

证券研究报告 / 宏观数据

中长端流动性偏紧局面有望改善

——11月流动性观察及12月展望

报告摘要:

12月银行间流动性展望: 整体来看, 12月银行间流动性缺口较小, 约为2300亿元左右, 主要为财政支出发力向市场投放流动性所致。预计中长端资金面收紧情况或将有所缓和。但考虑到每年年末由于跨年和监管考核等需求, 短端资金面往往较为紧张。具体来看, 12月预计新增财政存款-12000亿元、M0及库存现金增加3000亿元、货币政策工具到期10400亿元、银行缴准增加900亿元、外汇占款小幅波动。

货币市场: 11月, 受双十一效应、MLF错位、永煤违约等多重因素影响, 本月资金面波动较大, 央行展开较为频繁的逆回购操作并超额续作MLF, 11月央行共投放资金24000亿元, 到期23200亿元, 净投放800亿元。整体来看, 11月隔夜利率中枢下移, DR001较10月下行16.19BP至1.87%。DR007均值较上月小幅抬升4.55BP至2.29%, 围绕逆回购利率宽幅震荡。银行间流动性分层情况有所缓解。1MAAA同业存单利率较10月末下行29BP。而中长端同业存单利率继续抬升, 3M、6MAAA同业存单到期利率较10月分别上行18BP左右。

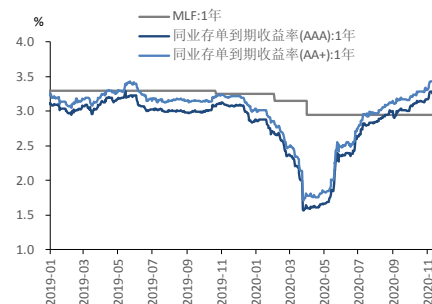
债券市场: 11月利率债发行规模继续下滑, 主因地方政府债发行规模回落所致。11月利率债净融资5169亿元, 环比下降3517亿元。11月国债收益率上行斜率加快, 收益率曲线整体进一步走平。截至11月27日, 1/3/5/7/10年期国债利率当月分别上行18BP/14BP/18BP/8BP/12BP至2.91%、3.08%、3.15%、3.32%、3.30%。展望后市, 货币政策进一步正常化的诉求指向未来资金利率易上难下; 基本面来看, 经济数据继续向好, 近期工业品价格上涨效应明显, 海外经济复苏预期开始发酵, 预计明年二季度以前PPI同比仍在向上的修复通道内; 信用角度来看, 在稳杠杆的诉求之下, 社融增速的高位放缓迹象将逐步显现, 但利率见顶往往滞后于社融见顶6个月到一年。整体来看, 明年上半年难有趋势性机会, 或将债市维持弱势震荡, 下半年信用收敛对于债市的积极信号或将有所体现。

股票市场: 11月资金供给回暖、资金需求增加。资金供给方面, 11月杠杆资金流入551亿(环比+88亿)、北向资金净流入530亿(环比+530亿)、新发偏股型基金1687亿(环比+110亿); 资金需求方面, 重要股东净减持847亿(环比+283亿), 股市募资1021亿(环比40亿), 限售股解禁4999亿(环比+2314亿)。

海外: 11月份美元兑人民币中间价较上月末调升1440点至6.58, 美元指数较上月末回落1.67至91.78。受拜登当选后财政刺激预期升温, 市场风险偏好抬升, 但同时美国疫情持续加重引发市场对后续经济修复放缓的担忧。11月10年期美债利率先升后降, 较10月末上行5BP至0.84%; 中美利差波动上行, 较上月增加15.90BP至246.00BP。

风险提示: 海外疫情持续反复, 货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《短期资金面缓和, 中长期流动性继续收敛——流动性周度观察(2020年第47周)》

