东兴证券 DONGXING SECURITIES

流动性波动加大

——2020年12月货币市场流动性前瞻

2020 年 12 月 02 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

主要观点：

11 月银行资金面并未出现预期中的边际改善，在永煤信用事件冲击下，资金面利率继续冲高，信用分层加剧；11 月上旬债券供给压力有所缓解、资金面利率预期向好，各期限逆回购利率中枢均有所回落，银行与非银机构流动性分层有所缓解,逆回购利率期限利差也位于低位；随着 10 号永煤信用违约事件爆发，市场对“逃废债”的担忧加剧，信用市场涌现重定价，恐慌情绪和赎回压力下资金利率迅速上行，DR007 几乎触及年内高点，流动性分层再次加剧，银行和非银利差迅速上升，7 天和 1 月期限逆回购利率波动率进一步扩大，央行多次逆回购以呵护市场流动性；随着金稳委会议再次表态处罚“逃废债”，市场担忧情绪有所缓解，资金面利率小幅回落，流动性分层边际改善。25 日交易所逆回购利率大幅回落，政策呵护非银融资成本，30 日央行超预期投放 MLF。

12 月货币市场债券供给压力减少，难以对资金需求形成大幅挤出；从几大影响银行间流动性的因素来看，临近年末，流通中现金流出银行体系压力较大；外汇占款变化不大，对资金面流动性影响较小；年末财政支出季节性冲高，央行财政存款支出进度或加速，从而释放更多流动性至银行体系；近期央行呵护资金面流动性的意愿较大，下旬随着跨年资金需求增多，资金面利率或将迅速上升，央行通过公开市场操作释放流动性是可以期待的，同时 12 月银行压降结构性存款的压力依然不小，央行也有动力向银行体系释放长期较稳定的资金来源，缓解银行负债成本和贷款利率的上升。**总体来看，在没有黑天鹅事件的前提下，上半月资金面利率中枢或小幅回落，但下旬随着资金跨年需求加大，资金利率可能大幅上升。**

2021 年随着经济全面修复，财政政策边际收紧，国债、政策性银行债和专项债发行额度较今年明显下降；但明年政府债到期量明显高于 2020 年，一定程度上支撑银行间市场政府债总发行量；综合来看，我们认为明年债券供给压力缓解,对资金面的影响显著小于今年;外汇占款和财政存款、流通中现金等变量变化较小，对流动性影响有限；明年资金面可能的看点在：1、实体经济信用收缩、贷款利率回升，在中性货币政策背景下，央行可能需要增加公开市场操作频率或增加操作额度来微调基础货币投放，缓解信用收缩对经济增长的负面影响，这也意味着资金面流动性不会过紧；2、随着银行压降结构性存款任务完成，央行微调基础货币投放，银行负债成本压力缓解，同业存单利率迎来拐点。

风险提示：货币政策操作不及预期导致资金面利率上行。

正文：

1. 信用冲击下 11 月资金面偏紧

11 月银行资金面并未出现预期中的边际改善，在永煤信用事件冲击下，资金面利率继续冲高，信用分层加剧；11 月上旬债券供给压力有所缓解、资金面利率预期向好，各期限逆回购利率中枢均有所回落，银行与非银机构流动性分层有所缓解;逆回购利率期限利差也位于低位;但随着 10 号左右永煤信用违约事件爆发，引发市场对“逃废债”的担忧，信用市场重新定价，恐慌情绪和赎回压力下资金利率迅速上行，DR007 几乎触

及年内高点，流动性分层再次加剧，银行和非银利差迅速上升，7 天和 1 月期限逆回购利率波动率进一步扩大，央行多次逆回购以呵护市场流动性；随着金稳委会议再次表态处罚“逃废债”，市场担忧情绪有所缓解，资金面利率小幅回落，流动性分层边际改善。25 日交易所逆回购利率大幅回落，政策呵护非银融资成本，30 日央行超预期投放 MLF，资金面压力缓解。

