宏观研究

公开市场操作手册

宏观专题报告 | 2020 年 12 月 30 日

报告摘要：

公开市场操作是通过改变银行体系的准备金总量而控制基础货币投放的一种政策手段。

- **公开市场业务操作工具作为公开市场操作的载体，主要包括：逆回购、MLF、国库定存 和 CBS：**逆回购目的主要是向市场释放流动性；MLF设立原因是为了保持银行体系流动性总体平稳适度，支持货币信贷合理增长；国库定存发行量与财政收支有关，国库定存利率走势与货币市场利率走势基本一致；CBS是央行为了提高永续债的吸引力而创设的工具，保障安全性的同时也提高了收益。
- **影响公开市场操作的因素可分为财政因素、季度因素、节假日因素：**财政因素的影响主要来自于税期、财政支出和地方债发行三者的影响。缴税和地方债发行会对流动性形成冲击，央行会投放流动性进行对冲；财政支出对流动性起到补充作用，央行可能暂停逆回购操作。季度节奏受到金融机构信贷投放因素的影响，有着明显的季节性特点。节假日因素：由于春节期间居民现金需求上升，央行通常在春节前大量投放流动性，春节后回笼流动性。
- **央行公告文本中高频词追踪：**自2017年以来央行公开市场交易公告中的措辞可分为“总量充足”、“总量较高”、“较高水平”、“适中水平”、“合理稳定”、“合理充裕”几种表述。自2018年3月起，央行公告中不再出现关于“适中水平”的表述；2018年6月26日起，“合理充裕”取代了公告中关于“合理稳定”的表述；2020年2月5日及6日7日，央行公告首次出现“总量充足”的字样。
- **从央行公告变化把握公开市场操作节奏：**大多数逆回购或MLF到期、税期高峰、政府债券发行时期往往伴随着公告表述转变为“合理充裕水平”并将重启逆回购操作；当央行公告提及“财政支出加大”的时点附近通常伴随出现“总量较高水平”的措辞，央行通常将暂停逆回购操作。多数情况下，季度首月央行都暂停逆回购操作，财政支出对跨季首月的资金面影响要大于企业缴税的季节性影响。
- **央行公开市场业务公告的表述变化是央行向市场传递信息的重要方式，但是在具体推测公开市场操作节奏时还应结合多方面因素综合进行判断。**
- **风险提示：**

海外疫情持续恶化，货币政策进一步收紧。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

目录

1. 公开市场业务操作工具 3
1.1 逆回购 3
1.2 MLF vs TMLF 3
1.3 国库定存 5
1.4 央行票据互换（CBS） 7
2. 公开市场操作的影响因素 7
2.1 税期的影响 8
2.2 财政支出的影响 11
2.3 财政因素总结 13
2.4 季度因素的影响 13
2.5 节假日因素：节前投放，节后回笼 14
3. 央行公告文本分析 15
3.1 高频词分析 15
3.2 特殊月份回顾 16
3.3 央行公告措辞变化与利率水平的关系 16
3.4 季节性因素分析 16
3.5 临时性因素分析 17
3.6 定期性因素分析 17
3.7 12 月末展望：央行维护年末流动性 17
3.8 总结 17
风险提示 18

1 公开市场业务操作工具

是指中央银行在公开市场上通过采用什么样的资产进行操作,改变银行体系准备金总量而达到控制基础货币投放，影响整个社会货币供应总量。它是公开市场操作的载体，是整个公开市场业务操作的重要组成部分。

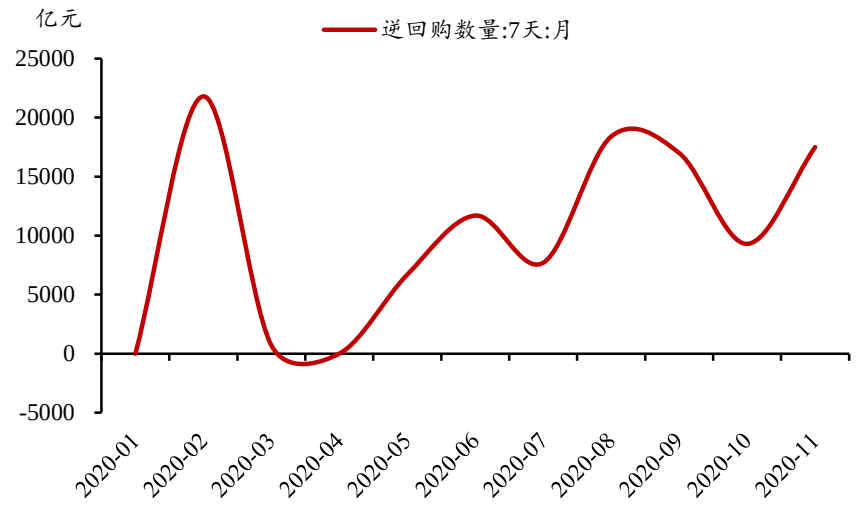
1.1 逆回购

央行逆回购，主要指央行向一级交易商购买有价证券，借出资金，并约定在未来特定日期再将有价证券卖给一级交易商的交易行为。就是获得质押的债券,把钱借给商业银行。**目的主要是向市场释放流动性。有助于防止资金过度紧张，导致利率飙升。逆回购到期**则为央行从市场收回流动性，资金回笼的意思。逆回购**常见期限**为“7 天逆回购”、“14 天逆回购”等。

逆回购是央行调节市场上货币量的手段，是央行执行货币政策的工具。具有如下**作用**：1、央行开展逆回购可以改善市场资金充裕程度，**增加市场资金流动性**，缓解市场短期流动性问题；2、央行逆回购可以**降低市场贷款利率**，一定程度上代表货币政策宽松。3、**影响投资者心理预期。**

12 月 15 日，央行开展 100 亿元逆回购操作，逆回购期限为 7 天，中标利率为 2.2%。因今日有 600 亿元逆回购到期，当日实现净回笼 500 亿元。**向市场传达了明确的呵护资金面的信号。**

图 1：今年以来央行逆回购数量



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2MLFvs TMLF

中期借贷便利（MLF），是中国人民银行于 2014 年 9 月创设的提供中期基础货币的货币政策工具。设立原因是为了保持银行体系流动性总体平稳适度，支持货币信贷合理增长。MLF 操作对象主要包括符合宏观审慎管理要求的商业银行、政策性银行，可通过招标的方式开展。发放方式为质押方式。MLF 担保品范围包括：国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债、不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券等。MLF 的期限通常为 3-6 个月，临近到期可重新约定利率并展期。MLF 利率发挥中期政策利率

的作用，通过调节向金融机构中期融资的成本来对金融机构的资产负债表和市场预期产生影响，引导其向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金，促进降低社会融资成本。

