

证券研究报告 / 宏观数据

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

报告摘要：

10月银行间流动性展望：整体来看，10月流动性缺口规模约为1.65万亿元，较上月有所走阔，主要为财政存款及货币工具到期回笼流动性所致，仍需要央行及时地进行流动性补充，预计10月资金面继续维持紧平衡。分项上，预计新增财政存款8000亿元、M0及库存现金减少1500亿元、货币政策工具到期10500亿元、银行缴准减少500亿元、外汇占款小幅波动。

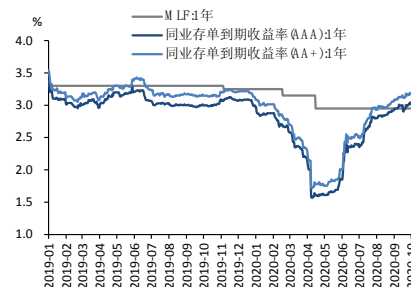
货币市场：为了稳定季末流动性，9月末央行密集进行公开市场操作，持续开展14天期逆回购操作。9月央行净投放3900亿元（不含国库现金）。其中，逆回购净回笼100亿元、MLF净投放4000亿元。整体来看，9月隔夜利率中枢有所走低，DR001较8月回落28BP至1.67%，DR007稳定在2.2%的逆回购利率附近震荡，与8月均值基本一致。而存单利率整体上移，1个月、6个月AAA同业存单到期收益率较上月末分别上行39.87BP、6.00BP。我们认为四季度货币政策将主要体现为稳货币和降成本的组合，尽管央行连续两月超额续作MLF，表明货币政策进一步放松的必要性下降，但暂不会进一步收紧，保持流动性合理充裕，引导贷款利率下行仍是货币政策的主要诉求。

债券市场：9月利率债发行规模小幅下滑，主因地方政府债发行规模回落所致。9月利率债净融资10692亿元，环比下降5190亿元。9月利率债成交小幅上升，同业存单成交大幅升温。9月国债及国开债收益率整体震荡上行。1年期、10年期国债收益率较上月末分别上行13.39BP、13.05BP至2.65%、3.15%。9月债市继续走弱，一方面，基本面持续释放积极信号，尽管边际增量相对有限，基本面对国债利率最大的冲击时点已过，但仍对利率构成下限约束。另一方面，债券供给压力相对较大，叠加央行货币政策维持稳健适度的基调，中长期资金面持续收敛，尤其是同业存单利率持续抬升对银行负债端成本构成较大压力，短期内持续压制债市的表现。若存单利率持续抬升，则四季度10年期国债收益率可能会进一步上行至3.2%-3.3%附近。整体来看，我们认为债市弱势震荡格局短期内难以扭转。

股票市场：9月资金供给走弱、资金需求明显回落。资金供给方面，9月杠杆资金流入-51亿（环比-759亿）、北向资金净流入-328亿（环比-308亿）、新发偏股型基金2016亿（环比-276亿）；资金需求方面，重要股东净减持808亿（环比+336亿），股市募资1216亿（环比-481亿），限售股解禁3936亿（环比-715亿）。

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

- 《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）》
-20200913
- 《货币谨慎投放，债市空头情绪释放——流动性周度观察（2020年第36周）》
-20200906
- 《9月流动性缺口边际收敛，资金面持续收紧概率走低——8月流动性观察及9月展望》
-20200830
- 《资金面维持紧平衡，货币边际增量有限——流动性周度观察（2020年第34周）》
-20200823

