2020 年 09 月 20 日

“流动性”风险尚未解除

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

● **MLF 超额续作缓解市场担忧，然而流动性环境结构性紧张的问题继续扩大**

近期，央行超额续作 MLF，缓解市场担忧；然而，流动性环境结构性紧张加剧、“分层”继续凸显。8 月以来，央行加大公开市场投放、连续 2 个月超额续作 MLF，其中 9 月 MLF 净投放 4000 亿元，缓解市场对货币收紧的担忧。然而近期货币市场利率多数上涨，R007 与 DR007 利差，及城商行与国有大行存单利差均扩大。**流动性环境结构性紧张，部分缘于季末和债券供给等干扰，核心原因在于超储率过低下，机构负债端稳定性下降。**8 月银行超储率或在 1%附近，季末考核和国庆临近，及政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大资金压力。公开市场操作或有助于平抑资金短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回资金，加大非银流动性压力，“负债荒”逐步凸显。

● **当前与 2017 年下半年有诸多相似，超储率低、防风险下流动性“分层”凸显**

当前与 2017 年下半年有诸多相似之处，超储率均较低，防范金融风险下中小银行和非银负债端压力上升。2017 年下半年，银行超储率大部分时候在 1.5%以下，叠加金融去杠杆影响，银行与银行、非银同业往来明显收缩，对同业负债较为依赖的中小银行和非银负债压力上升，央行主要通过逆回购、MLF 等补充流动性。**2017 年底公开市场操作、财政存款投放，并未明显缓解中小银行压力，同业存单等利率快速上升。**2017 年底，央行加大 14 天和 28 天逆回购投放、超额续作 MLF，叠加 12 月超 1.2 万亿元的财政存款投放，均一定程度缓解资金压力；但中小银行同业存单到期续发压力较大，同业存单净融资收缩的同时，发行成本“飙升”、3 个月利率大幅上行约 50BP，R007 与 DR007 利差一度扩大至接近 400BP。

● **以史为鉴，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，仍将对机构行为产生压制**

以史为鉴，流动性分层下，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，流动性环境中短期或易紧难松。银行负债端年内仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大；公开市场和财政存款直接投放对象以大行为主，而超储率过低下大行资金融出意愿下降，中小银行和非银风险容易上升。**中短期来看，流动性分层下“负债荒”或进一步凸显，仍将对机构行为产生压制。**伴随年底临近、资金压力上升，逆回购和 MLF 投放可一定程度补充银行资金缺口，但较难解决流动性“分层”，中小银行和非银“负债荒”或进一步凸显，使得债券市场“超调”风险上升。但中长期来看，债券配置价值已经在逐渐显现。

