

资金缺口收窄，年末压力有限

——12 月流动性展望

投资要点：

► 十二月流动性展望：资金缺口收窄，年末压力有限

受公开市场到期规模环比减少，财政支出差额明显扩大影响，12 月资金缺口规模预计 4000 亿元，较 11 月明显收窄。(1) 公开市场操作方面，到期规模 15250 亿元，其中 9500 亿元 MLF、5000 亿元逆回购；(2) 政府存款方面，财政收支差额的扩大有望抵消政府债券发行加速对流动性的负面影响，预计政府存款环比减少 13500 亿元左右，对流动性形成一定正面支撑；(3) 受季节性影响，12 月银行缴准规模环比增加，预计规模在 450 亿元左右，向市场回笼流动性；(4) 12 月 M0 季节性增加，环比增幅 2800 亿元左右；(5) 出口继续保持稳健，12 月外汇占款环比增加 100 亿元左右。

政策及利率展望：预计央行会通过公开市场操作以及结构性政策工具进行对冲，保持流动性合理充裕。三季度央行金统数据新闻发布指出“四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动”，央行三季度货币政策报告进一步指出“完善货币供应调节机制，保持流动性合理充裕…发挥好结构性货币政策工具作用”。预计央行会继续通过提高 OMO 操作频率，保持 MLF 等量或稳量续作等方式对冲资金缺口，同时支小再贷款、煤炭清洁专项、碳减排等结构性工具的使用也会在增加总量流动性方面发挥一定作用，流动性将延续平稳。预计 12 月 DR007 继续沿政策利率运行，10 年期国债收益率维持在 2.8%-3% 附近震荡。

► 十一月流动性回顾：MLF 等量续作，流动性保持平稳

货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢。数量层面，11 月央行公开市场操作相比 10 月有所减少；价格层面，DR007 较 10 月有所下行，中枢继续在政策利率附近震荡。

债券市场：利率债净供给小幅下降，国债、国开债收益率有所下行。一级市场，11 月利率债净供给小幅下行，但仍高于往年同期水平；二级市场，10 年期国债、国开债有所下行，期限利差收窄。

外汇市场：美元指数小幅抬升，人民币有所升值。11 月美元指数小幅抬升，美元兑人民币中间价有所回落。

海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率有所下行。美联邦基金利率有所上行，欧元区、日本隔夜利率小幅回落。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 十一月流动性回顾：MLF 等量续作，流动性保持平稳	4
1.1. 货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢	4
1.2. 债券市场：利率债净供给小幅下降，国债、国开债收益率有所下行	7
1.3. 外汇市场：美元指数小幅抬升，人民币有所升值	9
1.4. 海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率有所下行	11
2. 十二月流动性展望：资金缺口收窄，年末压力有限	13
2.1. 公开市场操作：继续保持稳健，到期 15250 亿元	13
2.2. 政府存款：政府债券发行提速，财政收支差额转负，预计减少 13500 亿元	14
2.3. 银行缴准：季节性回落，回笼约 450 亿元	15
2.4. 外汇占款：环比增幅回升，增加约 100 亿元	16
2.5. 流通现金：预计增加 2800 亿元	17
3. 风险提示	18