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.	10 月银行间流动性展望	4
1.1.	财政存款：预计增加 8000 亿元	4
1.2.	M0、库存现金：预计减少 1500 亿元	4
1.3.	货币政策工具：到期 10500 亿元	4
1.4.	银行缴准：减少 500 亿左右	4
1.5.	外汇占款：小幅波动	5
2.	货币市场：资金面维持紧平衡，流动性分层情况凸显	6
2.1.	公开市场操作：季末资金面趋紧，央行适度补充流动性	6
2.2.	资金利率：短端利率表现震荡，中长端利率继续抬升	7
3.	实体流动性：9 月票据利率震荡上行，信用利差持续收窄	8
3.1.	票据利率&理财收益：9 月转贴现利率小幅震荡上行	8
3.2.	信用利差：9 月信用利差继续收窄	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：9 月国债净供给明显回落，存单发行利率继续上行	9
4.2.	二级市场：9 月利率债成交小幅上升，国债利率震荡上行	10
5.	股市流动性：9 月资金供给走弱、资金需求明显回落	12
5.1.	资金供给：9 月杠杆资金小幅流出，北向资金大规模流出	12
5.2.	资金需求：9 月股市募资需求小幅放缓、解禁压力继续回落	13
6.	海外：9 月美元指数整体上行，美债利率多数回落	14
6.1.	汇率：9 月美元指数整体上行，人民币汇率仍位于升值区间内	15
6.2.	债券：9 月美债利率小幅走低，德日国债利率波动下行	15
7.	国庆消费一览：国内消费欣欣向荣	16

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	7
图 8: 同业存单利率逐步抬升超过 MLF 利率	7
图 9: 9 月隔夜利率走势波动上行	8
图 10: 9 月 DR007 围绕逆回购利率小幅波动	8
图 11: 9 月 1M 及 3M SHIBOR 利率小幅上行	8
图 12: 9 月同业存单到期收益率先升后降	8
图 13: 9 月票据转贴现利率震荡上行	9
图 14: 国债收益率曲线持续倒挂	9
图 15: 9 月中票利率小幅上行	9
图 16: 9 月中票信用利差震荡下行	9
图 17: 9 月地方债发行量回落	10
图 18: 9 月利率债净融资小幅下滑	10
图 19: 9 月同业存单净融资规模回落	10
图 20: 9 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上升	11
图 23: 9 月国债利率继续上行	11
图 24: 国债收益率曲线进一步走平	11
图 25: 9 月融资买入额持续回落	12
图 26: 9 月杠杆资金小幅流出	12
图 27: 9 月北向资金加速净流入	13
图 28: 9 月机构资金入场规模小幅下滑	13
图 29: 9 月股票市场融资规模继续回落	13
图 30: 9 月限售股解禁规模环比回落	13
图 31: 9 月重要股东净减持规模环比上升	14
图 32: 9 月人民币汇率位于升值通道内	15
图 33: 9 月美元指数整体上行	15
图 34: 9 月美债收益率曲线斜率变平	16
图 35: 9 月中美利差平稳上行	16
图 36: 9 月德国 10 年期国债收益率波动下行	16
图 37: 9 月日本 10 年期国债收益率明显下行	16
表 1: 9 月国内货币政策回顾	6
表 2: 9 月海外货币政策回顾	14

1. 10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，10月预计新增财政存款 8000 亿元、M0 及库存现金减少 1500 亿元、货币政策工具到期 10500 亿元、银行缴准减少 500 亿元、外汇占款小幅波动，银行间流动性缺口规模约为 1.65 万亿元左右，主要为财政存款及货币工具到期回笼流动性所致，仍需要央行及时进行流动性补充。

1.1. 财政存款：预计增加 8000 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，10 月份为财政存款多增的月份，过去 5 年新增财政存款均值为 6760 亿元，2019 年同期为 5551 亿元。而今年 10 月政府债券供给压力高于往年，预计今年 10 月新增财政存款规模略高于去年同期水平，预计为 8000 亿元左右，向市场回笼流动性。