● **风险提示：**金融监管升级，存单利率超预期上行。

相关研究报告

《宏观经济专题-“微观大势”系列之二 汽车：拉动经济的“第三支柱”》-2020.9.16

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之二：读懂流动性，从央行视角谈起》-2020.9.15

目　录

1、 “流动性”风险尚未解除 3
2、 研究结论：“负债荒”中短期或继续凸显，仍压制机构行为 8
3、 风险提示 8

图表目录

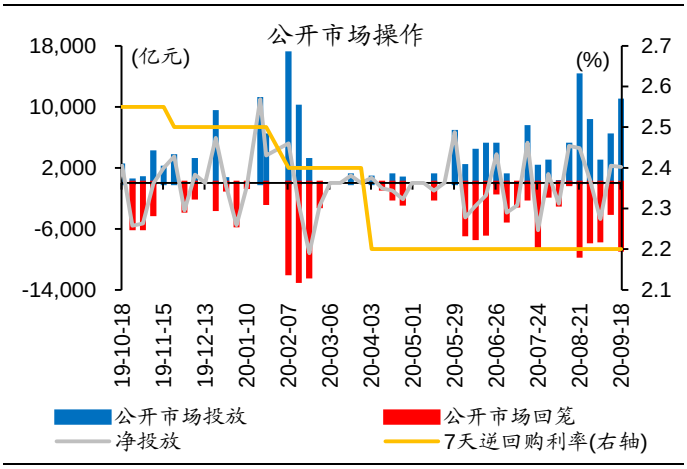
图 1: 近期，央行加大公开市场操作 3
图 2: 9 月 15 日 MLF 超额续作，国债期货明显上涨 3
图 3: 9 月中旬，R007 与 DR007 利差大幅走阔 3
图 4: 城商行与国有大行同业存单利率分化加大 3
图 5: 8 月以来，政府债券供给再度扩大 4
图 6: 9 月上旬以来，同业存单发行规模回升 4
图 7: 年内地方债和国债剩余额度约 2 万亿 4
图 8: 随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升 5
图 9: 9-12 月，中小银行同业存单到期压力较大 5
图 10: 2017 年资金成本抬升、套利空间收缩 5
图 11: 2017 年下半年超储率处于历史低位 5
图 12: 2017 年下半年银行对银行、对非银债权明显收缩 6
图 13: 2017 年下半年同业存单融资明显收缩 6
图 14: 2017 年底逆回购投放较大 6
图 15: 2017 年底财政存款投放较大 6
图 16: 2017 年 R007 利率波动明显大于 DR007 7
图 17: 同业存单利率明显抬升 7
图 18: 6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降 7
图 19: 年底临近，资金波动往往加大 7
图 20: 6 月以来，货币基金和债券基金份额明显回落 8
图 21: 2017 年底资金成本快速上升，导致债市调整 8

表 1: 9-12 月结构性存款压降有压力，尤其是中小银行 4

1、 “流动性”风险尚未解除

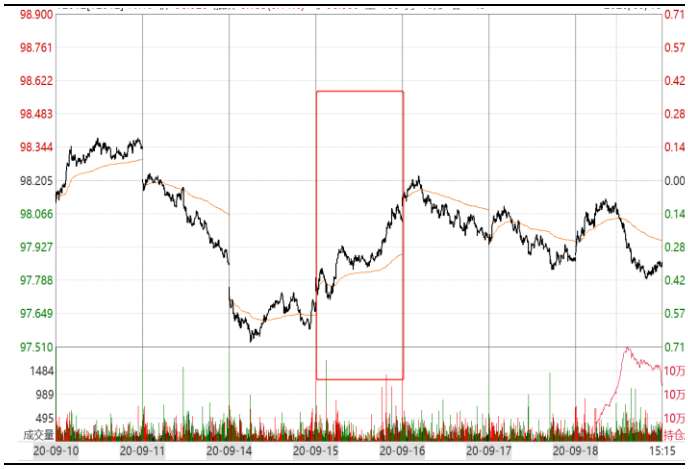
近期，央行加大公开市场操作，MLF 超额续作缓解市场担忧，债券收益率一度大幅下行。8 月中旬以来，央行加大公开市场投放、连续 2 个月超额续作 MLF；其中，9 月中旬 MLF 净投放 4000 亿元，帮助缓解市场对货币收紧的担忧。9 月 15 日 MLF 超额投放当天，债券收益率明显下行、国债期货震荡上涨，但受资金面压力上升等影响，随后几个交易日债市转向震荡走弱。

图1：近期，央行加大公开市场操作



数据来源：Wind、开源证券研究所

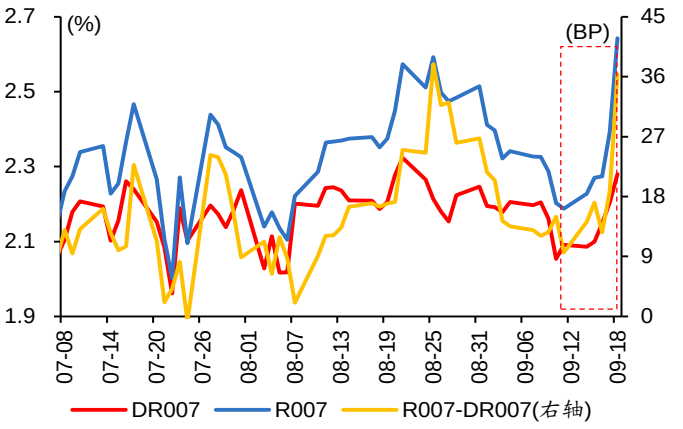
图2：9 月 15 日 MLF 超额续作，国债期货明显上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