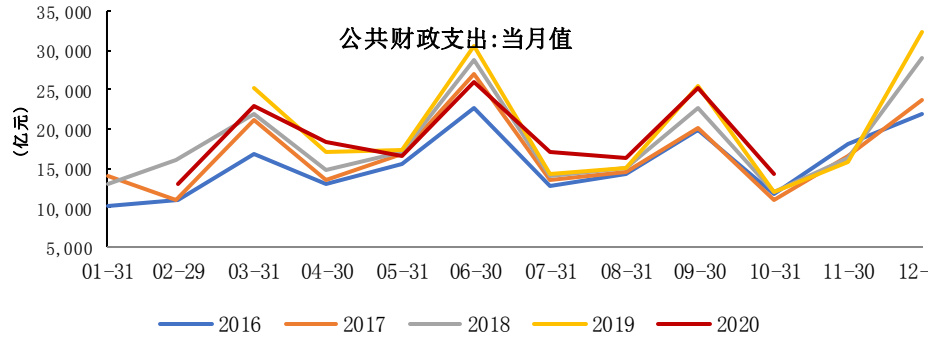
11 月银行资金面并未出现预期中的边际改善，在永煤信用事件冲击下，资金面利率继续冲高，信用分层加剧；11 月上旬债券供给压力有所缓解、资金面利率预期向好，各期限逆回购利率中枢均有所回落，银行与非银机构流动性分层有所缓解,逆回购利率期限利差也位于低位；随着 10 号永煤信用违约事件爆发，市场对“逃废债”的担忧加剧，信用市场涌现重定价，恐慌情绪和赎回压力下资金利率迅速上行，DR007 几乎触及年内高点，流动性分层再次加剧，银行和非银利差迅速上升，7 天和 1 月期限逆回购利率波动率进一步扩大，央行多次逆回购以呵护市场流动性；随着金稳委会议再次表态处罚“逃废债”，市场担忧情绪有所缓解，资金面利率小幅回落，流动性分层边际改善。25 日交易所逆回购利率大幅回落，政策呵护非银融资成本，30 日央行超预期投放 MLF。金稳委会议要求“保持流动性合理充裕，守住不发生系统性风险的底线”，11 月下旬央行多次开展公开市场操作、交易所逆回购利率下行、央行超预期投放 MLF，这或许意味着短期内央行呵护金融机构流动性的意愿较大，下半年银行压降结构性存款，导致票据融资缩减、同业存单利率攀升，结果之一是银行缺乏长期稳定的负债来源，传导到资产端表现为三季度票据融资加权利率和一般贷款加权利率均有所回升，临近年底央行通过释放流动性，呵护银行负债成本和银行间流动性，可有效缓解企业融资成本回升幅度。

2. 债券供给及财政存款

12 月债券供给压力不大；从全年专项债额度看年内仍有约 2000 亿地方政府专项债未发行，此外置换债到期量较低，预计置换债发行量不大；12 月债券供给依然主要由国债构成，从赤字规模和前 11 个月国债净融资规模看，12 月国债发行额度最高达 7 千亿左右；因此保守估计 12 月债券供给难超万亿，对资金面流动性扰动较小。

一般年末为财政支出旺季，表现为年末公共财政支出额创年内新高，央行资产负债表中财政存款下降幅度也较大，财政资金加快支出将拉动央行财政资金回流至银行体系，转化为银行体系内财政存款或企业居民存款，可边际缓解银行缺负债和超储率过低的压力。但考虑到今年在宽财政的背景下，5 月以后央行财政存款支出进度均不及预期，央行财政存款远高于历史同期，预计 12 月央行存款有所下降，但余额或仍高于历史同期，财政存款对资金面流动性贡献有限。