从财政收支来看，过去 5 年内，10 月财政收入-财政支出的均值为 4000 亿元。2019 年为 5215 亿元。今年下半年以来，财政支出发力加快，导致财政收支差额低于去年同期水平，初步估计 10 月财政收入-支出为 4000 亿元左右。从政府债券来看，10 月发行规模约在 1.1 万亿左右，净融资规模预计在 5500 亿元左右，较去年同期增加 3800 亿元。截至 8 月底，新增一般债、专项债分别发行 8530 亿元、28969 亿元，9 月份据统计分别发行 925 亿元、4467 亿元。根据发行安排，剩余额度需于 10 月底前发行完毕，则 10 月预计新增一般债、专项债发行额度分别为 345 亿元、4064 亿元。国债按照往年平滑发行节奏计算，剩余月份平均发行规模在 6000 亿元左右。考虑到再融资债券在内，则 10 月政府债券净融资规模为 5500 亿元左右，11 月及 12 月净融资约在 3000-5000 亿元。去年 10-12 月政府债券净融资规模分别为 1750 亿元、2270 亿元、3220 亿元。往后看，债市供给压力明显缓和，但仍高于去年同期水平。

1.2. M0、库存现金：预计减少 1500 亿元

从过去 5 年均值来看，10 月份 M0 和库存现金环比减少近 1700 亿元，2019 年同期环比减少 1228 亿元，表现为资金回流至银行体系。考虑到 M0 和库存现金已经回归季节性表现，加之十一消费表现较佳，我们初步估计今年 10 月 M0 和库存现金环比减少 1500 亿元左右。

1.3. 货币政策工具：到期 10500 亿元

从货币政策工具到期情况来看，10 月公开市场操作到期 10500 亿元。10 月 1 日-10 月 14 日共有 7700 亿元 14 天逆回购到期。10 月 16 日有 2000 亿元 MLF 到期，10 月 19 日有 800 亿元国库现金定存到期。

1.4. 银行缴准：减少 500 亿左右

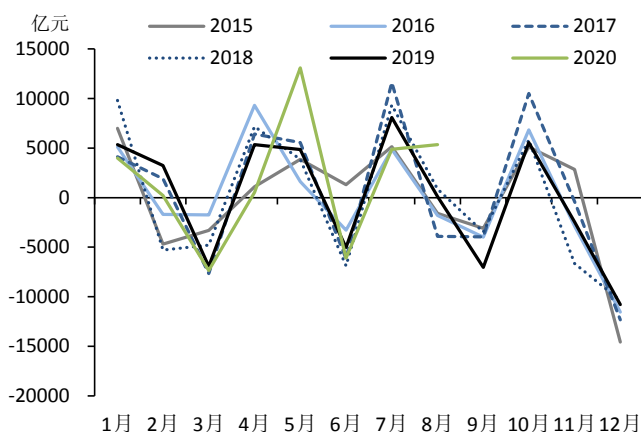
从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，过去 5 年间，10 月份新增银行存款平

均为 1099 亿元，2019 年同期为-6493 亿元左右，为下半年新增存款规模的低点。考虑到信贷投放略高于往年同期水平，预计今年 10 月用于缴准的新增存款规模为-5000 亿元。若按照 9.4%的存款准备金率来估算，预计 10 月缴准规模为-500 亿元左右，相当于释放部分流动性。

1.5. 外汇占款：小幅波动

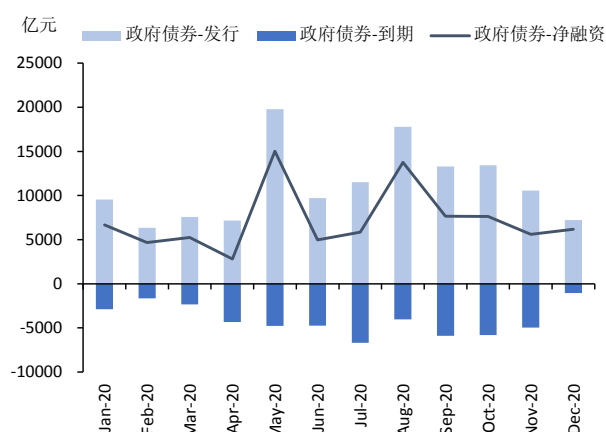
今年 2 月以来，我国外汇占款保持小幅流出状态，3 月份流出规模上升至 170 亿元，此后流出规模逐月收窄，7 月、8 月外汇占款环比分别减少 19 亿元、38 亿元。从跨境资本流动情况来看，今年上半年银行结售汇继续呈现顺差，7 月及 8 月出现逆差，但逆差规模低于去年同期水平；而 8 月境内银行代客涉外收付款差额大增 884 亿元。目前来看外汇市场总体运行平稳，预计 10 月外汇占款继续保持小幅波动，对流动性影响不大。