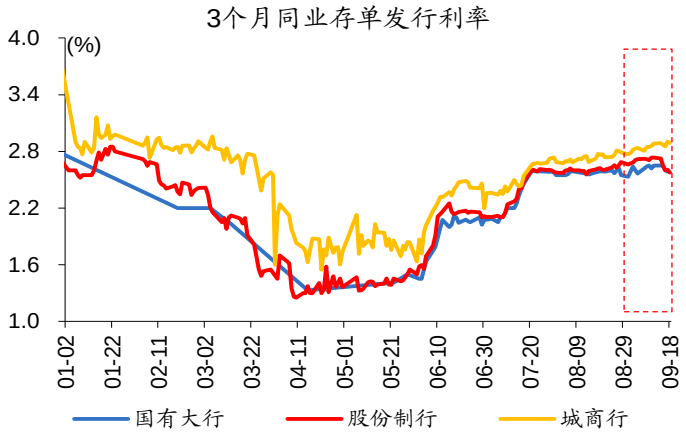
然而，流动性环境结构性紧张加剧、“分层”继续凸显，货币市场利率多数上涨，银行与非银等利差有所扩大。9 月中旬以来，货币市场利率多数上涨，21 天以内质押回购利率单周涨幅超过 45BP；其中，R001 和 R007 分别 9 月 11 日上涨 75BP 和 46BP 至 9 月 18 日的 2.26%和 2.64%，R007 和 DR007 利差再度扩大。不同期限同业存单发行利率总体变化不大，但不同银行分化加大，国有大行和股份制行同业存单利率略有回落、城商行小幅上升，使得城商行与国有大行同业存单利差进一步扩大。

图3：9 月中旬，R007 与 DR007 利差大幅走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

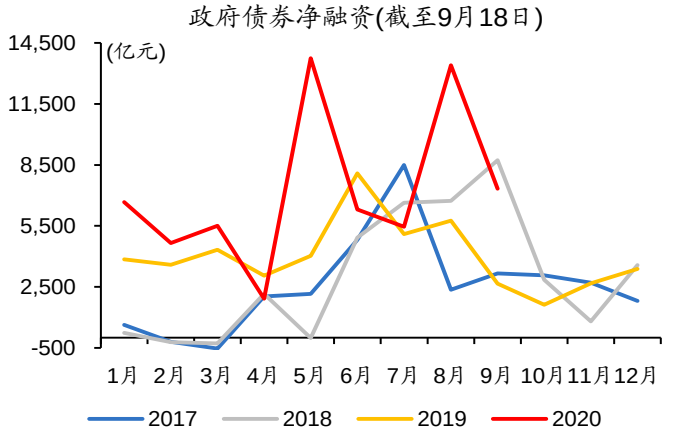
图4：城商行与国有大行同业存单利率分化加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

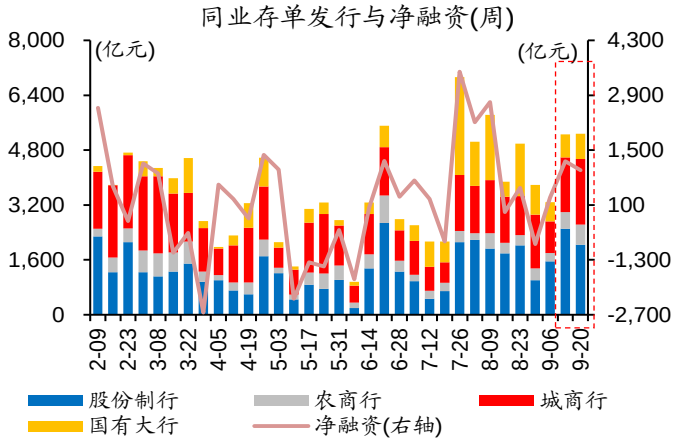
流动性环境结构性紧张，部分缘于季末和债券供给等干扰，核心原因在于银行超储率过低下，机构负债端稳定性下降。8 月银行超储率或在 1%附近，季末考核和国庆临近，及政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大资金压力。公开市场操作或有助于平抑资金短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。负债承压下，银行加大同业存单发行，尤其是城商行和股份制行，最近两周同业存单发行规模扩大；同时，银行资金融出减少、甚至赎回资金，加大非银流动性压力，“负债荒”逐步凸显。

