重要区别是，年末金融机构将面临各项监管指标考核，因此金融机构对于流动性的阶段性需求会显著放大。以超储率为例，最近5年金融机构4季度末的超储率平均在2.3%，高出3季度末0.6%-0.7%，最低也有2.1%，这种季节性变化反映了金融机构年底对流动性需求的阶段性提升。今年9月金融机构超储率为1.6%，10月回落至1.1%，11月由于月底央行净投放2000亿MLF，超储率可能回升至1.3%。但即便如此，仍然较最近5年的年底超储率平均水平要低接近1%，较最低超储率水平低0.8%。因此，**按照当前缴准基数约190万亿计算，分别对应了约1.5-1.9万亿的动态流动性缺口。**

综上，基于动态视角有如下结论：在12月的剩余时间里，如果央行的流动性总投放量低于1.5万亿，那么从下半月开始流动性环境将会比较紧张；如果总投放量介于1.5-1.9万亿之间，则流动性环境仍然处于紧平衡甚至阶段性紧张；如果总投放量高于1.9万亿，则流动性环境相对温和，跨年压力不大。

由此可见，即便央行11月底超预期投放MLF，仍然不足以弥补年底的动态流动性缺口，所以暂时也谈不上政策取向的变化。更合理的解释可能是，央行既要在年底大量补充流动性，又要避免短期流动性大量投放引发外溢效应和市场波动，因此选择适当拉开时间间隔、多次适量补充流动性。

根据我们对高频数据的跟踪，11月经济大概率延续良好复苏的势头，信用扩张有见顶回落的苗头但还在初始阶段，在此宏观背景下，结合年底流动性需求的季节性变化，近期流动性环境可能仍然以紧平衡为主。除了持续动态跟踪流动性价格以外，几个重要时点的央行操作值得关注：12月7日3000亿MLF到期之后是否投放28天逆回购（跨年）、12月15日（12月16日3000亿MLF到期的前一天）央行的MLF超额投放量、12月25日国库现金定存到期前后是否重新超额投放以及7天逆回购的情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下

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_1072