图 1：财政存款季节性走势



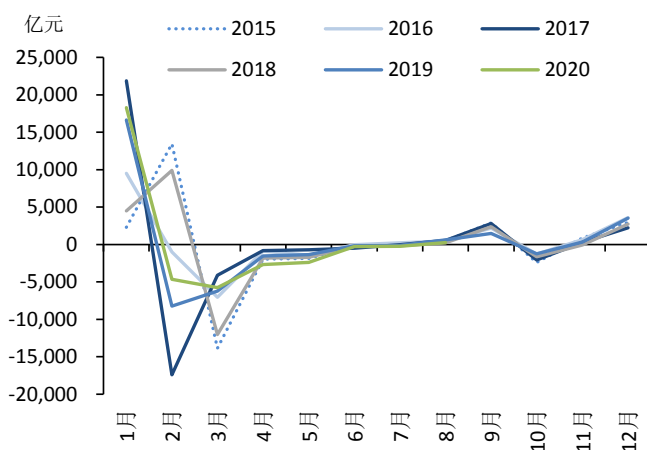
数据来源：东北证券，Wind

图 2：今年政府债券净融资规模



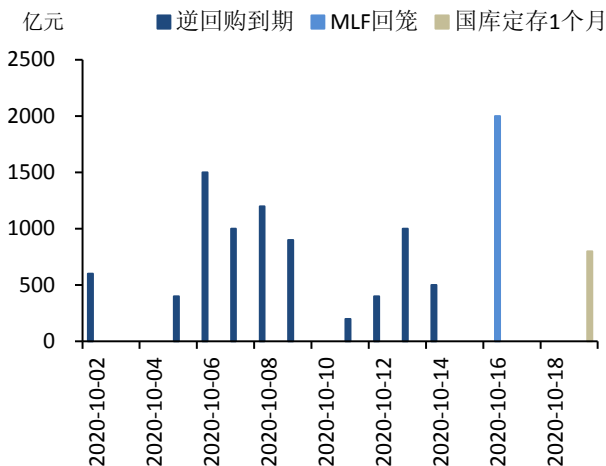
数据来源：东北证券，Wind

图 3：M0 及库存现金环比变动值



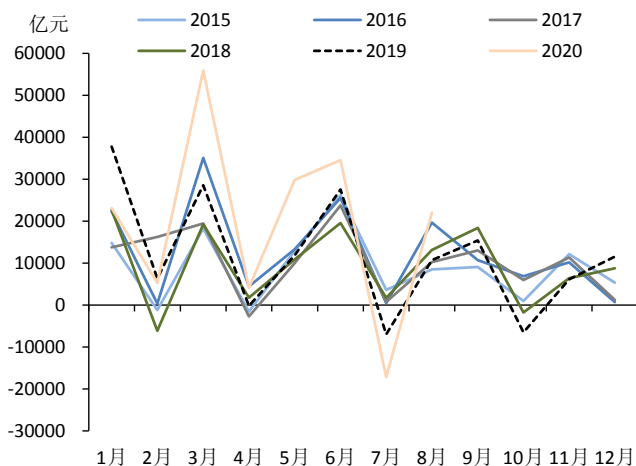
数据来源：东北证券，Wind

图 4：公开市场操作到期情况



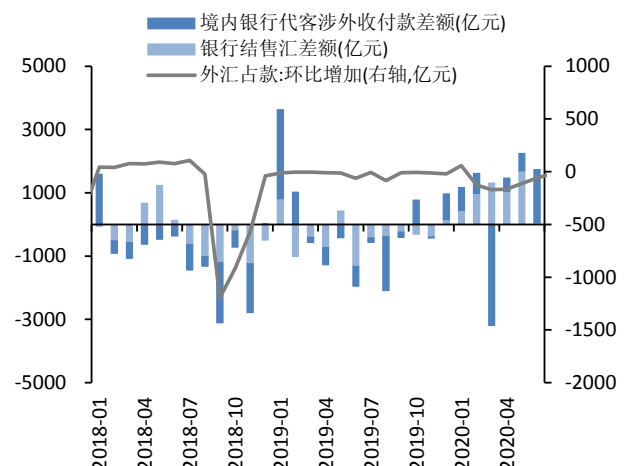
数据来源：东北证券，Wind

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, 流动性分层情况凸显

2.1. 公开市场操作: 季末资金面趋紧, 央行适度补充流动性

为了稳定季末流动性, 9月末央行密集进行公开市场操作, 持续开展 14 天期逆回购操作, 延续 8 月以来公开市场操作净投放状态。9 月央行共投放资金 30700 亿元, 到期 26800 亿元, 净投放 3900 亿元(不含国库定存)。其中, 逆回购投放 24700 亿元, 到期 24800 亿元, 净回笼 100 亿元; MLF 投放 6000 亿元, 到期 2000 亿元, 净投放 4000 亿元。价格方面, 9 月 MLF 及 LPR 保持不变, 延续 4 月以来的利率水平。