图5：8 月以来，政府债券供给再度扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

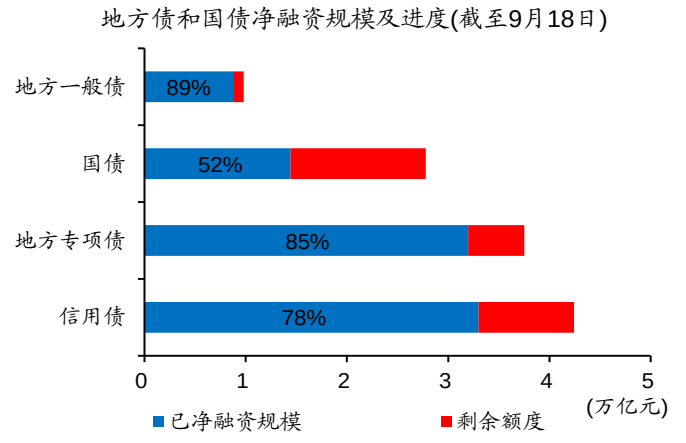
图6：9 月上旬以来，同业存单发行规模回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

年内来看，银行仍面临债券供给、结构性存款压降、同业存单到期等压力，尤其是中小银行压力较大。9 月 19 日至年底，地方债新券供给约 0.66 万亿元、国债净供给约 1.34 万亿元。9-12 月，结构性存款或至少压降约 3 万亿元、同业存单到期 6.7 万亿元。其中，中小银行结构性存款压降约 1.9 万亿元，高于国有大行(详细分析参见《结构性存款“退潮”，与流动性演绎》)；城商行、股份制行同业存单到期规模分别为 2.2 万亿元和 2.5 万亿元，高于国有大行的 1.3 万亿元。

图7：年内地方债和国债剩余额度约 2 万亿



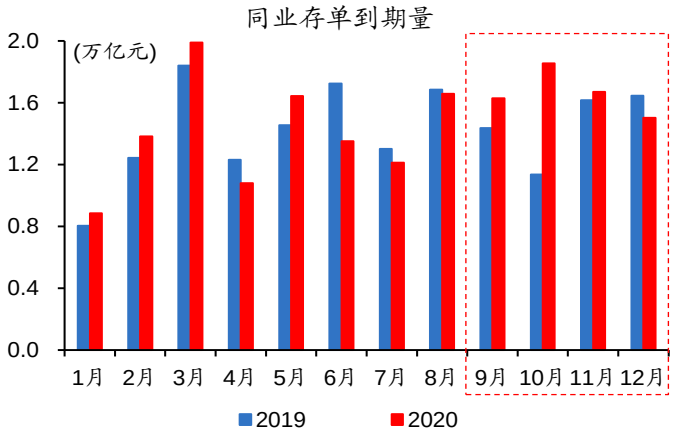
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：9-12 月结构性存款压降有压力，尤其是中小银行

单位：亿元	规模	大型银行	中小型银行
2017年末	6.95	2.42	4.53
2018年末	9.62	3.32	6.30
2019年末	9.60	3.41	6.19
2019年末的2/3	6.40	2.28	4.12
2020年7月	10.17	3.71	6.47
8-12月可能压降规模	3.77	1.43	2.34
9-12月可能压降规模	3.02	1.15	1.87

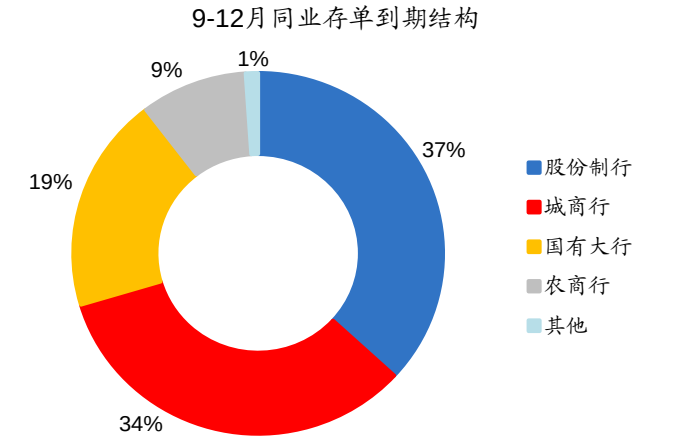
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

