

证券研究报告 / 宏观数据

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）

报告摘要：

11月银行间流动性展望：整体来看，11月流动性缺口规模约为1万亿元，较上月有所收敛，主要为财政资金投放所致，流动性紧张局面或将边际缓和。分项上，预计新增财政存款-2500亿元、M0及库存现金增加400亿元、货币政策工具到期11600亿元、银行缴准1000亿元、外汇占款小幅波动。

货币市场：上周央行单周净回笼5900亿元，其中7天逆回购净回笼1900亿元，MLF净回笼4000亿元。月初资金面较为宽松，流动性分层情况缓解，随后央行连续两日净回笼导致资金面回归紧平衡格局，上周DR007下行36.70BP至2.22%。但随着年内中小银行结构性存款压降的压力缓和，上周中长期利率转为下行，3个月AAA同业存单到期收益率小幅下行1.49BP至3.00%。

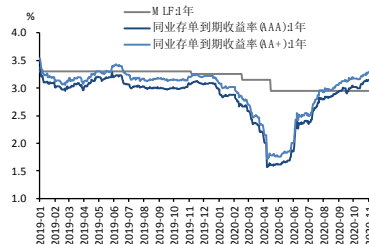
债券市场：上周随着海外不确定性因素逐步消退，经济延续复苏态势，叠加央行公开市场操作释放紧平衡信号，“特殊时期出台的政策将适时适度调整”的表态，导致市场对货币政策进一步收紧的担忧升温，国债利率震荡上行。展望后市，我们认为尽管债市利多因素逐步增强，但短期内并不足以带动债市转向。货币层面来看，尽管后续随着年末财政支出的发力，资金面边际宽松，但央行态度仍然释放紧平衡预期。信用层面来看，信贷向地产倾斜度降低，但今年出口强韧性带来国内制造业贷款需求向好，年内社融预计仍保持高位企稳的态势。随着10年期国债利率走高至2019年四季度高点，市场对于未来债市继续下跌的预期降温，配置和交易力量逐步加强，预计年内债市仍处在震荡格局中。

股票市场：上周杠杆流入规模扩张、北向资金转为流入，机构资金流入下降；股市募资需求小幅下跌，净减持规模走阔。杠杆资金流入215亿（环比+210亿），北向资金净流入214亿（环比+298亿），新发偏股型基金447亿（环比-57亿）；重要股东净减持270亿（环比+68亿），股市募资321亿（环比-19亿），限售股解禁1674亿（环比+68亿）。

海外市场：上周美元指数跌至10月以来新低。一方面，市场提前反应拜登竞选成功的预期，美股回升降低美元流动性需求，同时民主党相对更高的财政刺激也进一步压低美元。另一方面，周四美联储公布11月利率决议，美联储表示可能需要进一步的货币和财政刺激来支持经济，带动美元指数继续走低。人民币汇率方面，国内经济基本面持续向好，尽管逆周期因子的淡出和外汇风险准备金的下调一定程度上缓和人民币持续升值的步伐，但上周美元指数的再次回落，再次推升人民币快速升值。因美国大选不确定性增加，带动10年期美债收益率波动加大，周五美国10月非农就业人口高于预期，美债收益率转为上行。中美利差较前一周上升7.5BP至238BP。