9 月 25 日, 货币政策委员会三季度例会主要释放两点信息:

一是经济形势判断: 对当前国内疫情控制较为乐观。删除对国内疫情反弹压力的描述, 仅提及境外疫情因素。二是货币政策基调: 货币政策暂不会进一步收紧, 未来贷款利率仍有下行空间。继续强调稳健的货币政策要更加灵活适度, 删除“总量政策适度”, 增加“精准导向”、“综合施策推动综合融资成本明显下降, 引导贷款利率继续下行”。

我们认为四季度货币政策将主要体现为稳货币和降成本的组合。8 月之后, 在较低的超储率之下, 央行对市场的呵护态度愈加明显, 连续两月对 MLF 超量续作, 侧面表明短期内降准降息的概率走低, 在当前经济持续修复的路径之下, 货币政策进一步放松的必要性下降。保持流动性合理充裕, 维持货币市场利率围绕着政策利率附近波动仍是央行的主要操作目标。考虑 10 月份公开市场到期压力不小, 叠加财政存款将向市场回笼流动性, 仍需要央行及时补充流动性, 预计 10 月资金面继续维持紧平衡。

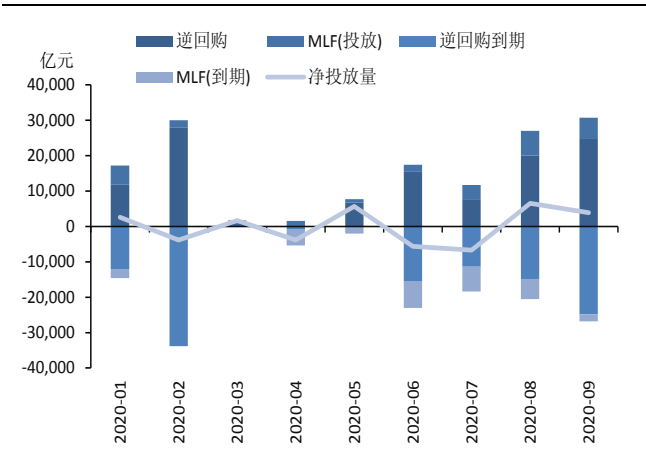
表 1: 9 月国内货币政策回顾

时间	内容
9 月 2 日	国常会要求坚持稳健的货币政策灵活适度, 保持政策力度和可持续性, 不搞大水漫灌。引导资金更多流向实体经济, 以促进经济金融平稳运行。
9 月 25 日	央行第三季度例会指出, 稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向, 综合运用并创新多种货