图表目录

图 1 11 月 MLF 等量续作 (亿元)	5
图 2 MLF、LPR 利率维持不变 (%)	5
图 3 DR007 中枢继续在政策利率附近震荡	6
图 4 DR001 与 DR007 价差整体平稳	6
图 5 R007 与 DR007 利差略有抬升	6
图 6 GC007 与 DR007 利差略有抬升	6
图 7 11 月 1M 及 3M SHIBOR 利率有所上行 (%)	7
图 8 11 月同业存单到期收益率涨跌不一 (%)	7
图 9 11 月利率债发行规模有所下降	7
图 10 11 月利率债净供给小幅回落	7
图 11 11 月利率债净供给规模高于往年同期水平 (亿元)	8
图 12 11 月同业存单发行大幅增加	8
图 13 11 月同业存单发行利率涨跌不一	8
图 14 11 月国债到期收益有所下行	9
图 15 11 月国开债到期收益率有所下行	9
图 16 国开债-国债期限利差小幅回落	9
图 17 各期限理财产品预期年收益率基本持平	9
图 18 美元指数小幅抬升	10
图 19 人民币有所升值	10
图 20 官方外汇储备有所抬升 (亿元)	10
图 21 美国联邦基金利率走势 (%)	11
图 22 LIBOR 美元隔夜利率走势 (%)	11
图 23 欧元银行间隔夜拆借利率走势 (%)	12
图 24 日本无担保隔夜拆借利率走势 (%)	12
图 25 11 月 10 年期中美利差有所收窄 (%)	12
图 26 10 年期德国国债利率有所下行 (%)	13
图 27 10 年期日本国债利率有所下行 (%)	13
图 29 国债发行规模高于 2015-2019 年 (亿元)	15
图 30 财政收支差额季节性转负 (亿元)	15
图 31 近 5 年新增人民币存款缴准基数变动情况 (亿元)	16
图 32 外汇占款环比回升	16
图 33 美元兑人民币中间价小幅下行	16
图 34 近 5 年 M0 环比变动情况 (亿元)	17

表 1 11 月央行公开市场操作回顾	4
--------------------	---

表 2	11 月各期限利率变动情况	5
表 3	人民币汇率变动	10
表 4	主要国家货币市场价格变动	11
表 5	12 月公开市场到期情况	14

1. 十一月流动性回顾：MLF 等量续作，流动性保持平稳

1.1. 货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢

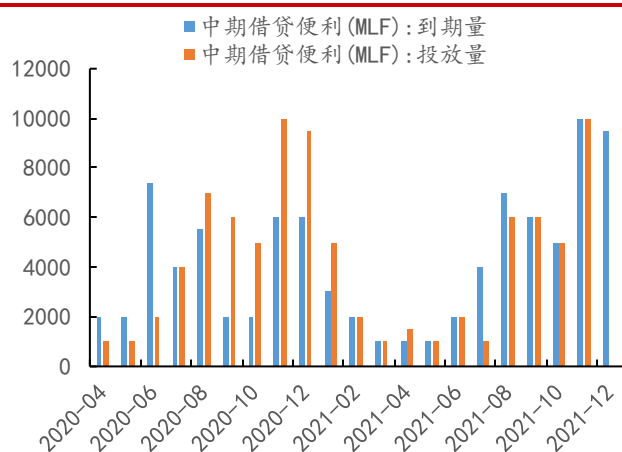
数量层面，11 月央行公开市场操作相比 10 月有所减少，整体净投放-5700 亿元（含国库现金）。其中，逆回购方面，全月投放 15300 亿元，逆回购合约到期 20300 亿元，净投放-5000 亿元。整体节奏前紧后松，11 月 1-5 日逆回购到期规模高达 1 万亿，逆回购投放却相对克制，仅对冲 2200 亿元。11 月 5-12 日逆回购投放额度明显提升，每日投放规模均在 1000 亿元，月末也保持了每日 1000 亿的投放规模。11 月 15 日央行一次性投放 10000 亿元 MLF，用以对冲 16、30 日到期的 8000 亿和 2000 亿 MLF，利率均为 2.95%。国库现金定存方面，11 月 29 日，有 700 亿元 2 个月国库现金定存到期，没有进行续作；央行票据互换方面，11 月 30 日，有 50 亿元、利率 2.35% 的 3 个月央行票据互换到期，同日央行进行了 50 亿元，利率同为 2.35% 的 3 个月的央行票据互换。全月整体公开市场净投放-5700 亿元。

表 1 11 月央行公开市场操作回顾

名称	发行/到期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	限期
逆回购 7D	逆回购到期	20300	2.2	0	7 天
逆回购 7D	逆回购发行	15300	2.2	0	7 天
MLF 365D	MLF 投放	10000	2.95	0	12 月
MLF 365D	MLF 回笼	10000	2.95	0	12 月
国库定存 2M	国库现金定存到期	700	3.55	0	2 月
央行票据互换 3M	发行	50	2.35	0	3 月
央行票据互换 3M	到期	50	2.35	0	3 月
净投放	—— ———	-5700	—— ———	—— ———	—— ———