定向中期借贷便利（TMLF）是人民银行为改善小微企业和民营企业融资环境、加强金融对实体经济尤其是小微企业和民营企业等重点领域的支持力度，定向提供中期基础货币的货币政策工具。

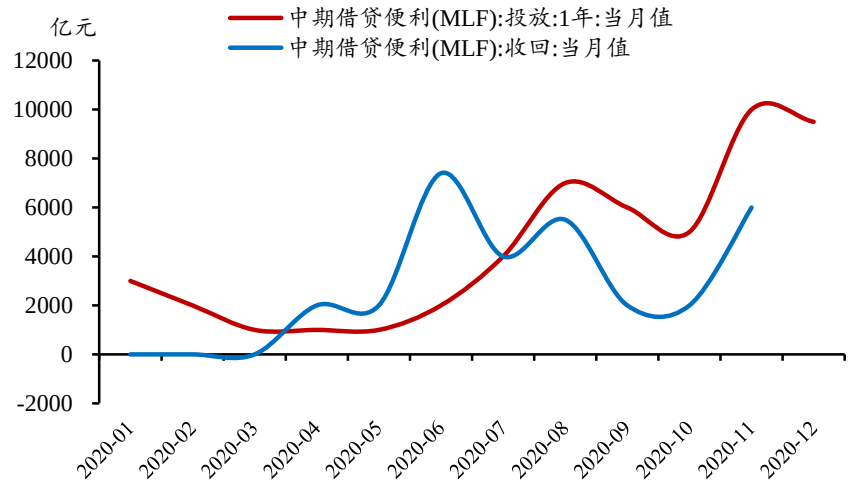
图 2：MLF 和 TMLF 的区别

	中期借贷便利（MLF）	定向中期借贷便利（TMLF）
操作对象	商业银行、政策银行	大型商业银行、股份制商业银行、大型城商行
参与方式	招标	申请
期限	3 个月-1 年，临近到期可重新约定利率并展期	一年期，可续作两次，实际使用期限可达 3 年
利率	中标利率	央行制定，通常低于 MLF 利率
资金导向	结合金融机构流动性需求，引导向符合国家政策导向的实体经济部门提供低成本资金	引导金融机构加大对小微企业和民营企业等重点领域的融资支持力度

资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

12 月 15 日，央行在官网公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，当天开展规模高达 **9500 亿规模 MLF 操作，创下单日投放量历史新高**，充分满足了金融机构需求。这也是今年以来央行最大规模的 MLF 操作。**期限为 1 年，中标利率为 2.95%**，本月 7 日和 16 日分别有 3000 亿 MLF 到期，**MLF 净投放 3500 亿**，这也是自今年 8 月以来，人民银行连续第 5 个月净投放。

图 3：本次 MLF 是年内最大一次投放



资料来源：Wind，民生证券研究院

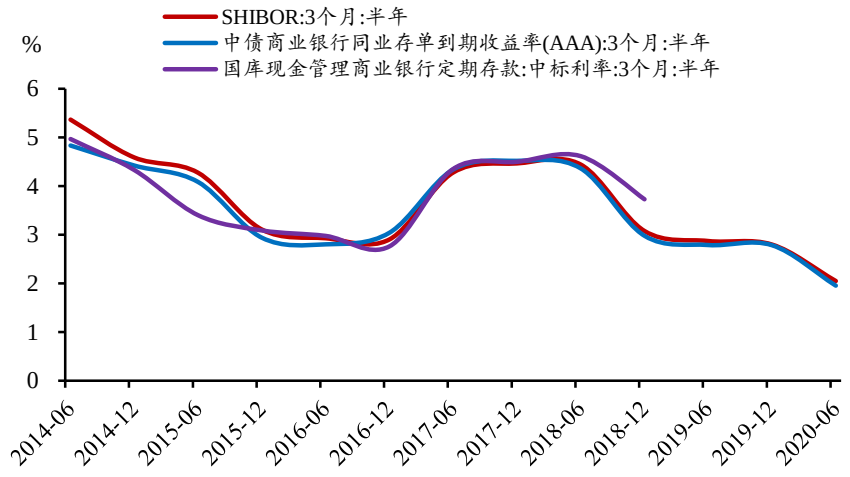
MLF 超量续作，以呵护跨年资金：一般到年末，MLF 操作会以净投放为主， 15-19 年 12 月 MLF 月均净投放 1833 亿。今年 12 月截至目前，MLF 已净投放 3500 亿。探究其“超额”完成任务背后的原因，**一方面是流动性结构性短缺背景下，缓解银行中长期负债压力的应对之举。另一方面是近期微观风险暴露下，宏观流动性边际扩张的对冲之策。**随着社融增速小幅下滑和年底流动性紧张的出现，央行在今日超额续作 MLF **释放了稳定流动性的明确信号。**

1.3 国库定存

中央国库现金管理定期存款是指财政部通过招标的方式将国库现金存到商业银行，商业银行以国债或地方政府债券为质押获得存款，并向财政部支付利息的交易行为。存款期限包括 1 个月、2 个月、3 个月、6 个月和 9 个月等五种期限，招标采用单一价格方式，边际中标利率为当期存款利率，单家银行投标额不得超过当期招标额的 20%。

由于中标利率由市场化招标确定，因此**国库定存利率走势与货币市场利率走势基本一致。**历次中标利率与当日同期限的同业拆旧利率、质押式回购利率和同业存单利率之间均存在强相关性。**受银行间流动性影响较强。**