币政策工具，保持流动性合理充裕。会议要求，有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策“直达性”，继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好两项直达实体经济货币政策工具，确保普惠小微贷款应延尽延，切实提高普惠小微信用贷款发放比例。继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，综合施策推动综合融资成本明显下降，引导贷款利率继续下行。”

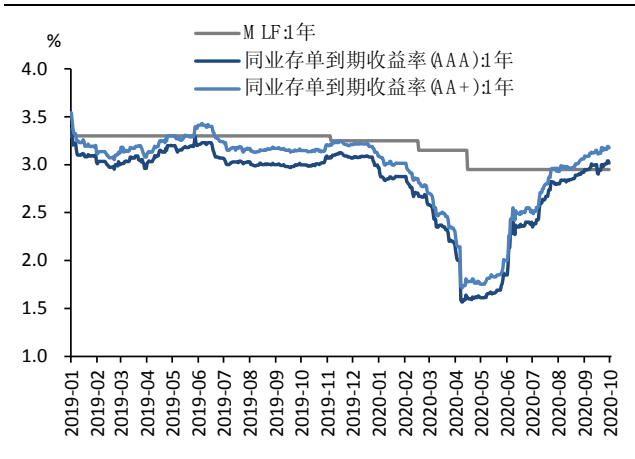
数据来源：东北证券，公开资料整理

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：同业存单利率逐步抬升超过 MLF 利率



数据来源：东北证券，Wind

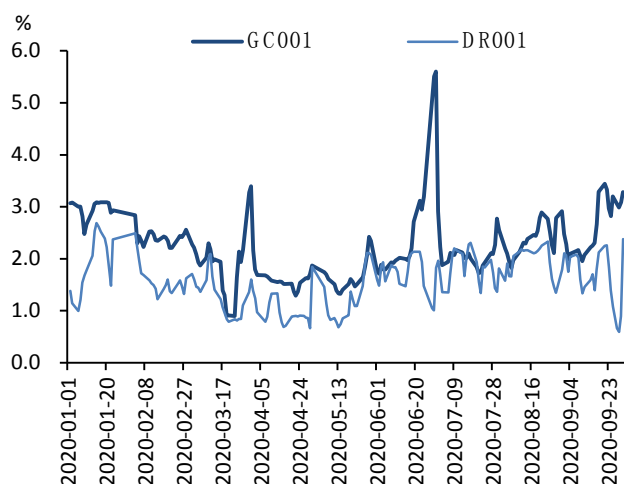
2.2. 资金利率：短端利率表现震荡，中长端利率继续抬升

9月末受跨季需求影响所致，资金利率持续上行。但整体来看，9月隔夜利率中枢有所走低，较8月回落28BP至1.67%。截至9月30日，DR001当月上行58.42BP至2.38%。GC001当月上行36.50BP至3.28%。9月最后一周DR001、GC001较前一周分别上行171.18BP、328.00BP。截至9月30日，R007较上月末上行3.73BP至2.55%，DR007较上月末上行20.15BP至2.45%，二者差值有所收敛。总体来看，DR007稳定在2.2%的逆回购利率上下震荡，与8月均值基本一致。

9月中长端利率中枢上移。截至9月30日，SHIBOR1个月及3个月利率较上月末分别上行30.60BP、5.50BP至2.68%、2.69%。9月最后一周，SHIBOR1个月及3个月利率分别较前一周小幅上行2.30BP、2.00BP。其中，9月SHIBOR1个月均值较上月抬升24BP至2.56%，SHIBOR3个月均值较上月抬升7BP至2.68%。