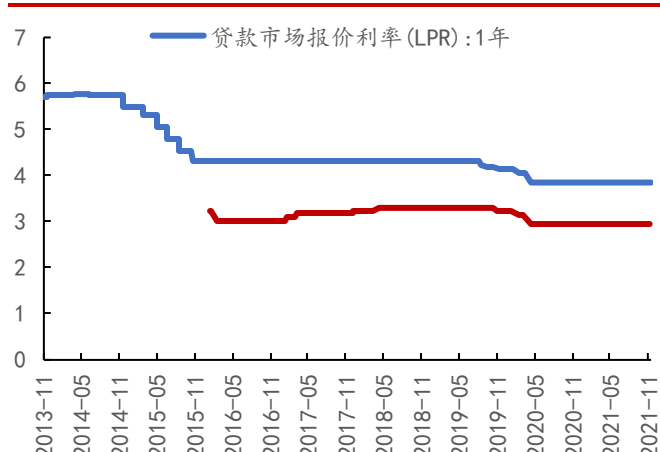
资料来源：中国人民银行、华西证券研究所

图 1 11 月 MLF 等量续作 (亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 2 MLF、LPR 利率维持不变 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

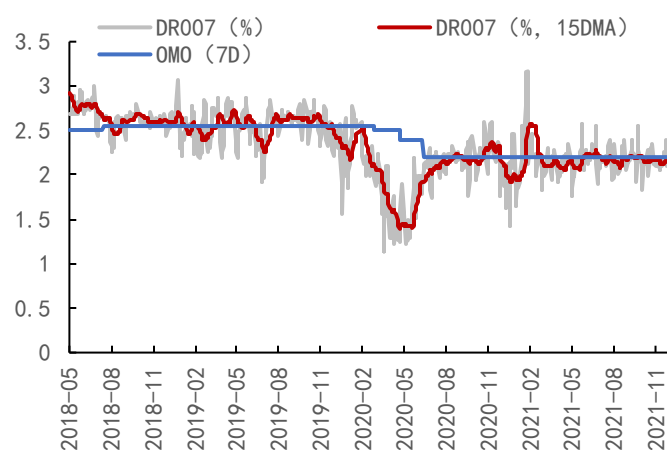
价格层面, 11 月份, 资金价格较 10 月涨跌不一, 中枢继续在政策利率附近震荡。存款类金融机构质押式加权回购利率整体小幅下行, DR001 月均值 1.94%, 较上月微降 0.64BP, DR007 月均值 2.16%, 较上月微降 0.83BP, DR007 中枢继续在政策利率附近震荡。就全月的变动趋势来看, DR001 的波动与央行逆回购投放节奏基本一致, 逆回购投放规模较大的月中及月末, DR001 均有较为明显的下行。DR007 全月较为平稳, 除月末略有上升外, 其余均在 2.2% 附近运行。二者的价差方面, DR001 与 DR007 价差整体保持了平稳状态, 总体价差不大, 最大价差出现在 11 月 26 日 57BP, 全月平均价差 21.44BP。银行间质押式回购加权利率有所抬升, R001 月均值 2.04%, 较上月上行 5.74BP, R007 月均值 2.29, 较上月上行 3.06BP。SHIBOR 月均值 1.94, 较上月下行 1.57BP, GC001 月均值 2.51, 较上月上行 28.21BP。

表 2 11 月各期限利率变动情况

指标	当期 (11.30)	本月均值	上月均值	变动 (bp)
DR001 (%)	2.18	1.94	1.94	↓0.64
DR007 (%)	2.40	2.16	2.17	↓0.83
R001 (%)	3.36	2.04	1.98	↑5.74
R007 (%)	2.81	2.29	2.26	↑3.06
SHIBOR (隔夜/%)	2.17	1.94	1.96	↓1.57
GC001 (%)	4.61	2.51	2.22	↑28.21