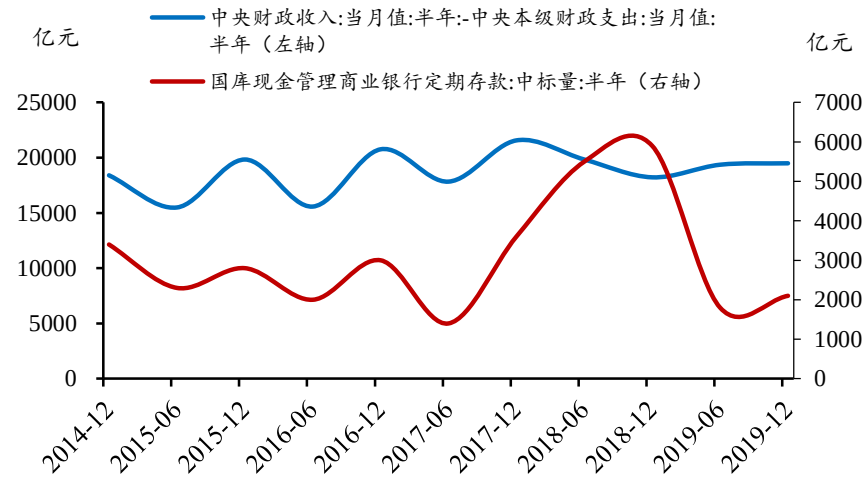
图 4：国库定存利率与货币市场利率基本一致



资料来源：Wind，民生证券研究院

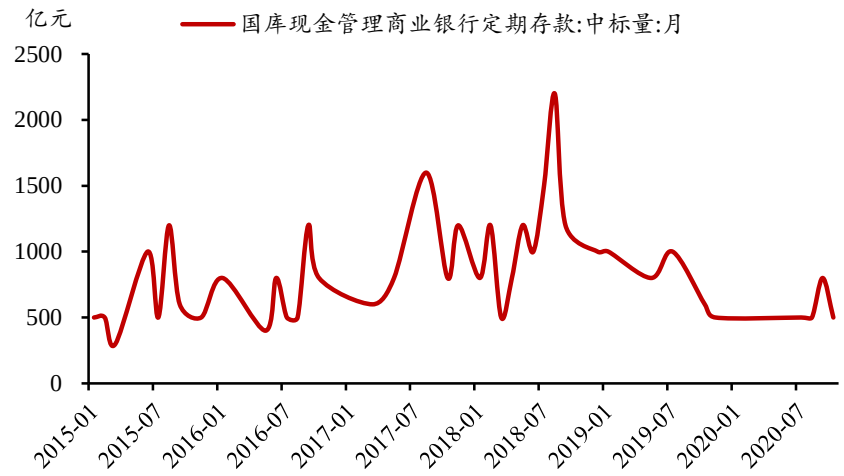
国库定存不同于常规货币政策工具，发行量与财政收支有关，财政资金紧张会降低操作空间。近年来经济转型增速放缓配合企业减负引发财政资金趋紧，预算赤字和结转结余资金使用量持续增加，**国库定存操作频率和发行量有所放缓，**“十三五”期间存款规模较“十二五”期间有明显回落，2019 年国库定存次数和发行量分别为 5 次和 3900 亿元，明显低于往年。此外，存款期限呈持续缩短态势，主流操作期限由 6 个月逐步变更至 1 个月。

图 5：国库定存量受到财政收支影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：国库定存操作频率降低，期限缩短



资料来源：Wind，民生证券研究院

今年疫情冲击导致财政形势严峻，上半年未实施国库定存操作；而伴随经济回暖后收入压力缓解，二季度财政存款余额同比显著回升。**7 月 23 日，财政部、中国人民银行开展了 500 亿国库现金定存操作，期限 1 个月，中标利率 2.7%，较上次下降 48BP**。本次中标利率下降的主要原因在于宽松的资金面环境和宽信用环境下银行揽储能力增强，国库定存作为一般存款的稀缺性减弱。**整体来看，中标利率下行符合市场预期。**

1.4 央行票据互换（CBS）

央行票据互换是指公开市场业务一级交易商可用手上所持有的合格银行发行的永续债，从央行换入央行票据，到期后再从央行换汇债券，期限一般不超过 3 年，期间银行永续债的利息仍归一级交易商所有。央行票据互换工具可以提高银行永续债的市场流动性，继而支持银行发行永续债补充资本，为加大金融对实体经济的支持力度创造有利条件，也有利于疏通货币政策传导机制。**为了提高永续债的吸引力，央行创设了 CBS，使得购买永续债的银行，名义上持有的是永续债，实际上持有的是央行的债权，极大的保障了安全性，同时又提高了收益。**CBS 主要具有以下**作用**：1、央行票据互换后，永续债不出表，永续债的风险和预期收益仍由原持有银行承担，互换后银行不用消耗资本。2、央行票据互换后，持有永续债的银行，其债券也由对永续债发行银行的债权变成了对央行的债权，风险得到稀释。3、银行可以将央票作为合格抵押品，通过 MLF、TMLF 等操作再抵押给央行换得流动性，相当于二次抵押融资。

中国人民银行于 2020 年 11 月 27 日开展了央行票据互换（CBS）操作，操作量 50 亿元，期限 3 个月，费率 0.10%。本次操作面向公开市场业务一级交易商公开招标，中标机构包括国有大型商业银行、股份制银行、城商行、农商行、证券公司等各类金融机构。换入债券既有国有大型商业银行和股份制银行发行的永续债，也有城商行和农商行发行的永续债，**体现了对中小银行发行永续债补充资本的支持。**

2 公开市场操作的影响因素

总体来看，影响公开市场操作的因素可分为财政因素、季度因素、节假日因素。公开市场操作的月内节奏受到财政因素的影响。财政因素的影响主要来自于税期、财政支出和地方

债发行三者的影响。从对央行公开市场操作的影响效果来看，缴税会收紧流动性，在缴税规模较大的时点，央行会投放流动性进行对冲；财政支出对流动性起到补充作用，央行可能暂停逆回购操作；地方债发行会对流动性形成冲击，在地方债发行规模较大时，央行通常配合投放流动性。其中，前两者具有较为明显的季节性，地方债的发行节奏最近几年有较大差异。下文着重分析具有明显季节特征的税期和财政支出对资金面以及公开市场操作的影响。

2.1 税期的影响

缴税主要涉及四个主体：税务部门、商业银行、人行国库、财政部门。根据国家税务总局公布的办税日历，**各月的纳税申报期限一般为 1 至 15 日，最主要税种国内增值税与企业所得税申报截止日为 15 日，**如遇节假日，征期会相应顺延。出于减少资金占用的考虑，企业通常倾向于选择在临近截至日期再完成报税，因此资金面受缴税期扰动往往开始于本月办税工作周内，办税截止日及前日与次日经常是“缴税高峰”。因企业延迟缴税、流程差异等原因，税期因素对资金面的冲击可能会延续到缴税截止日后数天。以 2020 年为例，**每个月的纳税截止日期以 15 日居多，还分布在 16 日、17 日、22 日、23 日等日期。**

图 7：2020 年各月份纳税截止日分布

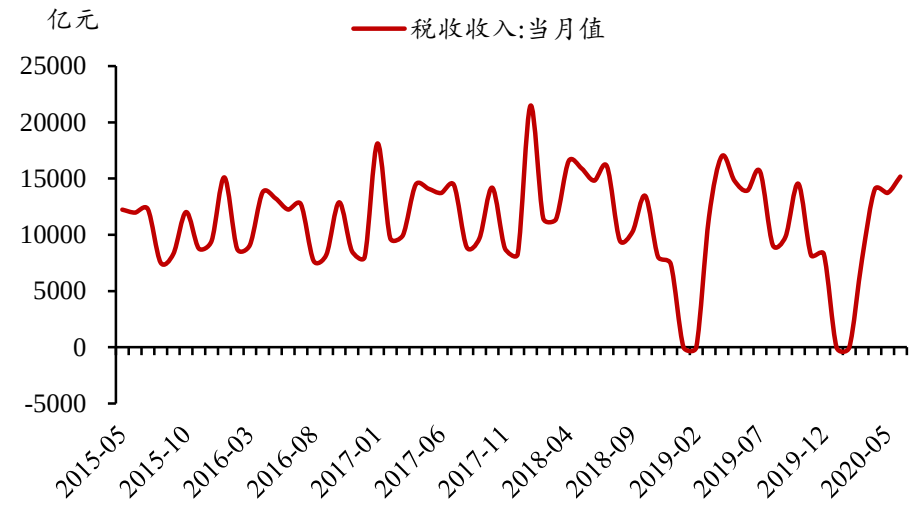
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
截止日	15	17	16	20	22	15	15	17	15	23	16	15