-20201123

《信用利差走阔, 流动性分层加剧——流动性周度观察(2020年第46周)》

-20201116

《资金面边际缓和, 央行释放紧平衡预期——流动性周度观察(2020年第45周)》

-20201110

《11月流动性缺口收敛, 债市利多因素逐步酝酿——10月流动性观察及11月展望》

-20201102

《债市情绪回暖, 但转向仍需等待——流动性周度观察(2020年第43周)》

-20201026

《拐点尚未到来, 债市延续震荡格局——流动性观察(2020年第42周)》

-20201018

证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理: 刘星辰

执业证书编号: S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	12 月银行间流动性展望	4
1.1.	财政存款：预计减少 12000 亿元	4
1.2.	M0、库存现金：预计增加 3000 亿元	4
1.3.	货币政策工具：到期 10400 亿元	4
1.4.	银行缴准：增加 900 亿元左右	5
1.5.	外汇占款：小幅波动	5
2.	货币市场：资金面维持紧平衡，流动性分层有所缓解	6
2.1.	公开市场操作：MLF 超额续作投放，短期资金面缓和	6
2.2.	资金利率：DR007 中枢小幅上移，中长端利率持续抬升	7
3.	实体流动性：11 月票据利率持续走低，信用利差走阔	8
3.1.	票据利率&理财收益：11 月转贴现利率持续走低	8
3.2.	信用利差：中短端走阔，长端收窄	9
4.	债市流动性：负债端成本持续抬升，国债收益率震荡上行	9
4.1.	一级市场：11 月国债净供给小幅上升，存单发行利率继续上行	9
4.2.	二级市场：11 月利率债成交小幅上升，国债利率持续上行	10
5.	股市流动性：11 月资金供需两端回暖	12
5.1.	资金供给：11 月杠杆、北向、机构资金流入增多	12
5.2.	资金需求：11 月股市募资需求微增，解禁压力回升	13
6.	海外：美元指数震荡走弱，美债利率中枢上移	14
6.1.	汇率：11 月美元指数震荡走弱，人民币汇率持续升值	14
6.2.	债券：11 月美、德国债利率波动上行，日本国债利率小幅回落	15

图表目录

图 1: 财政存款季节性走势	5
图 2: 今年政府债券净融资规模	5
图 3: M0 及库存现金环比变动值	5
图 4: 公开市场操作到期情况	5
图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数	6
图 6: 2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	6
图 7: 今年以来公开市场操作与到期情况	6
图 8: 同业存单利率在 MLF 利率上方持续抬升	6
图 9: 11 月隔夜利率走势波动下行	8
图 10: 11 月 DR007 中枢小幅上移	8
图 11: 11 月 3M SHIBOR 利率加快上行	8
图 12: 11 月中长期同业存单到期收益率继续抬升	8
图 13: 11 月票据转贴现利率持续走低	9
图 14: 理财产品收益率整体下行	9
图 15: 11 月中票利率同步上行	9
图 16: 11 月中票信用利差表现不一	9
图 17: 11 月地方债发行量回落	10
图 18: 11 月利率债净融资小幅下滑	10
图 19: 11 月同业存单发行规模保持高位	10
图 20: 11 月同业存单发行利率继续上行	10
图 21: 利率债成交额环比上升	11
图 22: 同业存单成交量环比小幅升温	11
图 23: 11 月国债利率持续上行	11
图 24: 国债收益率曲线进一步走平	11
图 25: 11 月融资买入额增幅明显	12
图 26: 11 月杠杆资金持续流入	12
图 27: 11 月北向资金净流入大幅增加	12
图 28: 11 月机构资金入场规模小幅上涨	12
图 29: 11 月股票市场融资规模小幅增加	13
图 30: 11 月限售股解禁规模上升	13
图 31: 11 月重要股东净减持规模环比上升	13
图 32: 11 月人民币汇率仍位于升值通道内	14
图 33: 11 月美元指数震荡下行	14
图 34: 11 月美债收益率曲线小幅抬升	15
图 35: 11 月中美利差高位上行	15
图 36: 11 月德国 10 年期国债收益率波动上行	15
图 37: 11 月日本 10 年期国债收益率小幅回落	15
表 1: 11 月国内货币政策回顾	7
表 2: 11 月海外货币政策回顾	14