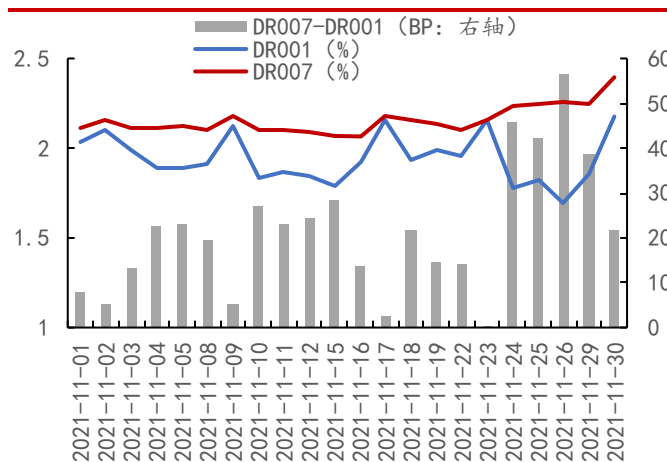
资料来源: 中国人民银行、华西证券研究所

图3 DR007 中枢继续在政策利率附近震荡



资料来源：WIND，华西证券研究所

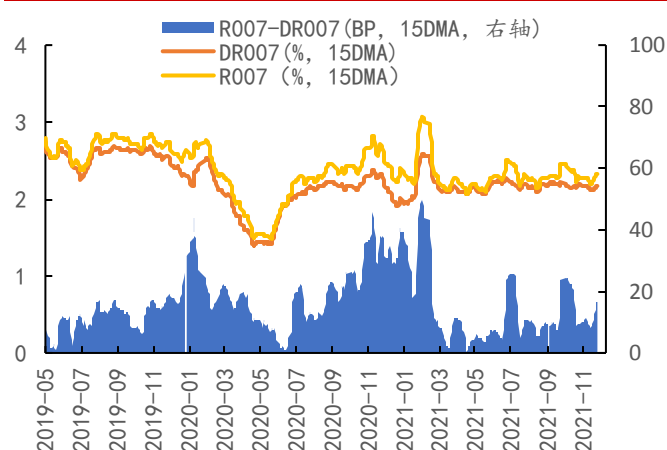
图4 DR001 与 DR007 价差整体平稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

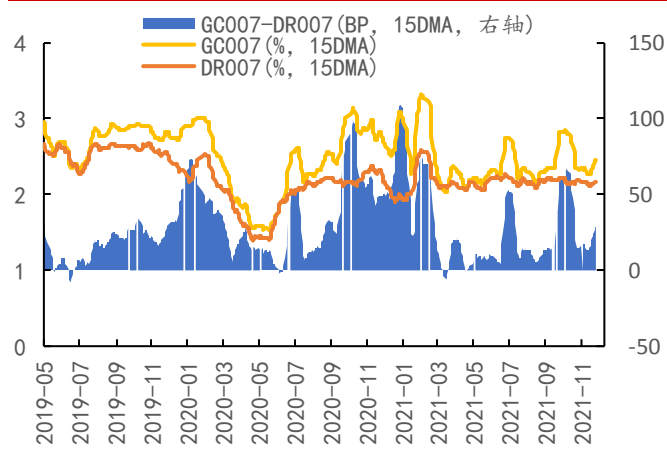
11 月份，银行与非银机构资金利差略有抬升。银行间资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与银行间质押式回购加权利率（R007）的差值较 10 月有所抬升，平均价差在 13.81BP；交易所资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与上交所质押式回购加权利率（GC007）利差同样有所抬升，全月平均价差在 22.69BP。

图5 R007 与 DR007 利差略有抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

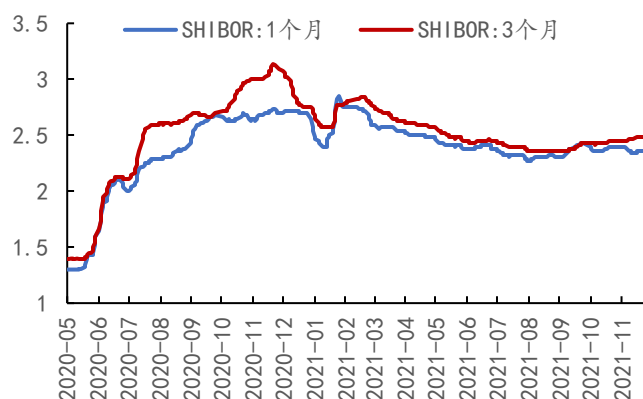
图6 GC007 与 DR007 利差略有抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