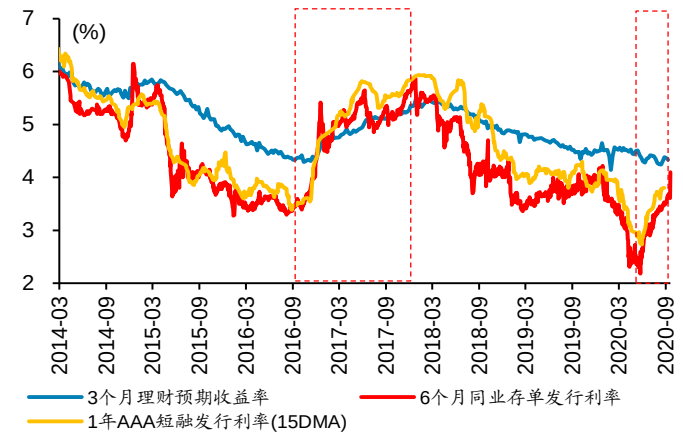
图9：9-12 月，中小银行同业存单到期压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

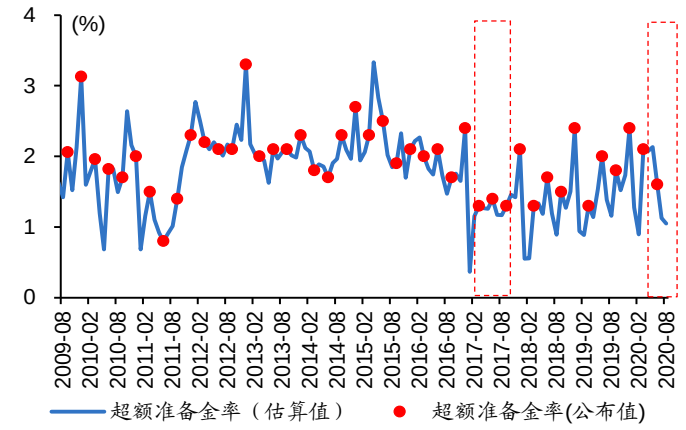
当前流动性环境，与 2017 年下半年有诸多相似之处，超储率均较低，防范金融风险下中小银行和非银机构负债端压力上升。金融去杠杆背景下，2016 年下半年至 2017 年上半年资金成本逐步抬升，压缩资金空转套利空间，银行与银行、非银同业往来明显收缩，银行负债端压力上升。2017 年下半年，银行超储率大部分时候在 1.5%以下，而同业存单融资收缩，使得对同业负债较为依赖的中小银行负债端压力进一步上升，进而传导至非银机构负债端。

图10：2017 年资金成本抬升、套利空间收缩



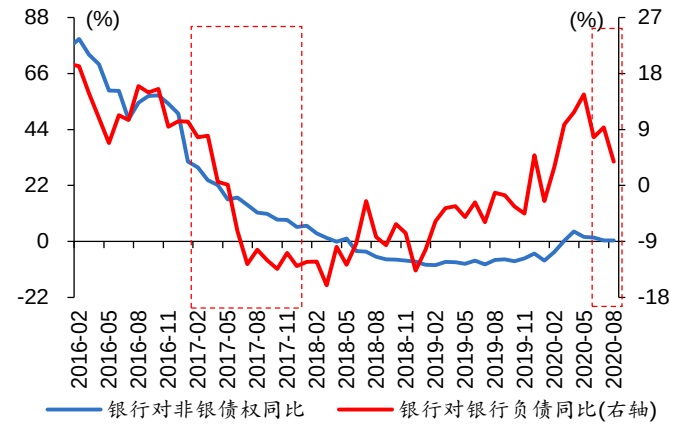
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2017 年下半年超储率处于历史低位