资料来源：国家税务总局官网，民生证券研究院

我国最主要的五大税种（按占比从高到低）分别为国内增值税、企业所得税、进口环节增值税与消费税、个人所得税、企业消费税，共占整体税收的比重超过 80%。**其中前两大税种占比超过 60%且月度波动较大（尤其是企业所得税），**后三大税种占比均在 10%上下且月度波动较小。**企业纳税行为可以解释月度缴税金额波动的绝大部分。**

从全年数值上看，税收收入的季节性相当明显，**缴税大月主要是 1、4、5、7、10 这五个月。**其中 1、4、7、10 为跨季首月，可以采用按季申报缴纳方式的税种（所得税、部分增值税）会增大当月缴税金额，而其中又以**1 月的金额最为巨大，4 月与 7 月是次高点。**5 月是上年企业所得税的汇算清缴时点，一般呈现为补缴，缴税金额同样比较大。这导致这几个月中旬开始税期因素对资金面的冲击更为明显。

图 8：近五年税收收入的季节性变化

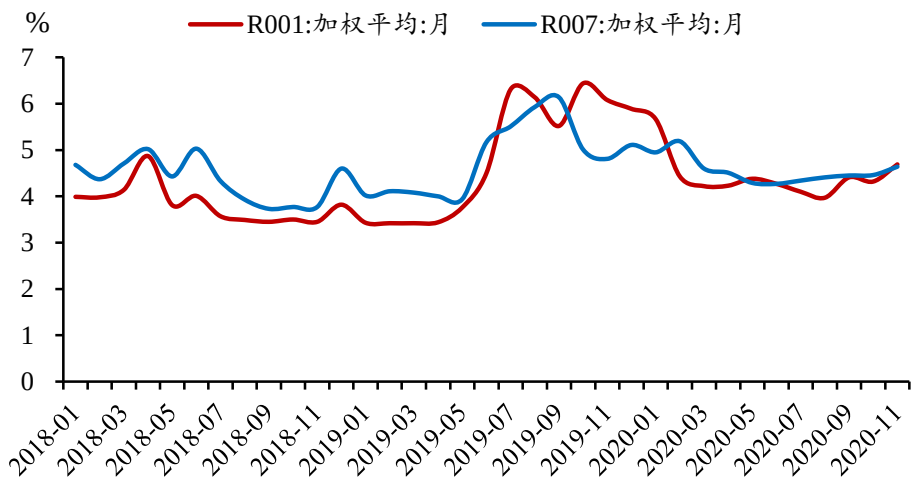


资料来源：Wind，民生证券研究院

资金市场上有两大主要资金融出来源，银行体系和货币基金为主的非银体系。其中银行体系融出的资金占交易量比例高，价格相对便宜，期限上更偏好隔夜等短期品种。**缴税直接影响的是银行体系流动性。**缴税的过程，实际上是一个**资金从商业银行体系脱离流入中央银行的过程，**这和央行发行央票、进行正回购操作的结果类似，**会影响银行体系的流动性从而对资金面形成波动，而缴税大月会明显放大这种冲击。**由于缴税规模和时间上的模糊性，银行可能需要准备更多备付，直接导致资金融出减少。

通过观察历年 7 月（缴税大月）前后的各期限资金价格走势，发现近三年来，二季末到三季首月的隔夜和 7 天回购利率走势出现了**非常明显的 W 型规律——以跨月当日或月初第一个交易日为中点，连续两个先降后升的 v 型。**

图 9：R001，R007 跨季 W 型，税期走高

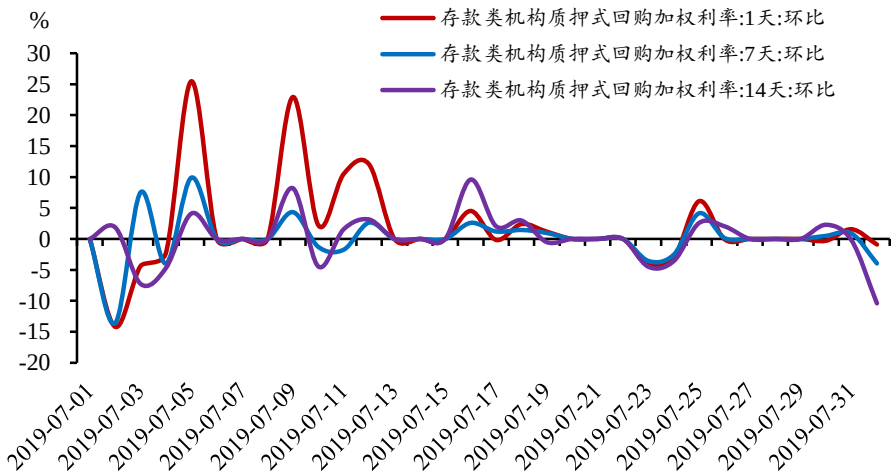


资料来源：Wind，民生证券研究院

通过观察 2019 年 7 月(缴税大月)的资金利率月内走势，无论使用隔夜、7 天或 14 天存款类机构质押式回购利率（DR001，DR007，DR014）指标都可以发现，**资金利率自 20 日前 1-7 个交易日开始明显上行，资金面相对紧张，而在 20 日、21 日后一般会有一波下行**。这是因为每月 15 日前后为“缴税高峰”，加上企业延缴等因素，很容易对资金面产生相对应的时点波动，13 至 21 日的上行波动较为明显。

通过对缴税时段资金利率上行幅度比较，发现：隔夜>7 天>14 天。DR001 平均上行一般在 5BP-20BP 内，最大不超过 30BP；DR007 平均上行一般在 10BP 左右，最大不超过 20BP；DR014 波动受税期因素影响较小，没有明显的短期走势。这或是因为**银行主要融出短期限资金，而短期限品种资金利率对税期因素更加敏感。**相比之下，14 天品种几乎不受缴税因素冲击。

图 10：月内 DR001, DR007,DR014 上行幅度比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