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

《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——流动性周度观察（2020年第42周）》

-20201018

《10月资金面延续紧平衡，流动性缺口仍需央行呵护——9月流动性观察及10月展望》

-20201009

《存单利率再度上行，债市情绪走弱——流动性周度观察（2020年第39周）》

-20200927

《资金面扰动缓和，债市维持弱势震荡——流动性周度观察（2020年第38周）》

-20200920

《信用扩张尚未结束，债市仍在调整期——流动性周度观察（2020年第37周）》

-20200914

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. 11 月银行间流动性展望.....	4
1.1. 财政存款: 预计减少 2500 亿元	4
1.2. M0、库存现金: 预计增加 400 亿元	4
1.3. 货币政策工具: 到期 11600 亿元	4
1.4. 银行缴准: 增加 1000 亿元	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, 中长期利率转为回落.....	6
2.1. 公开市场操作: 流动性紧平衡格局不变	6
2.2. 资金利率: 短端利率快速下行, 中长端利率转为下行	7
3. 实体流动性: 票据利率小幅抬升, 信用利差总体收窄.....	8
3.1. 票据&理财: 票据转贴现利率小幅上行, 理财收益率多数回落	8
3.2. 信用利差: 中票利率整体下行, 信用利差小幅收窄	8
4. 债市流动性: 利率债供给压力放缓, 国债收益率普遍上行.....	9
4.1. 一级市场: 债券供给压力缓和, 同业存单融资需求回升.....	9
4.2. 二级市场: 利率债成交小幅升温, 国债收益率普遍上行.....	10
5. 股市流动性: 资金供给明显改善, 净减持规模持续走阔.....	11
5.1. 资金供给: 杠杆资金加速流入, 北向资金持续净流入	11
5.2. 资金需求: 股市募资需求下降, 净减持规模继续走阔	12
6. 海外: 美元指数快速走低, 10 年期美债利率先降后升.....	13
6.1. 汇率: 美元指数下跌, 人民币汇率升值趋势延续.....	13
6.2. 债市: 10 年期美债收益率震荡下行.....	14

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: 公开市场操作与到期情况	6
图 8: 同业存单利率上行斜率放缓.....	6
图 9: 隔夜利率大幅回落.....	7
图 10: DR007 回落至 7 天逆回购利率附近.....	7

图 11: 银行和非银流动性分层情况缓解	7
图 12: 同业存单到期收益率回落	7
图 13: 票据转贴现利率小幅上行	8
图 14: 3M 及 6M 理财收益率明显回落	8
图 15: 各期限中票利率小幅波动	9
图 16: 各期限中票信用利差小幅收窄	9
图 17: 利率债发行量回升至九月中旬水平	9
图 18: 利率债净融资规模	9
图 19: 同业存单净融资规模回升	10
图 20: 各期限同业存单发行利率分化	10
图 21: 各品种利率债成交量环比小幅改善	10
图 22: 同业存单成交量小幅回升	10
图 23: 10 年期国债收益率小幅上行	11
图 24: 国债收益率曲线走平并倒挂	11
图 25: 两融余额小幅回升	11
图 26: 融资买入额回升幅度较大	11
图 27: 上周北向资金连续 5 日净流入	12
图 28: 机构资金流入规模小幅回落	12
图 29: 股票市场募资规模小幅回落	12
图 30: 限售股解禁规模回升	12
图 31: 重要股东净减持规模持续走阔	13
图 32: 人民币汇率升值趋势延续	13
图 33: 美元指数持续走弱	13
图 34: 10 年期美债收益率震荡下行	14
图 35: 中美利差小幅走阔	14
图 36: 10 年期德国国债利率继续下行	14
图 37: 10 年期日本国债利率小幅回落	14

1. 11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，11月预计新增财政存款-2500亿元、M0及库存现金增加400亿元、货币政策工具到期11600亿元、银行缴准1000亿元、外汇占款小幅波动，银行间流动性缺口规模约为1万亿元左右。流动性缺口主要受财政投放和货币工具到期影响，整体缺口规模低于10月，流动性紧张局面或将边际缓和。

1.1. 财政存款：预计减少2500亿元

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，11月份为财政投放的月份，过去5年新增财政存款均值为-1901亿元，2019年同期为-2451亿元。考虑到四季度财政支出加快，同时11月政府债券供给压力略高于往年，预计今年11月新增财政存款规模与去年同期基本相当，预计为-2500亿元左右，向市场释放流动性。

从财政收支来看，过去5年内，11月财政收入-财政支出的均值为-5440亿元，2019年为-4068亿元。9月份财政支出发力加快，考虑到当前财政支出节奏远不及预算安排，初步估计11月财政收入-财政支出为-6000亿元左右。

从政府债券来看，预计11月发行规模约在1万亿左右，净融资规模预计为4500亿元左右，较去年同期增加2200亿元。截止10月底，新增专项债完成全年计划的95%，剩余额度将在11月发行完毕，新增一般债基本发行完毕。而国债则根据往年平滑发行节奏计算，11-12月平均发行规模在5000亿元左右。考虑到再融资债券在内，则11月政府债券净融资规模为4500亿元左右，12月净融资规模继续小幅回落。去年11-12月政府债券净融资规模分别为2270亿元、3220亿元。往后看，债市供给压力继续缓和，但仍高于去年同期水平。