1. 12月银行间流动性展望

从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0 和库存现金、银行缴准五个方面来看，12月预计新增财政存款-12000亿元、M0及库存现金增加3000亿元、货币政策工具到期10400亿元、银行缴准增加900亿元、外汇占款小幅波动，银行间流动性缺口较小，约为2300亿元左右，主要为财政支出发力向市场投放流动性所致，预计中长端资金面收紧情况或将有所缓和。但考虑到每年年末由于跨年和监管考核等需求，短端资金面往往较为紧张，届时关注公开市场操作情况。

1.1. 财政存款：预计减少12000亿元

财政存款的变动主要由财政收支（公共财政收支以及政府性基金收支）、政府债券发行偿还影响。一般来说，12月份为财政支出大月，财政存款为年底最低点。过去5年新增财政存款均值为-11926亿元，2019年同期为-10786亿元。而今年12月政府债券供给与去年基本持平，四季度财政支出力度有所加快，预计今年12月新增财政存款规模低于往年同期水平，预计为-12000亿元左右，向市场回笼流动性。

从财政收支来看，过去5年内，12月财政收入-财政支出的均值为-17046亿元。2019年为-19949亿元。考虑今年整体财政支出节奏后移，四季度之后财政发力明显加快，预计今年财政收支差额略低于去年同期水平。

从政府债券来看，预计11月发行规模约在5000-6000亿元左右，净融资规模预计为3000亿元左右，与去年同期基本持平。据财政部数据，截至10月31日，全国地方新增专项债券发行3万5466亿元，除用于支持化解地方中小银行风险部分外，发行进度99.9%。即新增地方债发行步入尾声，剩余发行以置换债为主。国债根据今年2.78万亿中央赤字以及1万亿特别国债计划，12月份剩余发行额度为5000亿元左右，对应到期量为1700亿元。去年12月政府债券净融资额共计3217亿元，则预计今年与去年净融资规模基本相当。

1.2. M0、库存现金：预计增加3000亿元

从过去5年均值来看，12月份M0和库存现金环比增加3000亿元，2019年同期环比增加3524亿元，表现为资金自银行体系流出。考虑到M0和库存现金已经回归季节性表现，今年春节时间晚于去年，居民取现节奏相应推后，预计今年M0和库存现金增幅弱于2019年。初步估计今年12月M0和库存现金环比增加3000亿元左右。

1.3. 货币政策工具：到期10400亿元

从货币政策工具到期情况来看，12月公开市场操作到期10400亿元。12月1日-12月4日共有3900亿元7天逆回购到期。12月6日及12月16日分别有两笔3000亿元MLF到期，12月25日有500亿元国库现金定存到期。

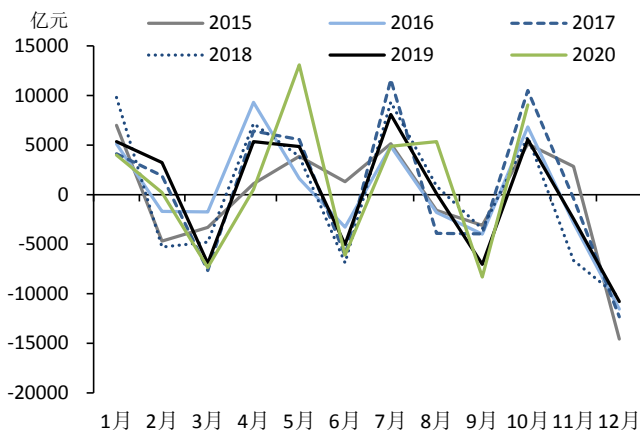
1.4. 银行缴准：增加 900 亿元左右

从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，12 月份新增银行存款平均为 5506 亿元，2019 年同期为 11567 亿元左右。考虑到当前信贷投放基本回归去年同期水平，预计今年 12 月用于缴准的新增存款规模为 10000 亿元。若按照 9.4% 的存款准备金率来估算，预计 12 月缴准规模为 940 亿元左右，相当于向市场回笼流动性。