图1：12 月财政支出预计再度抬升



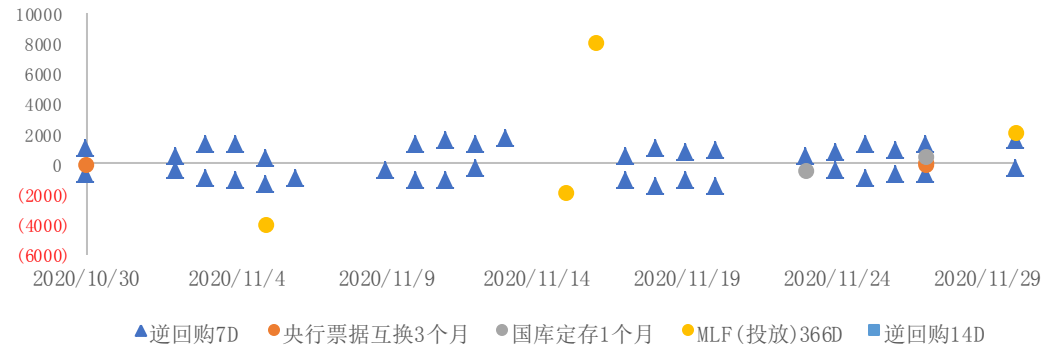
资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 外汇占款及公开市场、再贷款、再贴现操作

今年 5 月后人民币兑美元持续升值，但并未带来银行结售汇和央行外汇占款的大幅波动；实际上在 15 年汇改之后，人民币汇率波动率提升，企业居民利用各种套期保值工具对冲汇率损益，数据上表现为人民币汇率波动时，银行结售汇差额波动幅度明显降低，央行外汇占款波动也较小，基础货币被动投放幅度较小，对货币市场流动性的边际贡献较低。10 月外汇占款仅减少 48 亿元，对银行间流动性影响不大。**在人民币汇率单边升值的预期不够强烈时，银行结售汇和央行外汇占款变化不会太大。**

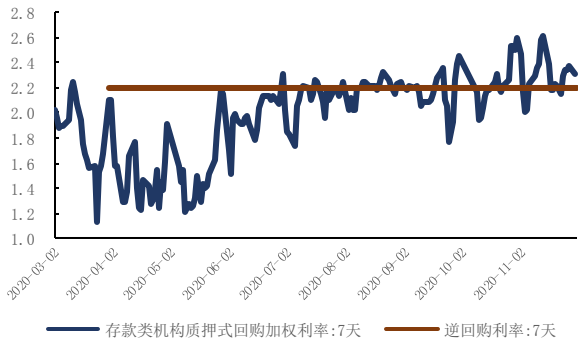
央行公开市场操作依然是影响银行间货币市场流动性的主要矛盾；短端利率波动对货币市场利率变化更为敏感，而在几大影响货币市场流动性的因素中，央行公开市场操作通过调节流动性释放的时间和量价达到对货币市场流动性削峰填谷的作用，OMO 操作成为货币市场利率的定价因素；近期金稳会会议在表态严惩“逃废债”的同时强调要保持货币市场流动性合理充裕，同时，在压降结构性存款背景下，银行缺乏负债，同业存单利率回升，传导至银行资产端，银行贷款加权利率上升，因此我们看到近期央行呵护货币市场流动性的意愿较强，交易所回购利率下降、央行超预期投放 MLF，维持货币市场利率的稳定性。预计 12 月份随着跨年到来，下旬货币市场利率也将迅速攀升，为维护银行间流动性，央行有动力提高 OMO 和 MLF 的操作频率和额度。

图2：11 月央行公开市场操作一览



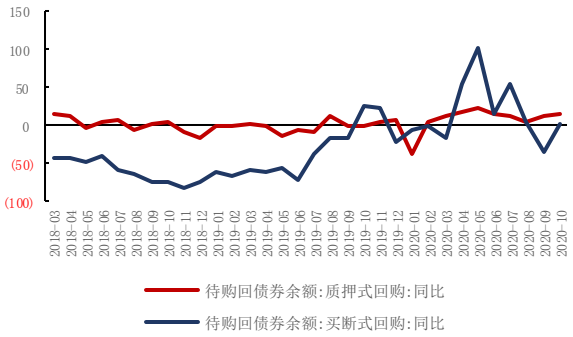
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：DR007 围绕政策利率波动