1.2. M0、库存现金：预计增加400亿元

从过去5年均值来看，11月份M0和库存现金较10月小幅抬升，环比增加400亿元，表现为资金自银行体系小幅流出。考虑到M0和库存现金已经回归季节性表现，预计双十一期间国内消费市场将继续修复至常态化，我们初步估计今年11月M0和库存现金环比400亿元。

1.3. 货币政策工具：到期11600亿元

从货币政策工具到期情况来看，11月公开市场操作到期11600亿元。11月2日-11月6日共有5100亿元7天逆回购到期。11月5日及11月15日，分别有4000亿元、2000亿元MLF到期，预计央行将延续月中一次性续作方式，11月23日有500亿元国库现金定存到期。

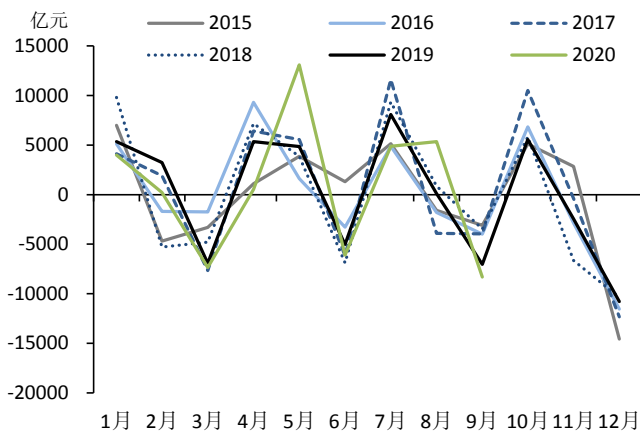
1.4. 银行缴准：增加 1000 亿元

从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，11 月份新增银行存款平均为 9230 亿元，2019 年同期为 6121 亿元，为四季度新增存款规模的小高峰。考虑到今年信贷投放略高于往年同期水平，预计今年 11 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 11 月缴准规模接近 1000 亿元，相当于向市场回笼流动性。

1.5. 外汇占款：小幅波动

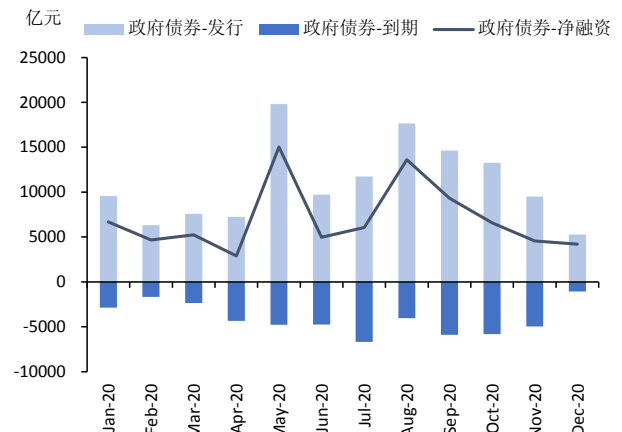
今年 6 月以来，我国外汇占款保持小幅流出状态，每月流出规模在 100 亿元以内。从跨境资本流动情况来看，今年银行结售汇除 7 月及 8 月出现小幅逆差以外，基本保持顺差，同时境内银行代客涉外收付款差额自 4 月以来均呈现流入状态。目前来看外汇市场总体运行平稳，预计 11 月外汇占款保持小幅波动，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



