信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

9 月超储率或回升至 1.4%　10 月政府存款扰动资金面仍需央行呵护

2020 年 10 月 10 日

李一爽　分析师

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽　　分析师
执业编号：S1500520050002
联系电话：+86 18817583889
邮　箱：liyishuang@cindasc.com

周俚君　　联系人
联系电话：+86 13636449361
邮　箱：zhoulijun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

10 月流动性展望

2020 年 10 月 10 日

本期内容提要

- 9 月央行态度略有缓和，月初即进行流动性净投放，并大规模超额续作 MLF，在中上旬维持宽松，隔夜利率一度降至 1.5%以下；尽管此后随着跨季因素影响，资金面有所收紧，但在央行持续进行 14 天逆回购的影响下，资金面再度转松，月内资金利率大幅回落，月底跨季资金利率有所走高，但整体仍实现平稳跨季。另一方面，同业存单利率中上旬继续抬升，在 15 日当周超额续作 MLF4000 亿后，存单利率一度有所企稳，但随后再度上行。大行在 MLF 大额投放后负债压力有所缓解，但结构性存款压降对中小行的影响仍存，且需求端仍偏好短期限产品，同业存单呈现出期限利差扩大以及大小行利差扩大的新特征。同时 DR007 与 R007 利差仍有所扩大，资金利率分层现象仍存。根据上月测算，在季末财政支出力度加大，叠加 9 月央行大量流动性净投放，预计 9 月超储率或将回升至 1.4%；但相比近五年 9 月超储率均值 1.6%仍然偏低。

- 从五因素对流动性的影响分析，预计 10 月 M0 将季节性回落带动货币发行减少约 1700 亿元，在 10 月仍不降准的情况下预计缴准基数季节性回落使法定准备金减少近 1300 亿元，均将对流动性带来正面影响。预计 10 月外汇占款或小幅流出 50 亿元，规模较小，对流动性的负面影响不大。此外，考虑 10 月为税收大月，叠加 10 月政府债券净供给压力仍不小，尽管预计财政支出力度将明显高于历史同期，但或仍将增加约万亿政府存款，对流动性产生较大负面影响。

- 而在货币政策工具方面，10 月共有 2000 亿 MLF 与 7700 亿逆回购到期；其他货币政策工具方面，根据此前测算预计 10 月或将有第三批万亿再贷款再贴现释放近千亿流动性，且央行将于 10 月购买普惠小微信用贷支持工具三季度发放的相关贷款，预计释放流动性约 1700 亿元。**我们对央行 10 月货币政策工具操作作四种假设，即等额续作 MLF 及逆回购以及超额投放 MLF 及逆回购 2000 亿、6000 亿、8000 亿，对应 10 月超储率分别为 1.2%、1.3%、1.4%、1.5%。总体来看，10 月政府存款季节性回升将成为流动性负面影响的最大扰动项，而央行超额投放 MLF 及逆回购 2000-4000 亿概率较大，10 月超储率或在 1.3%-1.4%区间，仍处于相对较低水平，资金面或将维持紧平衡状态；若央行 10 月仍不降准，存单利率或将维持高位震荡。**

- **从 10 月流动性主要变化时点来看，月初资金面或将维持宽松；中旬缴税缴款双重压力带来较大流动性需求，资金面或偏紧；下旬将在财政集中投放背景下再度转松。**10 月节假日结束后虽面临大额逆回购到期，但考虑月初通常资金需求较小，且根据上述测算全月缴准随缴准基数回落约 1300 亿，上旬缴准考核或释放小规模流动性，月初流动性需求较小，资金面或整体偏宽松。10 月中旬政府债券缴款规模相对较大，叠加 15 号为税期截止日，10 月为缴税大月的背景下，缴款缴税双重压力使得中旬流动性需求较大，资金面或将趋紧，在缴准考核仅释放小规模流动性的基础上，央行超额续作 MLF 概