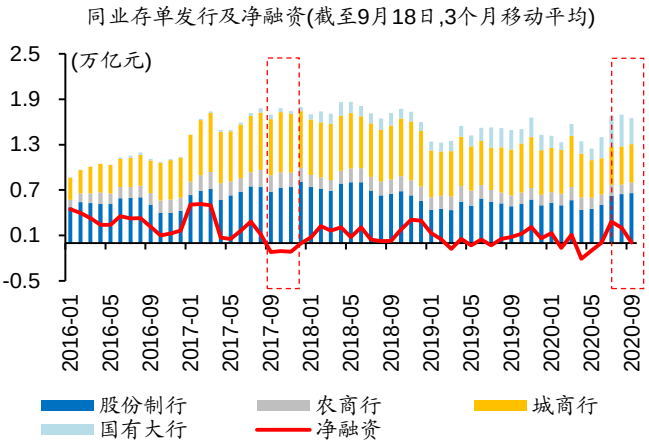
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2017 年下半年银行对银行、对非银债权明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

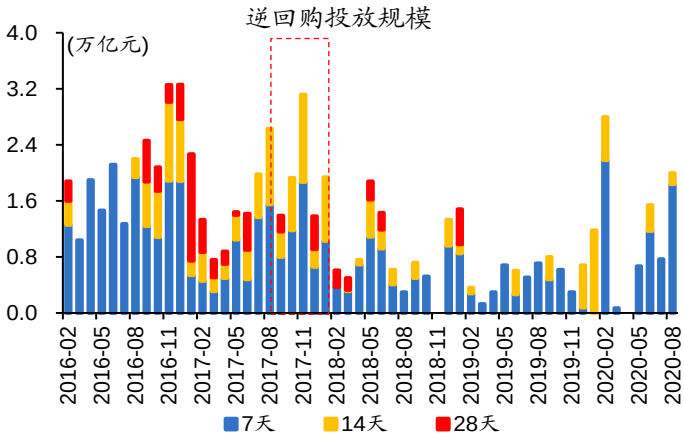
图13：2017 年下半年同业存单融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

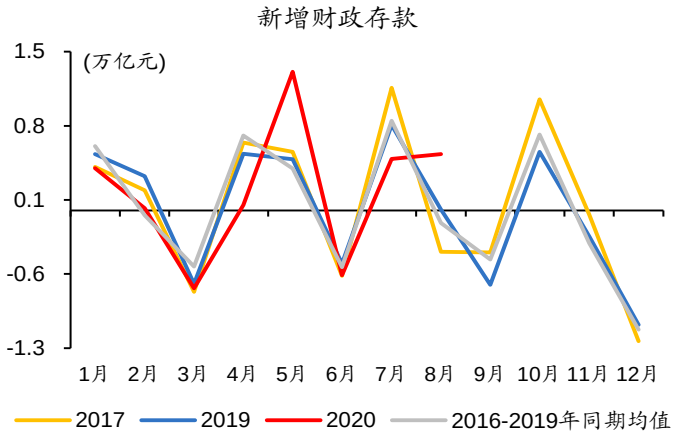
2017 年底公开市场操作、财政存款投放，并未明显缓解中小银行压力，同业存单等利率快速上升。防范金融风险背景下，央行主要通过逆回购、MLF 等补充银行流动性。2017 年底，央行加大 14 天和 28 天逆回购投放、超额续作 MLF，叠加 12 月超 1.2 万亿元的财政存款投放，均一定程度缓解资金压力；但中小银行同业存单到期续发压力较大，同业存单净融资收缩的同时，发行成本“飙升”、3 个月利率大幅上行约 50BP，R007 与 DR007 利差一度扩大至接近 400BP。