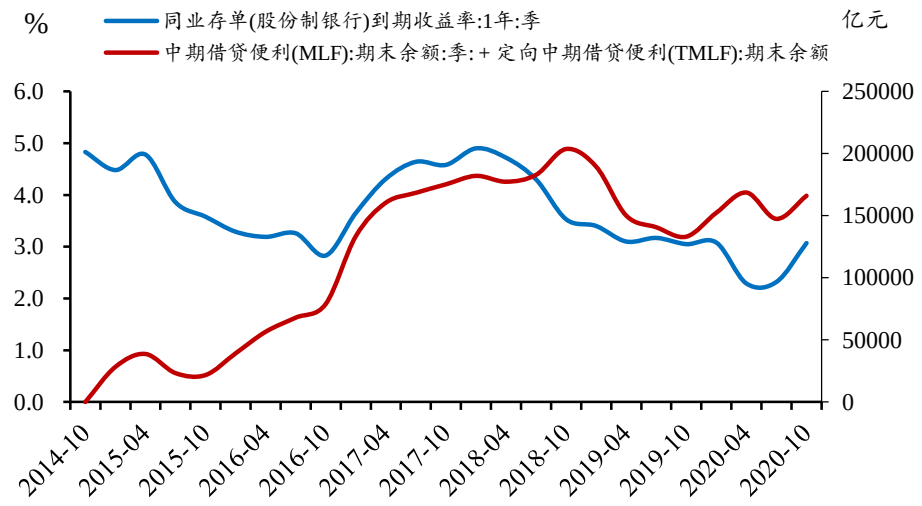
2.2 财政支出的影响

财政支出是指通过国家预算安排用于各方面的支出。财政支出按经济性质分为生产性支出和非生产性支出；按最终用途分为补偿性支出，积累性支出与消费性支出；按财政支出产生效益的时间分为经常性支出和资本性支出。在通货膨胀时，市场上流通的货币太多，货币供大于求，政府应该采取措施减少货币，所以对应的是紧缩性财政政策，增加税收，减少政府支出。在通货紧缩时则相反，增加政府支出。

管理原则：为达到科学运用财政资金，满足各项职能的需要的目的，财政支出的安排体现以下原则：（1）量入为出，财政支出的安排应在财政收入允许的范围内，避免出现大幅度的财政赤字。（2）统筹兼顾，财政支出的安排要处理好积累型支出与消费性支出的关系、生产性支出与非生产性支出的关系。（3）讲求效益。体现在财政投资的经济效益和社会效益两个方面。

同税期一样，财政支出也属于影响公开市场操作的财政因素，两者均具有较为明显的季节性。从历史上 MLF 投放和 NCD 利率走势来看，由于央行通常在资金紧张时，加大公开市场操作力度，**所以 MLF 大量投放的时点，往往伴随着 NCD 利率的上行。**NCD 利率通常在 12 月的中下旬达到高点，在跨元旦之后回落。

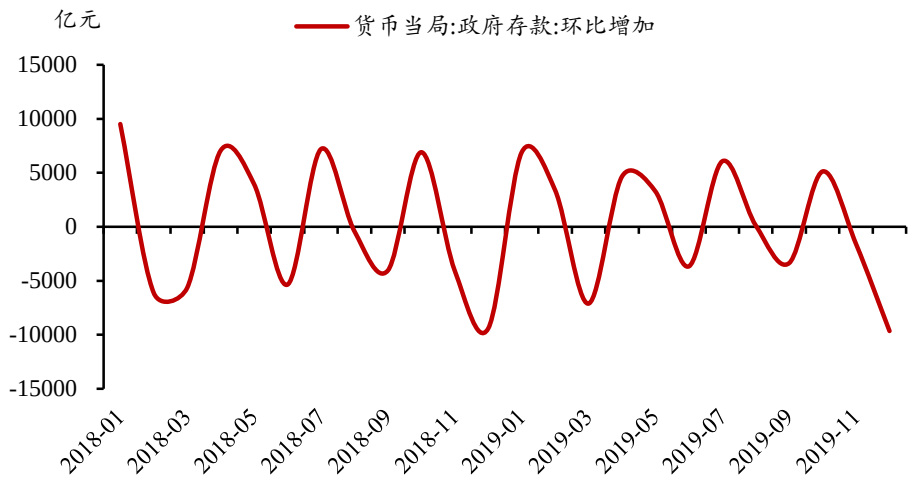
图 11：NCD 利率和 MLF, TMLF 投放的关系



资料来源：Wind，民生证券研究院

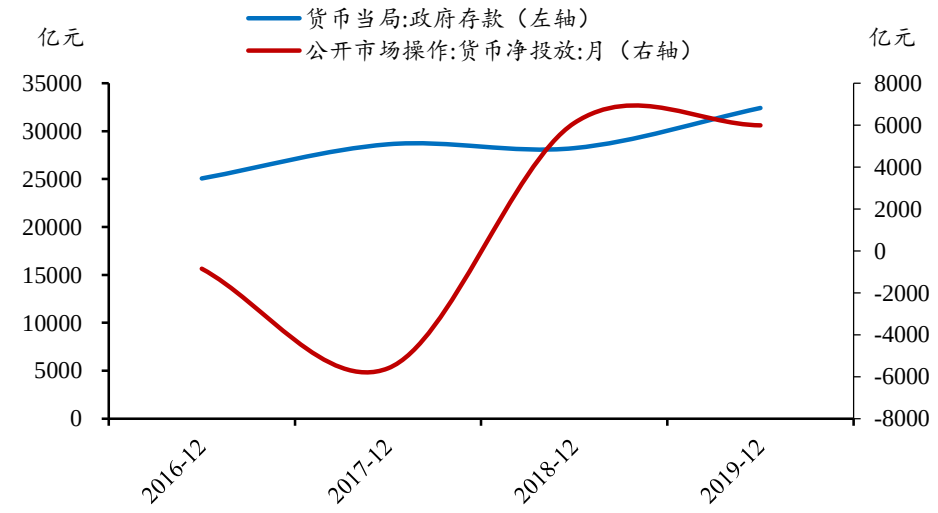
财政支出会减少“政府存款”，对银行间流动性形成补充，央行可能暂停逆回购操作。理论上讲，**政府存款环比变动=（公共财政收入-公共财政支出）+（政府性基金收入-政府性基金支出）+政府债券净融资。**年末国债、地方债的发行接近尾声，财政支出规模较大。**从财政支出的各季度规律来看，各季度末所在月份（3 月、6 月、9 月和 12 月）的下旬一般会有财政的集中支出。**拿年尾 12 月为例，过去几年，12 月份财政资金对流动性的补充都在接近万亿元的水平，政府存款环比通常为负值，财政因素对流动性为净补充。**12 月份央行公开市场操作的净投放规模，与年末财政资金对流动性的补充情况有关。**2018 年和 2019 年的 12 月，政府存款的月度环比变动均为-9000 亿元左右，即财政资金对流动性的补充大约为 9000 亿元，相较于 2017 年，减少了 3000-4000 亿元左右，央行公开市场操作的净投放规模相应增加了 4000 亿元左右。