率较大。10 月下旬政府债券缴款规模大幅回落，除缴准考核或适度释放流动性外，月末财政集中投放也将进一步带来流动性供给，下旬流动性需求较小，资金面或将由紧转松。

目 录

一、九月平稳跨季，存单利率仍然维持高位，超储率或回升至 1.4%.....1
1.1 9 月在央行大规模超额续作 MLF 且自中旬连续投放 14D 逆回购的背景下平稳跨季1
1.2 季末财政支出力度加大叠加央行大规模超额续作 MLF 投放流动性，9 月超储率或回升至 1.4% 3
二、10 月政府存款大增仍影响流动性，仍需央行净投放.....4
2.1 假日结束后 10 月 M0 将季节性回落，对流动性影响偏正面 4
2.2 10 月缴准基数季节性回落或将释放部分流动性 5
2.3 10 月外汇占款对流动性影响较小.....6
2.4 政府债券 10 月供给压力仍然不小，叠加税收大月将共同带动政府存款大幅增加 ..6
2.5 10 月政府存款大增仍影响流动性，仍需央行适度净投放 9
三、10 月中旬缴税及缴款压力叠加，流动性需求较大，资金面或偏紧；下旬缴款规模回落、财政集中投放，资金面或将由紧转松.....10
风险因素.....11

图 目 录

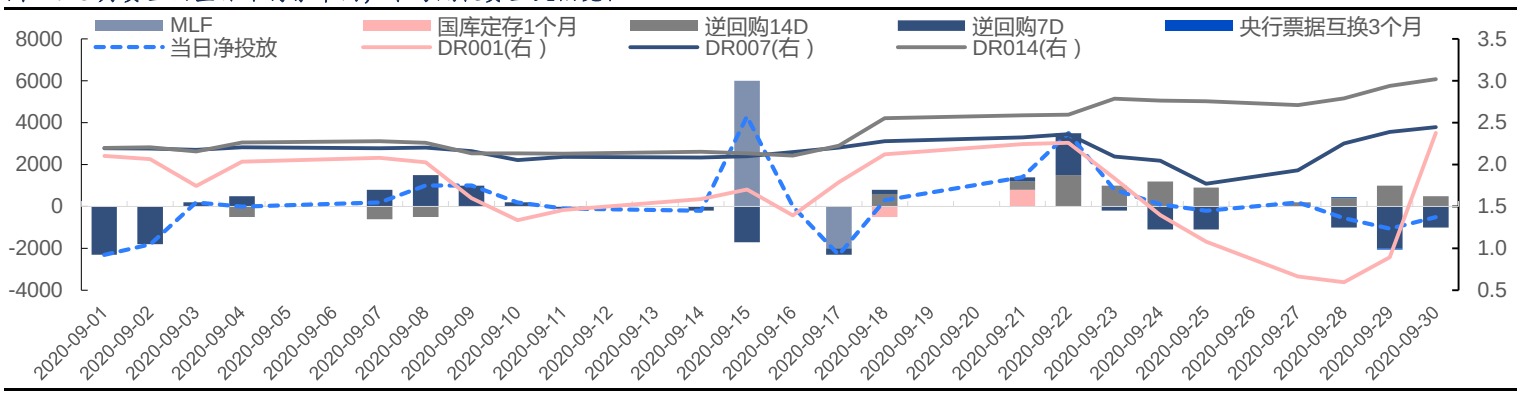
图 1：9 月资金面整体维持紧平衡，下旬隔夜资金大幅宽松 1
图 2：1 年期同业存单的认购率在 9 月后出现了回落.....2
图 3：9 月 MLF 超量续作后，国有行与中小行存单发行利差扩大 2
图 4：9 月 DR007 中枢较上月小幅回落，跨季资金波动加大 3
图 5：9 月银行与非银资金价差小幅走扩.....3
图 6：9 月央行或净投放流动性约 4900 亿元，预计 9 月超储率回升至 1.4%.....3
图 7：9 月超储或将回升至 1.4%左右 4
图 8：10 月 M0 带动货币发行季节性回落 4
图 9：预计 10 月企业存款季节性回落近去年同期水平.....5
图 10：预计 10 月居民存款季节性回落至历史均值水平 5
图 11：10 月缴准基数季节性回落 6
图 12：10 月政府债券净融资规模环比下滑，但压力仍不小.....7
图 13：广义财政收入完成占比接近去年同期水平，支出仍相对较低.....8
图 14：1-8 月广义财政各项收支累计占比与近三年均值比较.....8
图 15：广义财政收入分项各月完成预算占比与近三年均值之差 8
图 16：广义财政支出分项各月完成预算占比与近三年均值之差 8
图 17：10 月央行操作净投放规模假设及对应超储率变化 9
图 18：10 月流动性主要变化时点（蓝色字体代表流动性投放；红色字体代表流动性回笼）10