1.5. 外汇占款：小幅波动

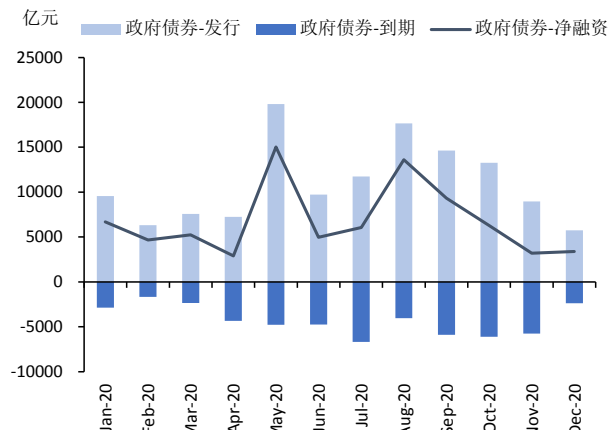
今年 6 月以来，我国外汇占款保持小幅流出状态，每月流出规模在 100 亿元以内。从跨境资本流动情况来看，今年银行结售汇除 7 月及 8 月出现小幅逆差以外，基本保持顺差，同时境内银行代客涉外收付款差额自 4 月以来均呈现流入状态。目前来看外汇市场总体运行平稳，预计 12 月外汇占款保持小幅波动，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