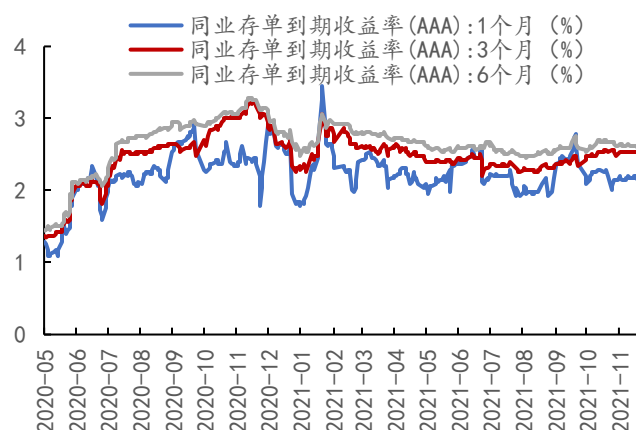
11 月份，1M、3M SHIBOR 利率涨跌不一，同业存单到期收益率继续分化。SHIBOR 1 个月及 3 个月平均利率分别为 2.37%和 2.46%，较上月分别下行 0.14BP 和上行 3.41BP。10 月同业存单到期收益率继续分化，其中 1 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率月均值较上月别下行 7.69BP 和 1.02BP 至 2.16%和 2.53%，3 个月 AAA 同业存单到期收益率上行 1.99BP 至 2.53%。

图7 11月1M及3M SHIBOR利率有所上行(%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图8 11月同业存单到期收益率涨跌不一(%)

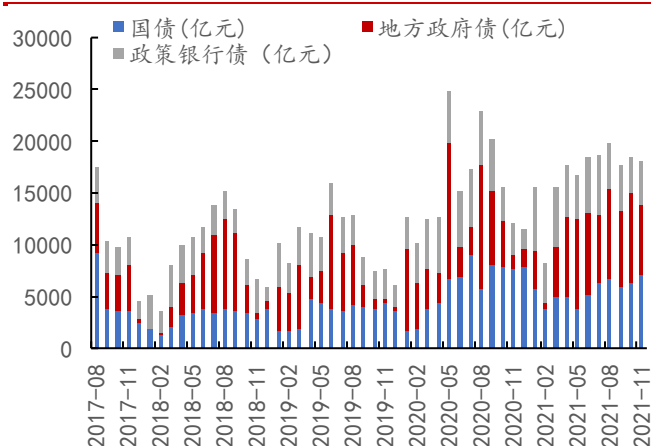


资料来源: WIND, 华西证券研究所

1.2. 债券市场: 利率债净供给小幅下降, 国债、国开债收益率有所下行

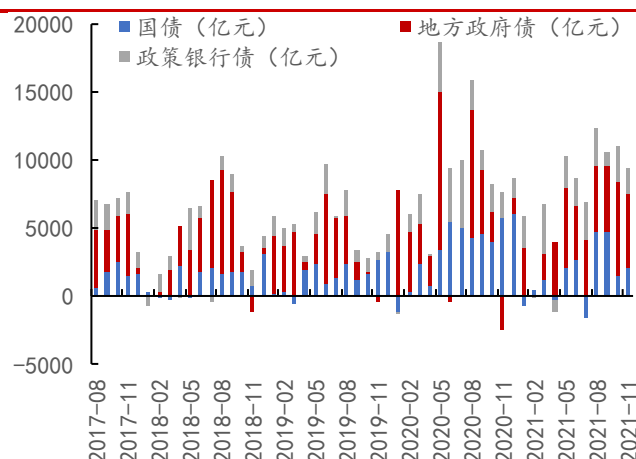
一级市场层面, 11月利率债净供给规模有所下降, 但仍高于往年平均水平。11月利率债共发行18028.61亿元, 到期8542.77亿元, 净融资9485.85亿元, 与10月相比, 发行量环比减少1529.03亿元, 净融资额环比减少522.19亿元。具体分项来看, 11月国债发行6997.60亿元, 到期4957.40亿元, 净融资2040.20亿元; 地方政府债发行6803.81亿元, 到期1391.37亿元, 净融资5412.45亿元; 政策银行债发行4227.20亿元, 到期2194亿元, 净融资2033.20亿元。