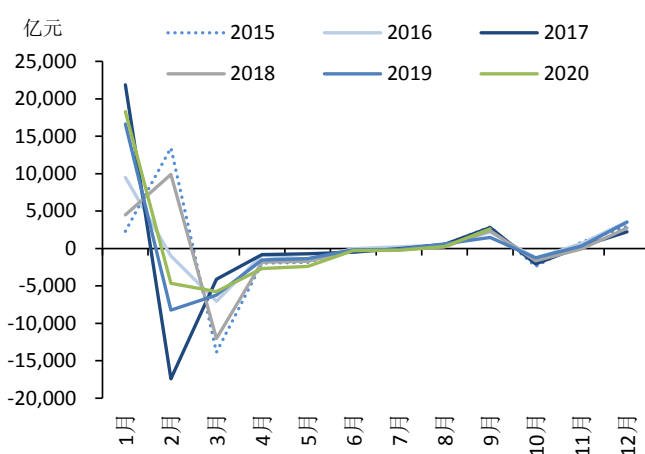
数据来源：东北证券，Wind

图 2：今年政府债券净融资规模



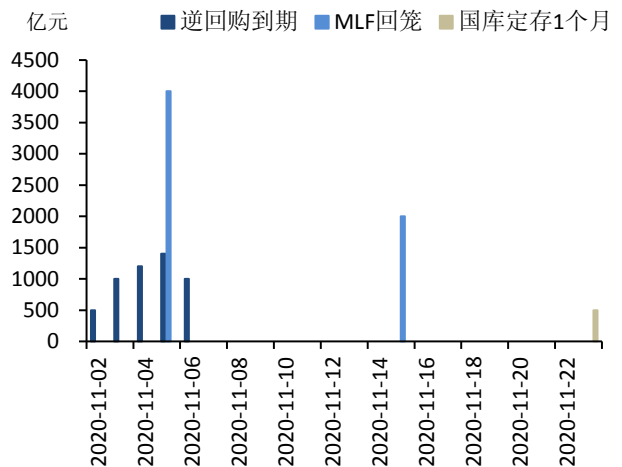
数据来源：东北证券，Wind

图 3：M0 及库存现金环比变动值



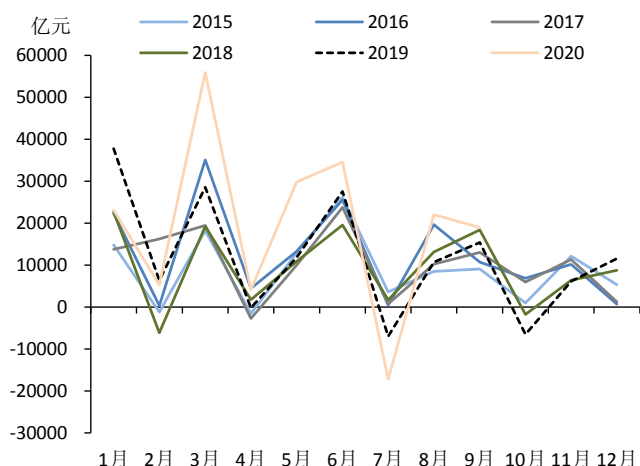
数据来源：东北证券，Wind

图 4：公开市场操作到期情况



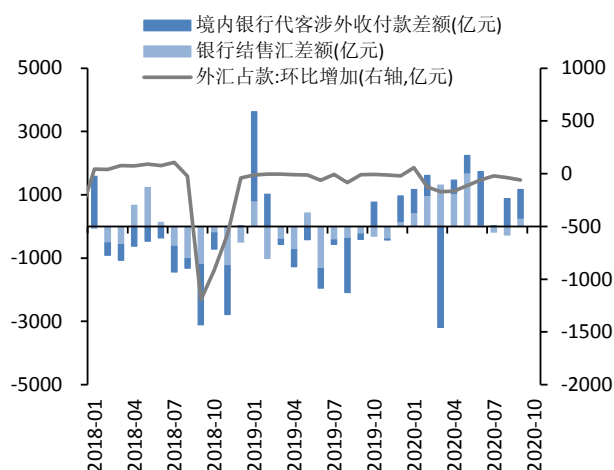
数据来源：东北证券，Wind

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

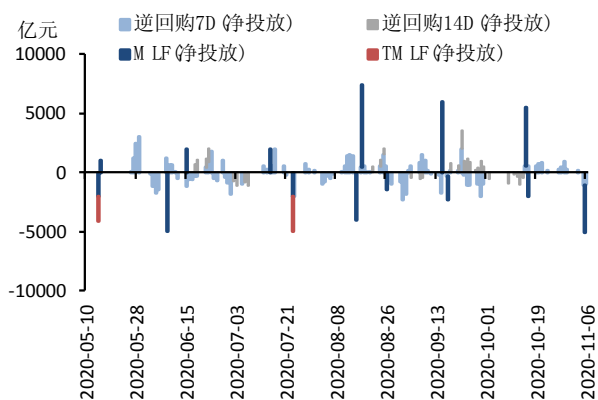
2. 货币市场：资金面维持紧平衡，中长期利率转为回落

2.1. 公开市场操作：流动性紧平衡格局不变

上周(11月2日-11月6日)，央行单周净回笼 5900 亿元，其中 7 天逆回购净回笼 1900 亿元，MLF 净回笼 4000 亿元。央行公告称，目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平。本周公开市场到期 5200 亿元，其中逆回购到期 3200 亿元，MLF 到期 2000 亿元。