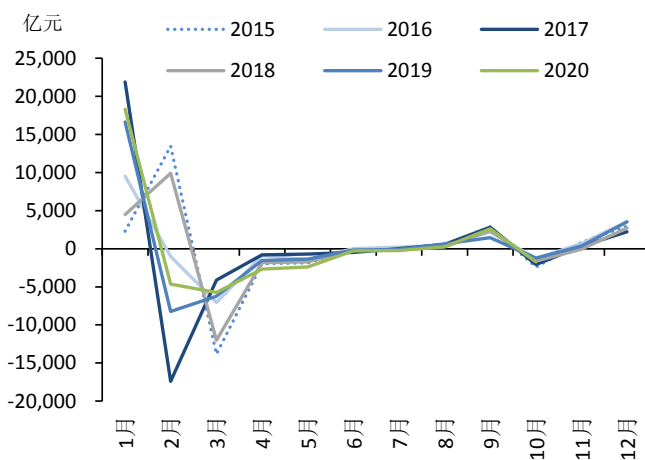
数据来源：东北证券，Wind

图 2：今年政府债券净融资规模



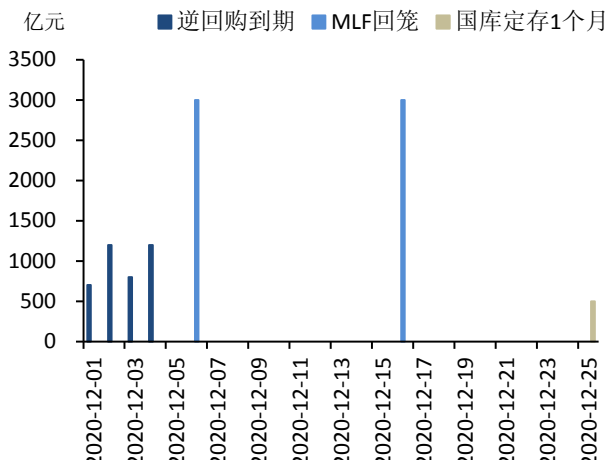
数据来源：东北证券，Wind

图 3：M0 及库存现金环比变动值



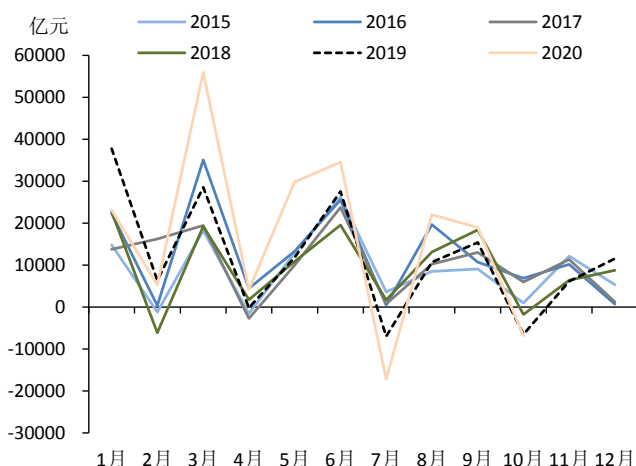
数据来源：东北证券，Wind

图 4：公开市场操作到期情况



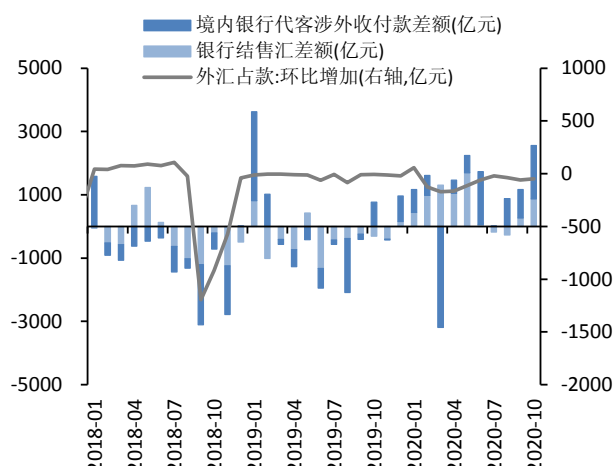
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况



数据来源：东北证券，Wind

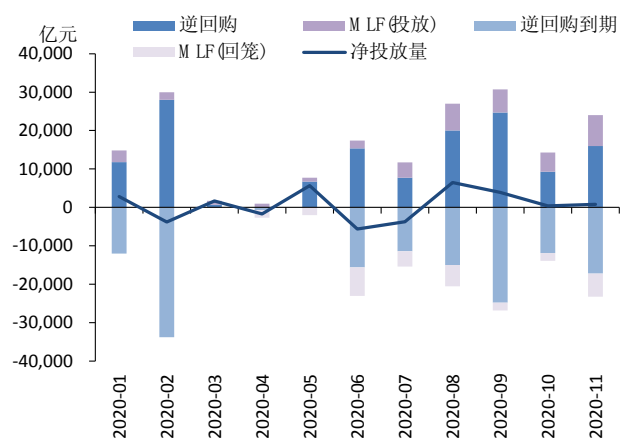
2. 货币市场：资金面维持紧平衡，流动性分层有所缓解

2.1. 公开市场操作：MLF 超额续作投放，短期资金面缓和

11 月，受双十一效应、MLF 错位、永煤违约等多重因素影响，本月资金面波动较大，央行对此也展开较为频繁的逆回购操作，DR007 围绕逆回购利率宽幅震荡。11 月央行共投放资金 24000 亿元，到期 23200 亿元，净投放 800 亿元(不含国库定存)。其中，逆回购投放 16000 亿元，到期 17200 亿元，净回笼 1200 亿元；MLF 投放 8000 亿元，到期 6000 亿元，净投放 2000 亿元。价格方面，11 月 MLF 及 LPR 保持不变，延续 4 月以来的利率水平。