图9 11月利率债发行规模有所下降



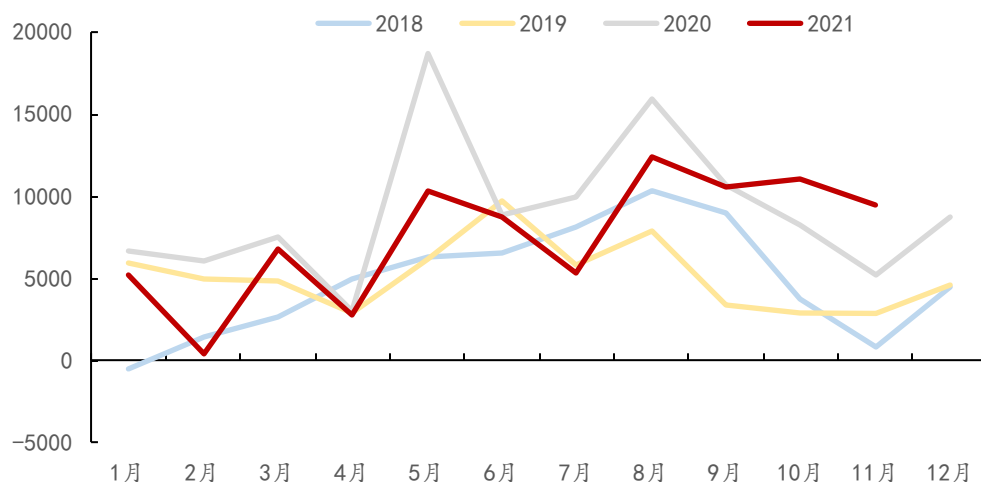
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图10 11月利率债净供给小幅回落



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 11 11 月利率债净供给规模高于往年同期水平（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

11 月同业存单发行量大幅增加，同业存单发行利率涨跌不一。11 月同业存单发行规模 24107.80 亿元，环比增加 7973.90 亿元，到期 16519.60 亿元，净融资 7588 亿元，环比增加 3091.20 亿元。不同期限同业存单发行利率涨跌不一，具体来看 1 个月同业存单发行利率 11 月均值为 2.39%，较上月下行 4.13BP，3 个月同业存单发行利率 11 月均值为 2.73%，较上月末上行 7.79BP，6 个月同业存单发行利率 11 月均值为 2.89%，较上月末上行 5.97BP。

图 12 11 月同业存单发行大幅增加

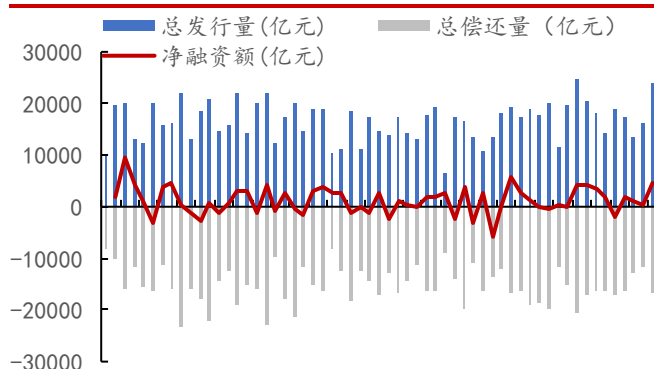
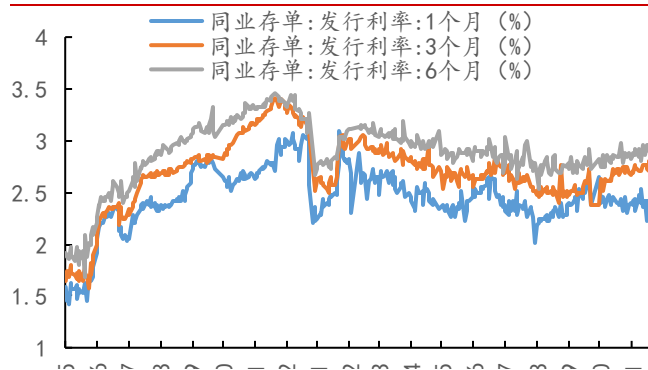


图 13 11 月同业存单发行利率涨跌不一



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_30480

