东兴证券 DONGXING SECURITIES

资金面压力边际缓解

——2020年11月货币市场流动性前瞻

2020 年 10 月 30 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：

10 月资金面由松变紧，缴税及走款拉动回购利率攀升，流动性分层加剧。节后跨季资金需求减少，10 月债券供给明显缓解，中旬银行间流动性明显放松，但受缴税影响，下旬流动性明显收紧，DR 与 R 利差扩大；10 月债券供给约 1.5 万亿，较 9 月明显减少，财政支出压力较小，央行财政存款回流至银行系统规模较小；节后效应流通中现金回流较多，对流动性形成支撑；同业存单持续走高，银行负债压力依然较高，存单利率拐点或仍需等待资金面压力缓解、结构性存款压降规模减缓。

站在当下时点，11 月资金面压力将出现边际缓解的趋势；一方面地方政府债券发行完毕，债券供给压力大幅缓解，虽然国债发行量依然较大，但债券总供给仍较前几月大幅收窄，另一方面，现金回流、财政资金需加快支出、现金加速会留意等因素亦对银行间流动性形成支撑；综合来看 11 月利多资金面因素较多；**但同时也无需对资金面流动性过于乐观**，首先，现金回流对流动性贡献有限，受基建项目需求较少、财政预算支出节奏一般较为稳定影响，4 季度财政存款减少幅度、财政支出节奏不会太快，财政存款对流动性的贡献亦有限；最后当前国内货币政策基调回归正常化，从央行角度出发，保持货币市场资金利率紧平衡可提高银行及金融体系对货币操作的敏感度，有助于央行更好的发挥货币政策的调控作用， 因此在资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，资金利率下行空间较难打开。此外年末银行结构性存款压降的压力仍在，同业存单利率存在继续向上的空间，但相对前期而言，上升空间亦有限。

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. 10 月货币市场流动性回顾

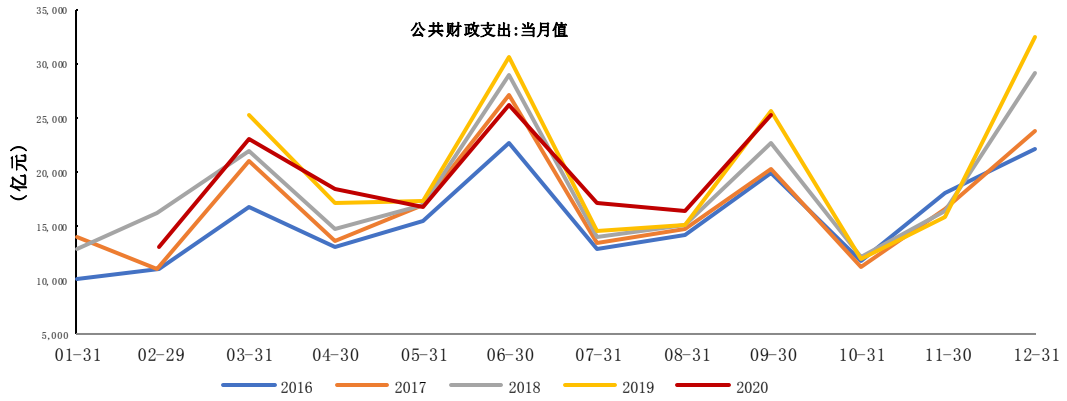
10 月资金面由松变紧：节后跨季资金压力缓解，月中前资金面回购利率小幅下行，但 1 月期回购利率受跨月影响持续上行，10 月受假期影响，缴税期推迟至 23 号，受此影响下旬流动性转紧，银行间各期限回购利率迅速回升，7 天隔夜流动性分层加剧，DR 与 R 利差上升，14 天以上回购利率并未出现流动性明显分层状况。3 个月和 6 个月同业存单发行利率持续上行，1 月期限同业存单利率先下后上，银行负债成本仍承压，仍缺少长期限资金，年内结构性存款压降压力仍大，银行负债成本和同业存单发行利率压力仍大，短端现券利率受压制；10 月国债、地方政府债、政策银行债券发行规模约 1.5 万亿，较 9 月边际收缩，债券供给高峰已过；10 月一般为财政支出低点，央行财政存款回流至银行系统的规模也偏小，财政存款和支出对资金面扰动较小；双节假期，流动中现金流回流至银行系统规模或有所扩张，对资金面形成一定程度的支撑。10 月公开市场操作实现净回流，月中央行开展 5000 亿 MLF 操作，税期后持续开展 7 天逆回购缓解短期流动性压力。下旬易纲行长在金融街论坛发言引发市场对明年货币政策边际收紧的预期，考虑到年内经济基本面仍在修复，货币政策保持中性概率较大。综合来看，10 月债券供给不构成资金面走向的主要逻辑，缴税走款成为导致资金面波动的主要矛盾。