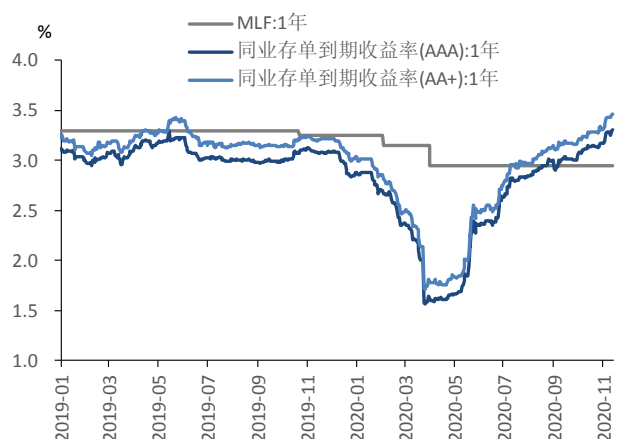
随着经济增速逐步回归潜在增长区间，货币政策存在进一步正常化诉求。未来货币政策更多为易紧难松，资金面预计维持紧平衡局面。但三季度货币政策执行报告明确的传达出稳杠杆的信号，与我们此前的温和“控”杠杆的预判相一致。目前来看，尽管国内宏观政策调控积极有效的推动了经济企稳复苏，但当前内外部挑战仍存，国内经济修复的不均衡性以及海外疫情超预期的可能性，均指向国内货币政策不宜快速退出，未来收紧幅度相对可控。

图 7: 今年以来公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 同业存单利率在 MLF 利率上方持续抬升



数据来源：东北证券，Wind

表 1: 11 月国内货币政策回顾

时间	内容
11 月 6 日	刘国强副行长在国务院政策例行吹风会指出，下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。
11 月 6 日	中国人民银行发布《中国金融稳定报告（2020）》要求，继续有效防范化解重大金融风险，精准处置重点领域风险，补齐监管制度短板，进一步压实各方责任，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线，实现稳增长与防风险的长期均衡。
11 月 13 日	财政部原部长楼继伟在第十一届财新峰会发表演讲时表示，中国已经到了研究宽松货币政策有序退出的时候了，退出的节奏一定要掌握好，不能让经济复苏对应债务危机，但不是现在马上退，财政政策可能还要维持，明年的扩张力度可能小一点。
11 月 17 日	中国人民银行行长易纲发表论文《再论中国金融资产结构及政策含义》指出，过去十多年来中国宏观杠杆率上升较快，金融资产风险向银行部门集中。针对这一问题，须着力稳住宏观杠杆率，通过改革开放发展直接融资，让市场主体能够自我决策、自担风险并获得相应收益，由此在保持杠杆率基本稳定的同时，增强金融对实体经济的支持力度，提升金融资源的配置效率。
11 月 19 日	中国人民银行党委书记郭树清发表论文《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》指出，要全力推动国民经济恢复正常循环，加快金融供给侧结构性改革，尽最大可能提早处置不良资产，防止高风险影子银行反弹回潮，及时处置不同类型机构风险，稳步扩大金融业对外开放，切实加强金融消费者教育和保护，进一步加强党对金融工作的领导。
11 月 21 日	金融委第四十三次会议指出，近期违约个案有所增加，是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果。会议要求，健全风险预防、发现、预警、处置机制，加强风险隐患摸底排查，保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线。
11 月 26 日	《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》发表，报告要求，处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。
11 月 27 日	中国金融学会会长周小川发表论文《拓展通货膨胀的概念与度量》指出，测度通胀对于经济社会而言是相当复杂的，可能需要更广义的通胀概念；如何对通胀进行测度，值得进一步深入的研究。