图 12：政府存款月度环比变动的季节性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：近三年 12 月份央行公开市场操作和政府存款的关系



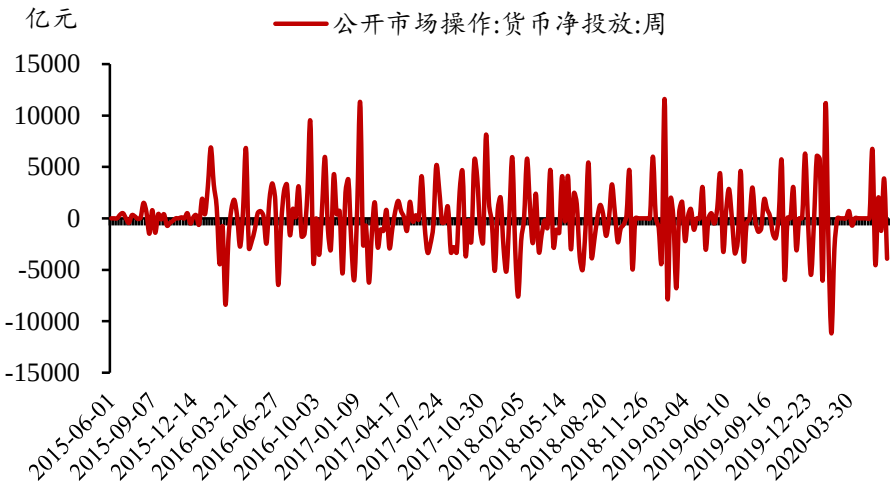
资料来源：Wind，民生证券研究院

和今年以来在每月 15 日前后集中进行 MLF 操作的惯例有所不同，11 月 30 日，央行出人意料地在月末开展 2000 亿元的 MLF 操作。深究其背后原因，发现根据财政部的 2020 年预算安排，2020 年全年的公共财政收支差额为-6.76 万亿元，全国政府性基金的收支差额为-4.47 万亿元。2020 年 1-11 月，累计公共财政收支差额为-3.84 万亿元，累计全国政府性基金的收支差额为-2.29 万亿元。若按照上述预算安排执行，估计 12 月的公共财政收支差额和政府性基金的收支差额合计-5.1 万亿元，对比去年同期的财政收支差额和政府性基金的收支差额的实际值合计为-2.40 万亿元，由此推断 12 月末财政支出对流动性的补充规模将大幅高于 2019 年同期，**本次 MLF 操作有助于机构尽早做好跨年资金安排，稳定市场情绪。**

2.3 财政因素总结

通过观察自 2014 年以来的数据发现，**公开市场操作的月内节奏呈现明显的规律性，大多数月份上旬的央行操作以净回笼为主，大多数月份中旬的央行操作以净投放为主，而下旬的央行操作则既有净回笼也有净投放。**

图 14：近五年每月上、中、下旬央行公开市场操作净投放量



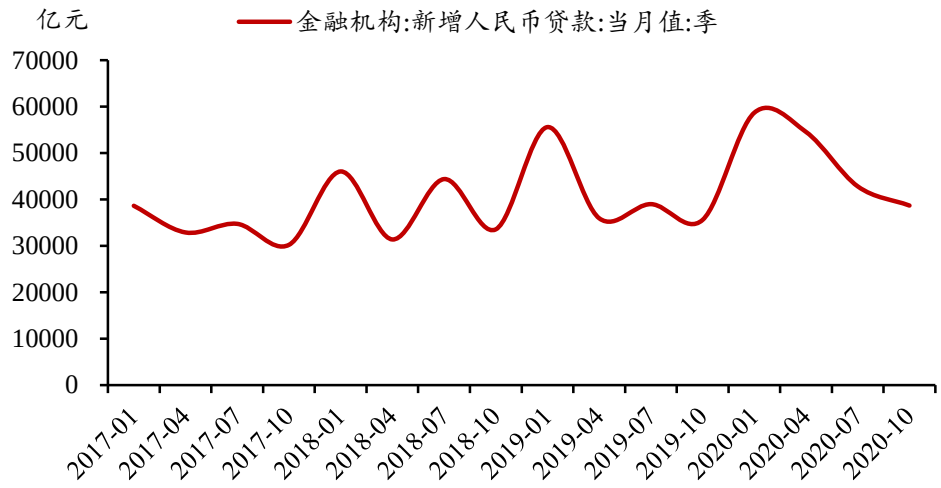
资料来源：Wind，民生证券研究院

出现这种明显的月内规律性是由于**中旬有缴税截止日，央行通常投放流动性进行对冲；而下旬的影响因素较为复杂，一方面，有财政支出补充流动性，另一方面，跨月末或跨季末资金面通常较为紧张，**在不同月份的表现存在差异，央行需根据具体情况实施不同的操作。

2.4 季度因素的影响

央行公开市场操作的季度节奏，受到金融机构信贷投放因素的影响。我国金融机构的信贷投放有着明显的季节性特点，受**“早投放，早收益”**的业务习惯影响，**第一季度信贷投放通常占到全年信贷投放量的 30%以上。**

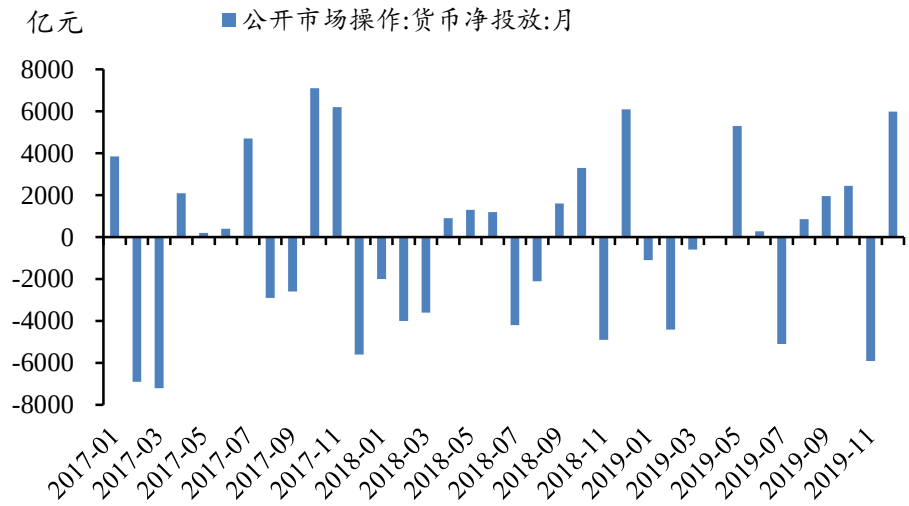
图 15：金融机构新增人民币贷款在各季度的分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