2. 债券供给及财政存款

11 月债券供给压力缓解较为确定；地方政府债已经发行完毕，往年虽然财政部年底提前下达第二年专项债额度，但债券发行不会提前，预计年内地方政府债发行告一段落；从 2020 年赤字规模和国债到期规模推算 11、12 月国债发行规模约为 1.4 万亿左右，平滑国债发行节奏后，11 月国债发行规模约为 7 千亿左右。11 月随着宏观经济逐渐向全面复苏转变，政策性银行逆周期调节的幅度和必要性均减少，预计 11 月政策性银行净融资额将维持在 2 千亿左右，以支持政策性金融机构扶持企业生产经营，从 11 月到期政金债规模推算，11 月政金债发行额度将维持在 3 千亿左右；因此 11 月债券供给压力明显缓解，资金面利率下行空间打开。

三季度基建投资增速明显不及预期，央行财政存款账户高增同样印证了财政支出进度不达预期，根据财政部数据，截止三季度末，实行直达基层的 1.7 万亿财政资金中，已有 1.5 万亿元下达到资金使用单位，形成实际支出 1 万亿，可见虽然资金已直达基层，但实际支出过程仍有一定的滞后；因此虽然国常会强调抓好财政资金直达机制落地，但预计对财政支出节奏影响不大， 预计 11 月财政支出将出现季节性回升，财政存款下达至银行体系，有助于资金面边际宽松，但幅度有限。

图1：预计 11 月财政支出季节性回升



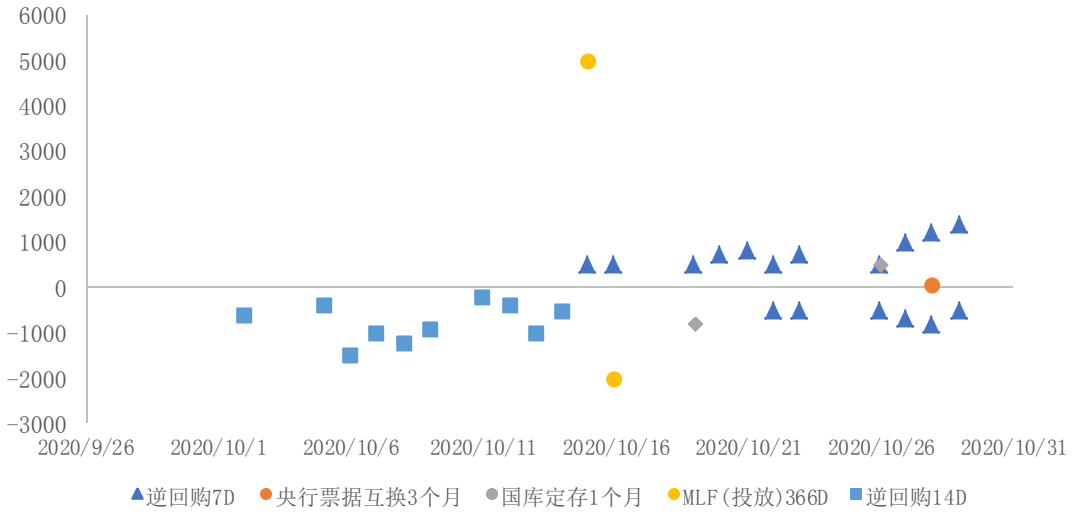
资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 外汇占款及公开市场、再贷款、再贴现操作

10 月下旬金融街论坛易纲行长重提“货币总阀门”，货币供给增长需回归潜在的名义经济增长速度，再次释放货币政策正常化信号，10 月央行公开市场操作也显示了流动性投放意愿较弱，除月中超额续作 MLF 外，仅在下旬通过 7 天逆回购缓解银行间缴税走款导致的紧流动性，对于央行而言，保持资金面紧平衡，保持央行在资金融通中处于有利位置，保持货币市场利率对央行公开市场操作的敏感度，更有助于货币政策传导和提高政策效果；因此我们认为在 11 月资金面压力边际缓解的背景下，央行公开市场操作或更偏克制；而在货币政策回归常态化的基调下，通过再贷款、再贴现、降准等释放流动性的可能性极低；**因此展望 11 月央行公开市场操作或成为影响银行间市场流动性的主要矛盾。**

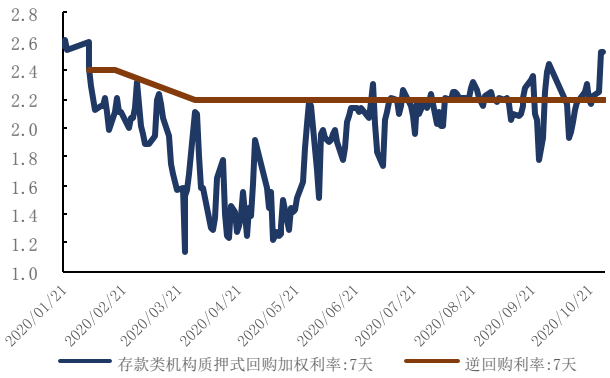
10 月 27 日央行要求各银行估算人民币中间价时去除“逆周期因子”，这也意味着市场供求成为汇率的主要决定因素；上一次央行暂停使用逆周期因子是在 2018 年 1 月，彼时人民币汇率升值预期较浓，直到 3 月前人民币兑美元单边汇率升值或震荡，相应的央行账户外汇占款小幅回升，但均不超过百亿，因此在当下时点，人民币汇率处于升值区间，央行再次退出逆周期因子， **11 月外汇占款或出现回升，但幅度不大，对银行间流动性的负面影响较小。**