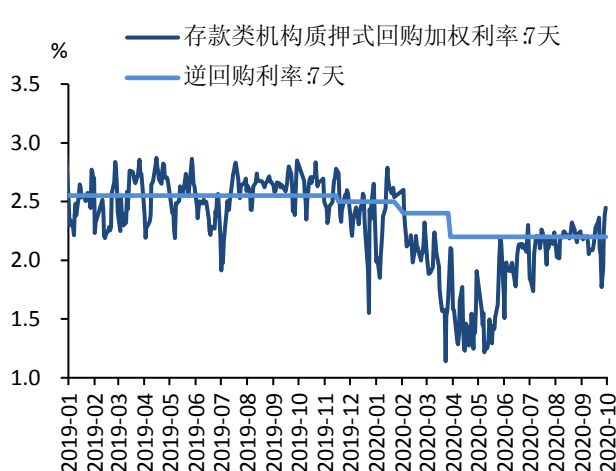
9月同业存单利率整体上移，其中1个月品种最为突出，9月末存单利率有所回落。截至9月30日，1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率分别为2.55%、2.47%、2.93%，较上月末分别上行39.87BP、-15.38BP、6.00BP。9月最后一周，中长期银行体系流动性有所缓解，三者分别回落26.84BP、17.73BP、3.94BP。

图 9: 9 月隔夜利率走势波动上行



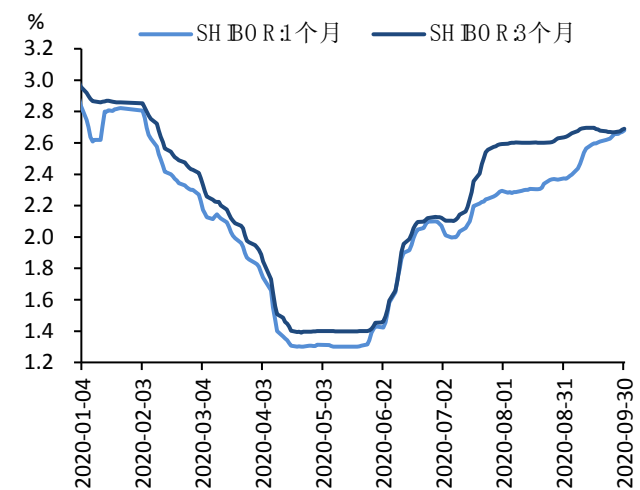
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 9 月 DR007 围绕逆回购利率小幅波动



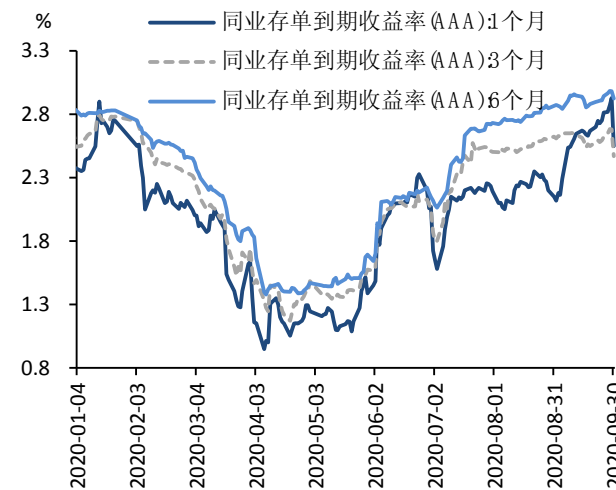
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 9 月 1M 及 3M SHIBOR 利率小幅上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 9 月同业存单到期收益率先升后降



数据来源: 东北证券, Wind

3. 实体流动性: 9 月票据利率震荡上行, 信用利差持续收窄

3.1. 票据利率&理财收益: 9 月转贴现利率小幅震荡上行

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_2248