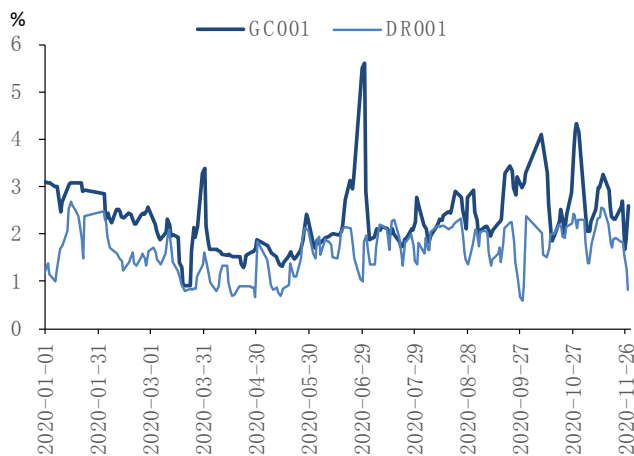
数据来源：东北证券，公开资料整理

2.2. 资金利率：DR007 中枢小幅上移，中长端利率持续抬升

11 月隔夜利率中枢整体下移，DR001 均值较 10 月下行 16.19BP 至 1.87%。截至 11 月 27 日，DR001 当月下行 148.26BP 至 0.82%。GC001 当月下行 156.60BP 至 2.59%。11 月最后一周 DR001 较前一周下行 110.79BP，GC001 较前一周上行 28.20BP。银行间流动性分层情况有所缓解，非银资金面宽松感受明显。截至 11 月 27 日，R007 较上月末下行 78.56BP 至 2.58%，DR007 较上月末下行 22.13BP 至 2.37%，二者差值有所收敛。DR007 均值较上月小幅抬升 4.55BP 至 2.29%。

11 月中长端利率中枢继续上移，最后一周同步回落。截至 11 月 27 日，SHIBOR1 个月及 3 个月利率较上月末分别上行 4.50BP、16.40BP 至 2.73%、3.14%。11 月中长端同业存单利率继续抬升，短端同业存单利率震荡下行。截至 11 月 27 日，3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别为 3.19%、3.26%，较上月末分别上行 17.63BP、18.84BP；1 个月 AAA 同业存单到期收益率为 2.38%，较上月末下行 29.39BP。11 月最后一周，三者分别回落 7.43BP、1.46BP、2.17BP。

图 9: 11 月隔夜利率走势波动下行



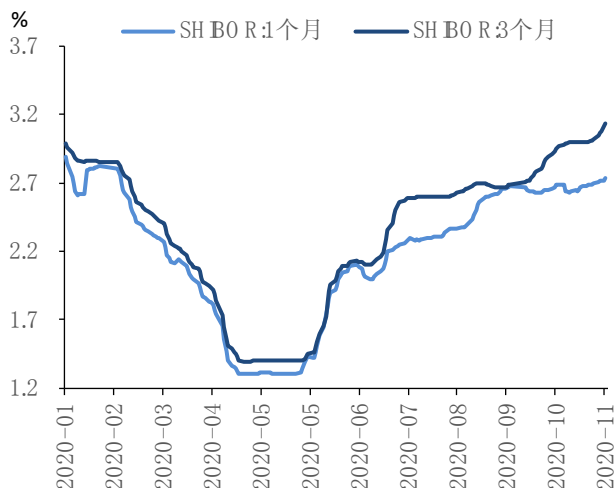
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 11 月 DR007 中枢小幅上移



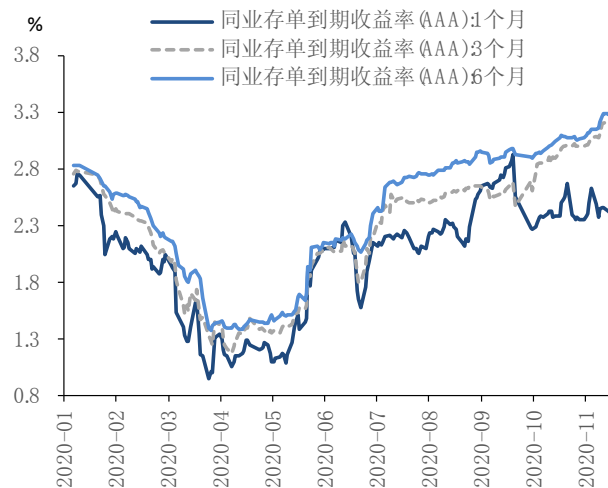
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 11 月 3M SHIBOR 利率加快上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 11 月中长期同业存单到期收益率继续抬升



数据来源: 东北证券, Wind

3. 实体流动性: 11 月票据利率持续走低, 信用利差走阔

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_1204