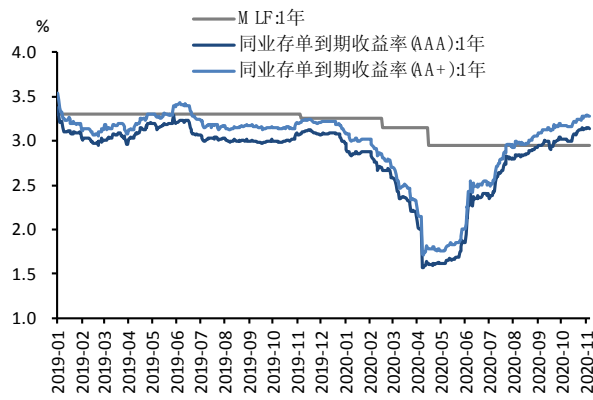
周五，国务院例行吹风会上，央行提出要适时适度对特殊时期出台的政策进行调整，引发市场对于未来货币政策进一步收紧的担忧。但从目前来看，未来货币政策更多表现为中性，利率平稳以及信用放缓的政策组合。特殊时期政策的推出，可能主要体现为对中小微企业的延期还本付息、普惠小微信用贷款两项直达工具以及减少收费等金融让利措施。

图 7: 公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 同业存单利率上行斜率放缓



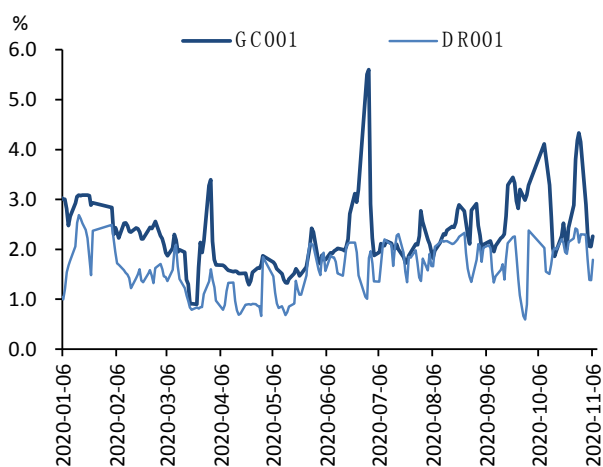
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：短端利率快速下行，中长端利率转为下行

上周资金面整体较为宽松，短端利率整体下行。与前一周相比，上周 DR001 下行 51.16BP 至 1.7888%，GC001 下行 189.10BP 至 2.2610%。非银和银行流动性分层情况缓和，R007 及 DR007 利差收窄至 18.03BP。DR007 下行 36.70BP 至 2.2219%，R007 下行 96.71BP 至 2.4022%。

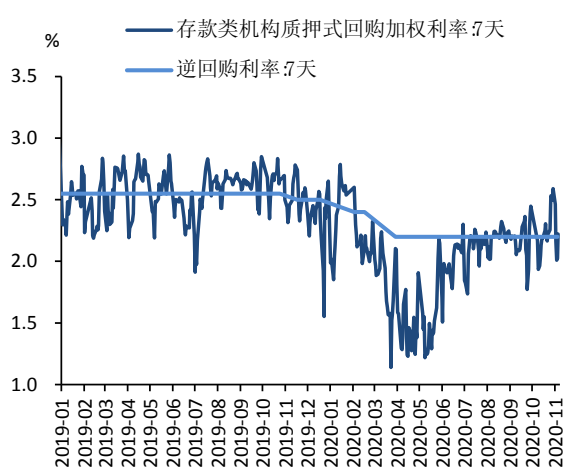
年内中小银行结构性存款压降的压力缓和，上周中长期利率转为下行。1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别下行 32.36BP、1.49BP、1.58BP 至 2.3513%、2.9953%、3.0580%。