一、九月平稳跨季，存单利率仍然维持高位，超储率或回升至 1.4%

1.1 9 月在央行大规模超额续作 MLF 且自中旬连续投放 14D 逆回购的背景下平稳跨季

9 月在央行大规模超额续作 MLF 且自中旬连续投放 14D 逆回购的背景下平稳跨季。9 月央行态度略有缓和，央行月初即进行流动性净投放，并于月中超额续作 MLF4000 亿元，资金面在中上旬维持宽松，隔夜利率一度降至 1.5%以下；此后尽管在跨季因素影响下，资金面有所收紧，但在央行持续展开 14 天逆回购的背景下，资金面再度转松，月内资金利率大幅回落，隔夜利率创下年内新低至 0.60%；月底跨季资金利率有所走高，但整体仍实现平稳跨季。

图 1：9 月资金面整体维持紧平衡，下旬隔夜资金大幅宽松



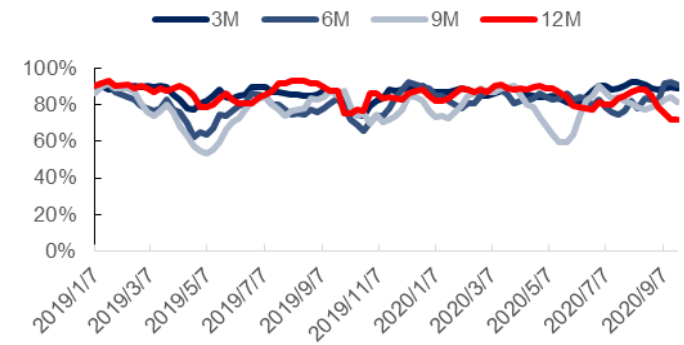
资料来源：万得，信达证券研发中心

同业存单利率中上旬继续抬升，在 15 日当周超额续作 MLF4000 亿后，存单利率一度有所回落，但随后再度上行，并呈现出期限利差扩大以及大小行利差扩大的新特征。从供给端来看，自 8 月中旬 MLF 超量续作以来，国有行同业存单发行规模已显著回落，说明其稳定流动性的缺口已经得到了补充，但在超储率仍然偏低的背景下，通过 MLF 补充负债缺口带来了资金成本的上行；但是结构性存款压降依然给部分股份行与城商行负债带来冲击，其存单发行仍然存在刚性的压力，且在未来流动性环境不确定性仍存的背景下，中小银行对于长期限存单的偏好上升。

从需求端来看，同业存单重要的需求方广义基金对于存单的配置力量受到限制，从二级交易数据上看，在 9 月后广义基金尤其是理财产品持续在二级市场净卖出存单，国有行反而成为同业存单的主要净买入方，而其本身就更多依靠成本较高的 MLF 补充流动性，其向中小行提供资金价格就需要更高的价格，再加上中小行存单刚性的发行压力，也使得 9 月中旬后大行与中小行存单利差扩大。另一方面，货币基金的规模在 4 月后持续下滑，理财产品老产品同样面临压降的压力，加上流动性环境的不确定性，这使得需求方更加偏好短期限存单，但供给方又更加偏好长期限的存单，1 年期存单认购率持续下滑，使得存单的期限利差上升，3-6 个月的存单利率在 MLF 续作后已经下滑，但是 1 年期存单利率反而再创新高。（详细分析参见报告《存