资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：债市杠杆增速维持平稳

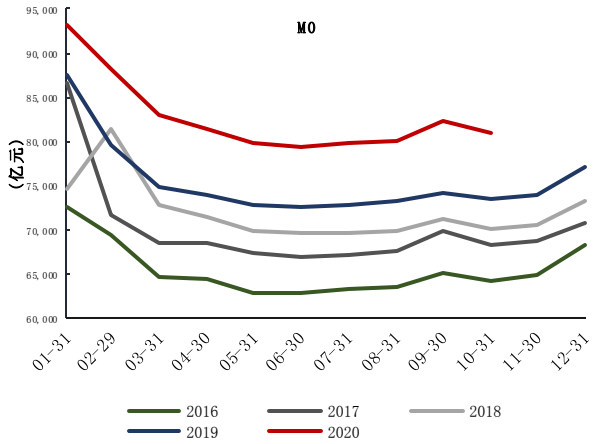


资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 流通中现金

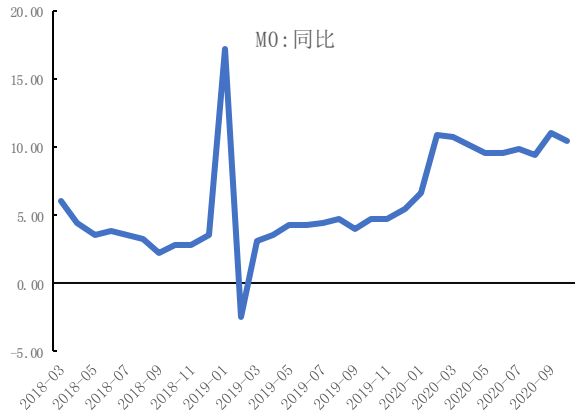
10 月 M0 存量减少 1300 亿，现金回流至银行系统内，下降幅度超历史同期，但从 10 月货币市场利率走势看对资金面紧平衡影响不大；一般而言 11、12 月流通中现金回升，实体经济现金需求季节性回升，12 月 M0 存量上升幅度更大，但考虑到今年以来 M0 存量和增速均远高于历史同期，居民避险需求增加，持有现金量较大，年底 M0 回升的幅度或低于往年同期，因此难以对资金面造成较大的负面影响。

图5：假期效应 10 月初现金提现需求高



资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：经济复苏，现金加速回流金融体系



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 跨年资金面压力较大

12 月货币市场债券供给压力减少，难以对资金需求形成大幅挤出；从几大影响银行间流动性的因素来看，临近年末，流通中现金流出银行体系压力较大；外汇占款变化不大，对资金面流动性影响较小；年末财政支出季节性冲高，央行财政存款支出进度或加速，从而释放更多流动性至银行体系；近期央行呵护资金面流动性的意愿较大，下旬随着跨年资金需求增多，资金面利率或将迅速上升，央行通过公开市场操作释放流动性是可以期待的，同时 12 月银行压降结构性存款的压力依然不小，央行也有动力向银行体系释放长期较稳定的资金来源，缓解银行负债成本和贷款利率的上升。**总体来看，在没有黑天鹅事件的前提下，上半月资金面利率中枢或小幅回落，但下旬随着资金跨年需求加大，资金利率可能大幅上升。**

2021 年随着经济全面修复，财政政策边际收紧，国债、政策性银行债和专项债发行额度较今年明显下降；但明年政府债到期量明显高于 2020 年，一定程度上支撑银行间市场政府债总发行量；综合来看，我们认为明年债券供给压力缓解，对资金面的影响显著小于今年；外汇占款和财政存款、流通中现金等变量变化较小，对流动性影响有限；明年资金面可能的看点在：1、实体经济信用收缩、贷款利率回升，在中性货币政策背景下，央行可能需要增加公开市场操作频率或增加操作额度来微调基础货币投放，缓解信用收缩对经济增长的负面影响，这也意味着资金面流动性不会过紧；2、随着银行压降结构性存款任务完成，央行微调基础货币投放，银行负债成本压力缓解，同业存单利率迎来拐点。

风险提示

货币政策操作不及预期导致资金面利率上行。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
点评	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020 年 10 月金融数据点评	2020-11-10
点评	东兴宏观：资金面压力边际缓解——2020 年 11 月货币市场流动性前瞻	2020-10-30
点评	东兴宏观：实体信贷需求仍强 ——2020 年 9 月金融数据点评	2020-10-15
点评	东兴宏观：资金面延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻	2020-09-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526