图14：2017 年底逆回购投放较大



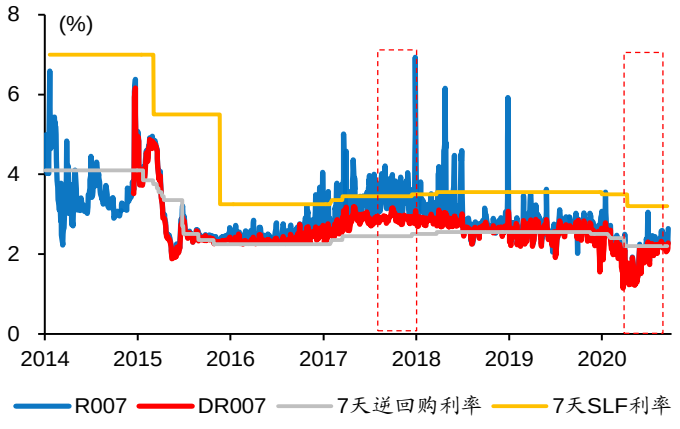
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2017 年底财政存款投放较大



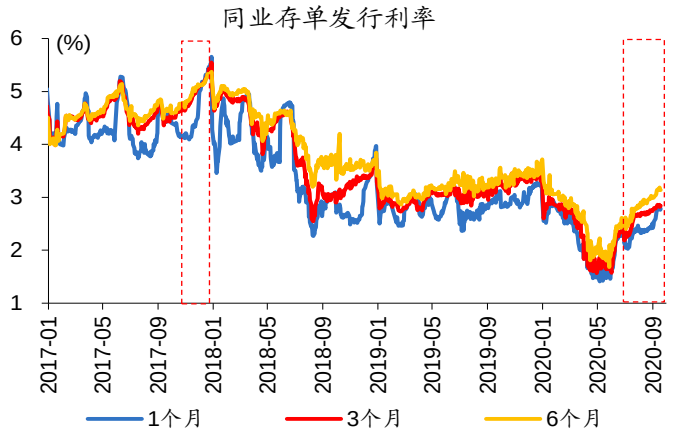
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2017 年 R007 利率波动明显大于 DR007



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：同业存单利率明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

以史为鉴，流动性分层下，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，流动性环境中短期或易紧难松。年内来看，银行负债端仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大。公开市场和财政存款直接投放对象以大行为主，而超储率过低下大行资金融出意愿下降，中小银行和非银机构压力进一步上升；尤其在年底，年底考核、跨年等因素叠加，容易出现“流动性”风险。

图18：6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降

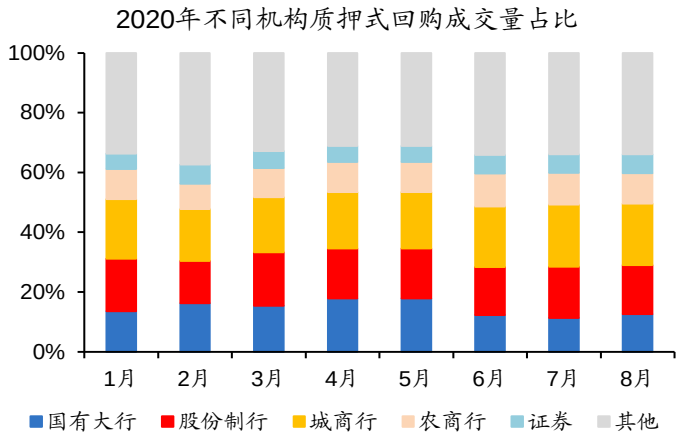
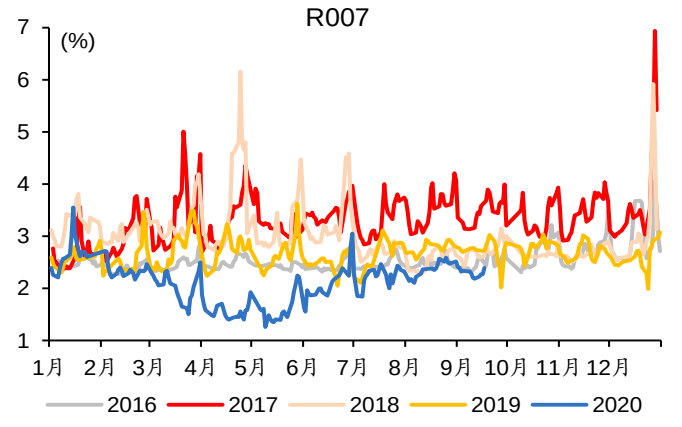


图19：年底临近，资金波动往往加大



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_2440