图 9：隔夜利率大幅回落



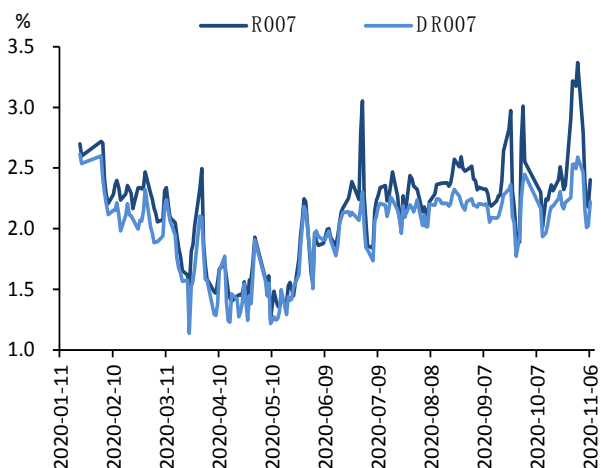
数据来源：东北证券，Wind

图 10：DR007 回落至 7 天逆回购利率附近



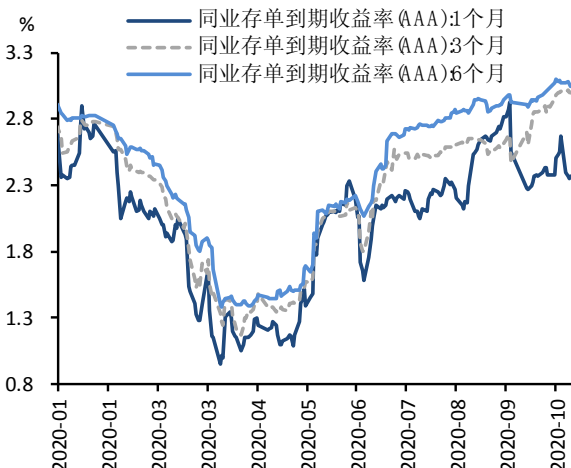
数据来源：东北证券，Wind

图 11：银行和非银流动性分层情况缓解



数据来源：东北证券，Wind

图 12：同业存单到期收益率回落



数据来源：东北证券，Wind

3. 实体流动性：票据利率小幅抬升，信用利差总体收窄

3.1. 票据&理财：票据转贴现利率小幅上行，理财收益率多数回落

上周票据转贴现利率小幅上行。截至10月16日，6个月国股银票转贴现利率较前一周上行9.46BP至2.8683%，同期限AAA+同业存单利率小幅下行2.75BP至3.0873%。

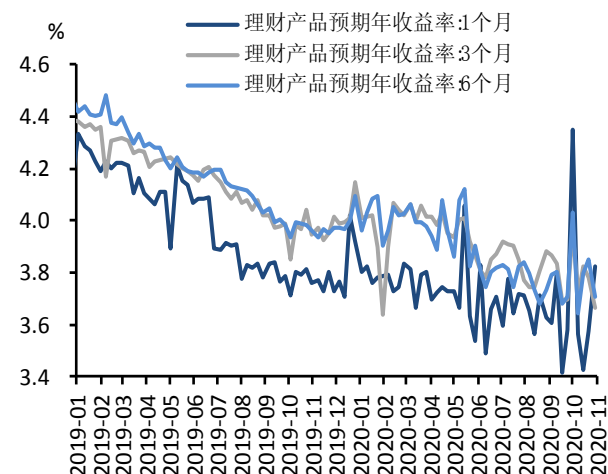
1个月理财产品收益率明显上升，3个月、6个月理财收益率小幅下跌。截至11月1日，1个月理财产品收益率为3.82%，较前一周上行24.69BP。3个月、6个月理财产品收益率分别为3.66%和3.71%，较前一周分别下行11.57BP和14.37BP。

图 13: 票据转贴现利率小幅上行



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 3M及 6M 理财收益率明显回落



数据来源：东北证券，Wind

3.2. 信用利差：中票利率整体下行，信用利差小幅收窄

上周3年和5年中票利率同步下行，但1年中票利率稍稍上升。截至11月6日，3年期、5年期分别下行2.15BP、3.69BP，对应国债收益率分别上行2.43BP和5.86BP；1年期AAA中票到期收益率上行1.69BP，对应国债收益率上行5.59BP。上周受国债收益率上行影响，1年、3年和5年中票信用利差同步收窄。上周1年期、3年期、

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_1526