为了平和金融机构信贷投放的季节性波动，每年第一季度央行公开市场操作以净回笼为主。从 2017-2019 年的公开市场操作的季节性分布规律来看，大多数年份，第一季度央行的公开市场操作以净回笼为主，**第二季度、第三季度和第四季度的公开市场操作以净投放为主；**央行的上述对冲操作，可以在一定程度上平和金融机构信贷投放的季节性波动。

图 16：央行公开市场操作净投放量在各月(季度)的分布

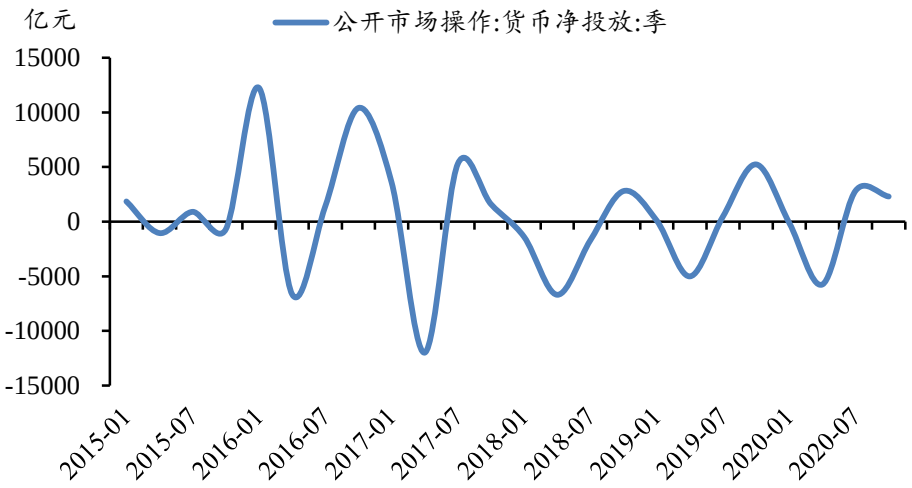


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.5 节假日因素：节前投放，节后回笼

春节因素是较为典型的影响央行公开市场操作的节假日因素，由于春节期间居民现金需求上升，央行通常在春节前大量投放流动性，春节后回笼流动性。以春节前 30 天和春节后 30 天为周期，观察统计央行的公开市场操作投放情况，可以发现大多数年份，央行投放满足“节前投放、节后回笼”的特点。

图 17：春节期间现金净投放量通常大幅增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

从春节前后的公开市场操作规模来看， 2011 年之前，央行春节前公开市场操作规模波动较大；2011 年-2013 年，央行春节前 30 天公开市场操作净投放规模为 5000 亿元左右（主要通过逆回购进行投放）；2013 年 1 月，央行创设了短期流动性调节工具（SLO）；2014 年 1 月，央行创设了常备借贷便利（SLF）；2014 以后，央行不断创设新的工具，用以调节春节期间的流动性，央行春节前的流动性投放手段更加灵活。不同年份的春节，公开市场操作规模相差较大。2019 年 1 月，央行通过两次降准操作合计释放流动性 1.5 万亿元，因而春节前公开市场操作净投放规模相对较小；2020 年 1 月 23 日首次动用 TMLF 投放流动性 2575 亿元，同时配合使用逆回购操作，春节前 30 天公开市场操作净投放规模仅 1695 亿元。**综合来看，由于每年春节后资金回笼速度存在差异,不同年份的春节后 30 天的公开市场操作净回笼规模差异较大。**

3 央行公告文本分析

3.1 高频词分析

回顾自 2017 年以来央行公开市场交易公告,央行对银行体系流动性总量的措辞可分为**“总量充足”、“总量较高”、“较高水平”、“适中水平”、“合理稳定”、“合理充裕”**几种表述。

其中**“适中水平”**这一表述在 **2017 年**中多次出现，**自 2018 年 3 月起，央行公告中不再出现关于“适中水平”的表述；**

2018 年 6 月 26 日起，“合理充裕”取代了公告中关于“合理稳定”的表述。而这一时间点也恰好是货币政策由偏紧向偏松转变的节点。对比 2018 年 1 季度和 2 季度的货币政策报告，发现 2018 年 1 季度货币政策执行报告指出：“银行体系流动性合理稳定，货币信贷和社会融资规模适度增长”。而 2018 年 2 季度货币政策执行报告指出：“2018 年以来，我国货币市场利率稳中有降。应当说，目前银行体系流动性是合理充裕的。”发现央行公告中措辞的变化和货币政策报告中所对应的措辞相一致。

“较高水平”这一措辞更多表述的是一种相对关系，**多出现在资金面因财政支出等因素的季节性宽松时期。**多数情况下，当表述由**“较高水平”转为“合理充裕”的当日或者随后的几日，央行将开展逆回购、MLF、TMLF 等公开市场操作。**

2020 年 2 月 5 日及 6 日 7 日，央行公告首次出现“总量充足”的字样，并增添“可完全满足市场流动性需求”的表述。

3.2 特殊月份回顾

场景分析之 2020 年 2 月（新冠肺炎爆发初期）央行公开市场业务公告变化

新冠肺炎疫情爆发后，央行密切追踪和监控市场流动性等方面的需求，运用和调整货币政策支持金融体系和实体经济的有序运行。1 月 23 日，公开市场业务公告中提及“…人民银行根据金融机构需求情况…”对 TMLF 进行了续作；2 月 3、4 日，公告中出现“为充足供应流动性,维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕”的表述；自 2 月 17 日进行逆回购和 MLF 的投放后一直到 2 月 28 日，央行暂停了公开市场操作，对流动性的表述一直保持“合理充裕”的判断，2 月 19 更是出现了“随着央行逆回购不断到期，春节后央行通过公开市场操作投放的短期流动性已基本收回”的表述，对流动性监控效果进行了进一步的补充，这一措辞预示着 2 月末公开市场操作将有所收敛。

3.3 央行公告措辞变化与利率水平的关系

2018 年以来，央行公告对流动性的定性表述与市场资金短期利率松紧情况具有较高的一致性。当货币市场利率处于低位时，央行公告中出现“银行体系流动性处于较高水平”的表述较为频繁；当市场资金面有紧缩趋势时，公告措辞也发生调整，较频繁出现“银行体系流动性处于合理充裕水平”。而这也是央行重启逆回购操作的标志。