图2：10 月央行公开市场操作一览



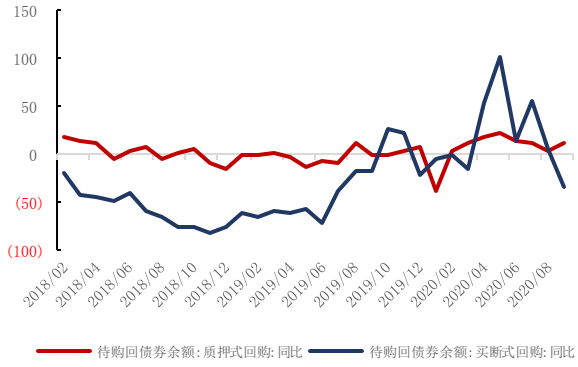
资料来源：wind，东兴证券研究所

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：债市杠杆增速继续回落



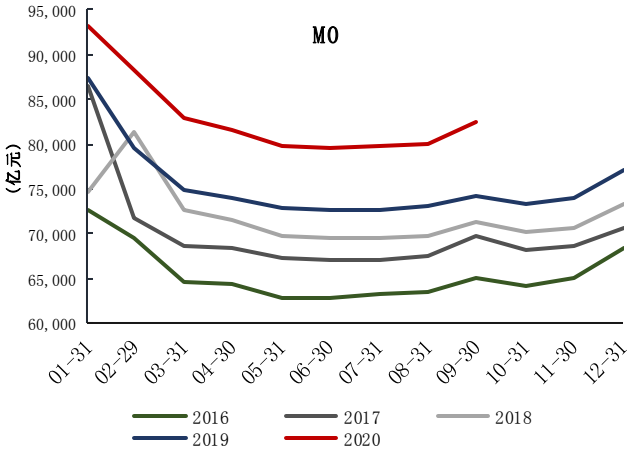
资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 流通中现金

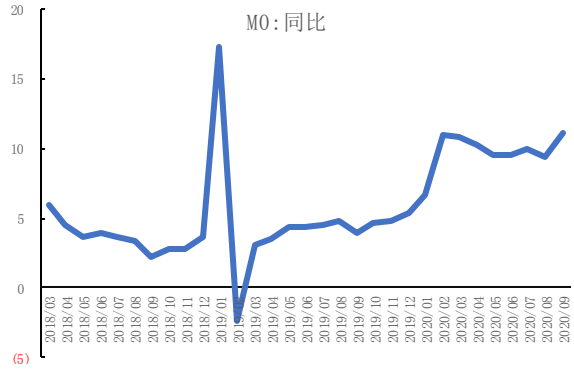
今年以来受疫情影响，春节后流动中现金回流银行系统明显放缓，表现为 M0 增速持续较高，9 月伴随双节假期到来，居民提现需求再度回升；随着 4 季度实体经济向全面复苏推进，尤其随着居民端消费加快复苏，经济内生修复动力加强，生产和消费活动回暖，货币流动速度加快，流通中现金或将加速回归至银行体系内，即居民避险型现金需求减少，现金越来越多转变为银行存款，从而增加银行体系可用资金，缓解银行间流动性紧缺的状况，从历史表现来看，每月现金回流规模约在 1 千亿左右，对流动性压力的缓解幅度也有限。

图5：假期效应 10 月初现金提现需求高

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



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 11 月资金面压力边际缓解

站在当下时点，11 月资金面压力将出现边际缓解的趋势；一方面地方政府债券发行完毕，债券供给压力大幅缓解，虽然国债发行量依然较大，但债券总供给仍然较前期大幅收窄，另一方面，现金回流、财政资金需加快支出、现金加速回流等因素亦对银行间流动性形成支撑；综合来看，11 月利多资金面因素较多；**但同时也无需对资金面流动性过于乐观**，首先，现金回流对流动性贡献有限，受基建项目需求较少、财政预算支出节奏一般较为稳定影响，4 季度财政存款减少幅度、财政支出节奏不会太快，财政存款对流动性的贡献亦有限；最后当前国内货币政策基调回归正常化，从央行角度出发，保持货币市场资金利率紧平衡可提高银行及金融体系对货币操作的敏感度，有助于央行更好的发挥货币政策的调控作用， 因此在资金面流动性宽松预期较强的背景下，公开市场操作或更为克制，因此资金利率下行空间较难打开。此外年末银行结构性存款压降的压力仍在，同业存单利率存在继续向上的空间，相对前期而言，上升空间有限。

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：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”	2020-09-30

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