3.4 季节性因素分析

季节性因素主要分为月中税期、企业缴税、月末财政支出等。

在央行公告中涉及“税期高峰”“对冲税期”等表述的时点，大多对应了货币市场利率的局部高点或者利率上升阶段，时点附近往往伴随着公告表述转变为“合理充裕水平”并将重启逆回购操作。月中税期高峰使得银行体系流动性总量大幅下降，由于纳税时点集中在中旬后半段，时点冲击较为强烈。央行通过对每月的市场流动性作出相应判断，及时调整公告的表述，从而形成与市场进行有效沟通。回顾 2017 年至 2019 年七月中旬央行公告的表述，发现 2018 年和 2019 年的 7 月 16 日以及 2017 年的 7 月 17 日公告均出现“为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响，决定开展逆回购的表述”的变化，逆回购从表述当日一直持续到该月下旬。

财政收支与企业缴税的影响：多数情况下，季度首月央行都暂停逆回购操作，财政支出对跨季首月的资金面影响要大于企业缴税的季节性影响。受企业缴税的季节性规律影响，每个季度的首月为企业上缴前一季度所得税的时间点，导致季度首月财政存款大幅增加，直接表现为流动性收紧，央行开启逆回购。另一方面，在半年末时点和季末月份往往伴随有大规模的财政支出，这有利于改善流动性。回顾 2017 年至 2020 年间 1，4，7，10 月份的央行公告措辞，发现 2017 年 1 月央行公告一律采用“逆回购操作”的措辞，其他所有跨季月初均使用“目前银行体系流动性总量处于较高水平，不开展逆回购操作”的描述。而 2017 年 1 月的“反常现象”可以用 2017 年第一季度的货币政策报告来解释，该报告指出：“年初财政库款较快增长引起资金供求大起大落，加大了流动性管理的难度。”可以看出财政存款导致的流动性收紧和公共中提及的开展逆回购操作相吻合。

当央行公告提及“财政支出增加/进一步加大”的时点以及此后的一段时间内，通常伴随出现“银行体系流动性处于总量较高水平”的措辞。出现该表述的当日以及直到该月末，央行通常将暂停逆回购操作。无独有偶，回顾 2018 年 5 月末阶段，资金面于 5 月 25 日前后由于财政支出的带动已经回到了“较高水平”，但在月内最后几个交易日中，央行公告中出现“由于企业所得税汇算清缴等因素影响”的说法，央行重启逆回购，资金面亦出现明显收紧。

3.5 临时性因素分析

临时性因素主要包括央行公开市场操作到期，降准和政府债券发行缴款等。

“逆回购到期”出现时央行公告表述更多为“合理充裕水平”并将重启逆回购操作。公开市场操作到期后，若央行暂停后续操作维持净回笼，会使资金面一定程度上产生收紧趋势。增大市场流动性压力的同时也将影响传导至货币市场利率上，DR007 的走高往往伴随着当日公告中“央行逆回购和 MLF 到期”等字样的出现。回顾 2019 年 7 月 1 日至 7 月 12 日公开市场操作工具频繁到期，相对应这一时期银存间质押式回购加权平均利率也处于持续上升区间。而在之后的 7 月 15 日央行便启动了 MLF 操作，7 月 16 日进行了逆回购操作。

另外“为对冲政府债券发行缴款等因素的影响”往往伴随着出现“银行体系流动性合理充裕”，央行将在当天开展逆回购操作或者 MLF 操作。这是因为地方政府债/国债的较大规模发行也将会对资金面产生一定的紧缩压力。

最后，央行不定期的全面/定向降准将对流动性形成补充。**降准后的后半月内央行公告表述以“目前银行体系流动性总量处于合理充裕水平”为主。**

3.6 定期性因素分析

银行等金融机构通常会在每个月的 **5、15、25 号**（节假日则顺延到下一个工作日）在央行公告中宣布缴纳**存款准备金**，时间相对固定。缴准的时点性冲击相对可控，利率波动也相对较小。

3.712 月末展望：央行维护年末流动性

最后一周市场流动性的状况需持续关注央行逆回购和扰动因素的影响。

上周央行开展逆回购操作 4300 亿元，当周有逆回购到期 600 亿元，实现资金净投放 3700 亿元。这是央行连续第二周公开市场大额净投放。由于央行逆回购加量，彰显呵护跨年资金面之意，市场预期进一步好转，资金利率大幅下行。从扰动因素来看，下周有逆回购到期 400 亿元，到期资金体量较小。从供给角度看，跨年资金面压力不大。需特别关注本周仍有近 800 亿元地方政府再融资债券发行，或带来一定扰动。

历史数据来看，回顾过去三年 12 月末的央行公告表述，2017 年和 2019 年 12 月末均出现“临近年末财政支出力度加大，银行体系流动性总量处于较高水平，不开展逆回购操作”的表述，而 2018 年 12 月末央行公告出现“为稳定年末资金面，维护银行体系流动性合理充裕，人民银行以利率招标方式开展逆回购操作”的表述。

3.8 总结

央行公开市场业务公告的表述变化是央行向市场传递信息的重要方式，可以用来把握公开市场操作节奏。但是在具体推测公开市场操作节奏时还应结合多方面因素综合进行判断。

归纳发现通常当出现以下情形时，央行公告表述更多为“合理充裕水平”并将重启逆回购操作：（1）DR007 利率位于略高位置（约在 2.7%附近）；（2）大多数月份月中时点；（3）大多数逆回购或 MLF 到期、税期高峰、政府债券发行时期。

而在季度末时期（3、6、9、12 月末），受到财政支出的影响，通常央行公告表述更多为“总量较高水平”并将暂停逆回购操作。

风险提示

海外疫情持续恶化，货币政策进一步收紧。

插图目录

图 1：今年以来央行逆回购数量 3
图 2：MLF 和 TMLF 的区别 4
图 3：本次 MLF 是年内最大一次投放 4
图 4：国库定存利率与货币市场利率基本一致 5
图 5：国库定存量受到财政收支影响 6
图 6：国库定存操作频率降低，期限缩短 6
图 7：2020 年各月份纳税截止日分布 8
图 8：近五年税收收入的季节性变化 9
图 9：R001，R007 跨季 W 型，税期走高 9
图 10：月内 DR001, DR007,DR014 上行幅度比较 10
图 11：NCD 利率和 MLF, TMLF 投放的关系 11
图 12：政府存款月度环比变动的季节性 12
图 13：近三年 12 月份央行公开市场操作和政府存款的关系 12
图 14：近五年每月上、中、下旬央行公开市场操作净投放量 13
图 15：金融机构新增人民币贷款在各季度的分布 13
图 16：央行公开市场操作净投放量在各月(季度)的分布 14
图 17：春节期间现金净投放量通常大幅增加 14

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。