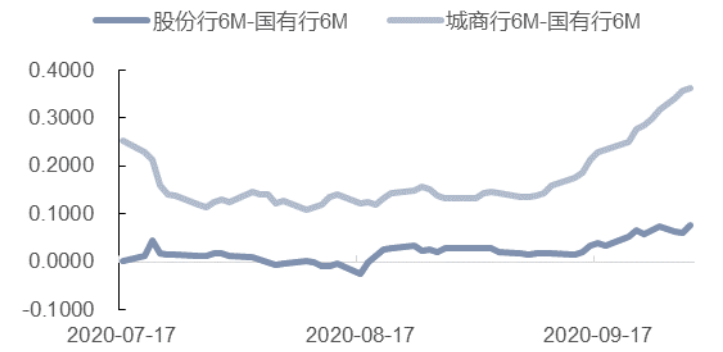
单利率对市场的压制还要持续多久？20200930》）

图 2：1 年期同业存单的认购率在 9 月后出现了回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

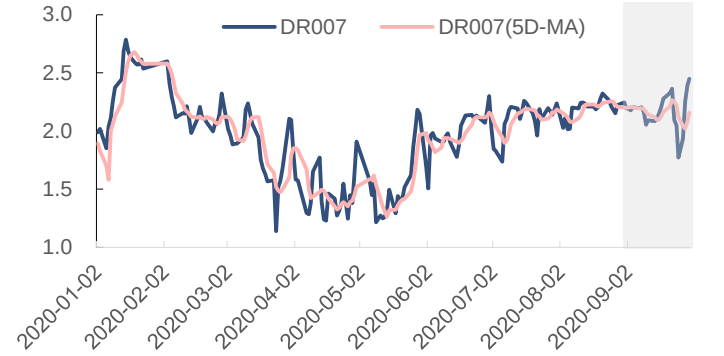
图 3：9 月 MLF 超量续作后，国有行与中小行存单发行利差扩大



资料来源：万得，信达证券研发中心

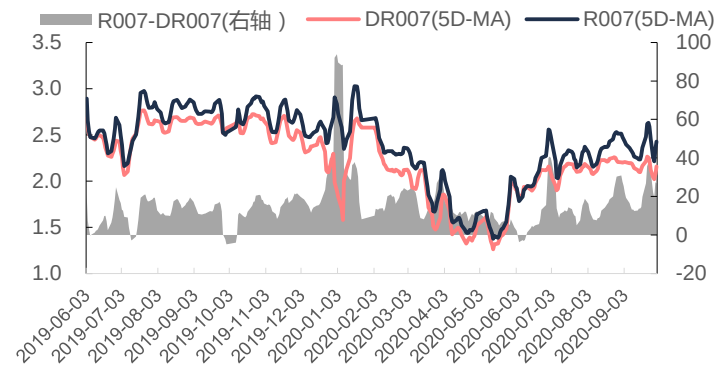
在银行负债压力下，资金融出意愿回落，银行与非银价差小幅走扩，资金分层压力仍存。9 月 DR007 价格中枢较 8 月下滑 2BP，而 R007 价格中枢较 8 月回升 2BP，R007 与 DR007 月均价差较 8 月继续小幅走扩，上升 4.36BP 至 22.23BP，资金分层压力仍存。具体来看，中上旬资金面较为宽松，银行与非银价差维持低位震荡；随后在跨季因素影响下，资金面有所收紧，而银行负债端压力仍然较大，资金融出意愿进一步回落，非银价差快速升至 61BP；而后在央行持续净投放下，资金面明显宽松，R007 与 DR007 价差持续回落甚至倒挂，但在月末流动性回笼背景下，非银价差随着资金价格再度回升至 62BP。在流动性整体维持紧平衡的状态下，银行负债端压力使得 R007 与 DR007 价差波动被进一步放大。

图 4：9 月 DR007 中枢较上月小幅回落，跨季资金波动加大



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：9 月银行与非银资金价差小幅走扩



资料来源：万得，信达证券研发中心

1.2 季末财政支出力度加大叠加央行大规模超额续作 MLF 投放流动性，9 月超储率或回升至 1.4%

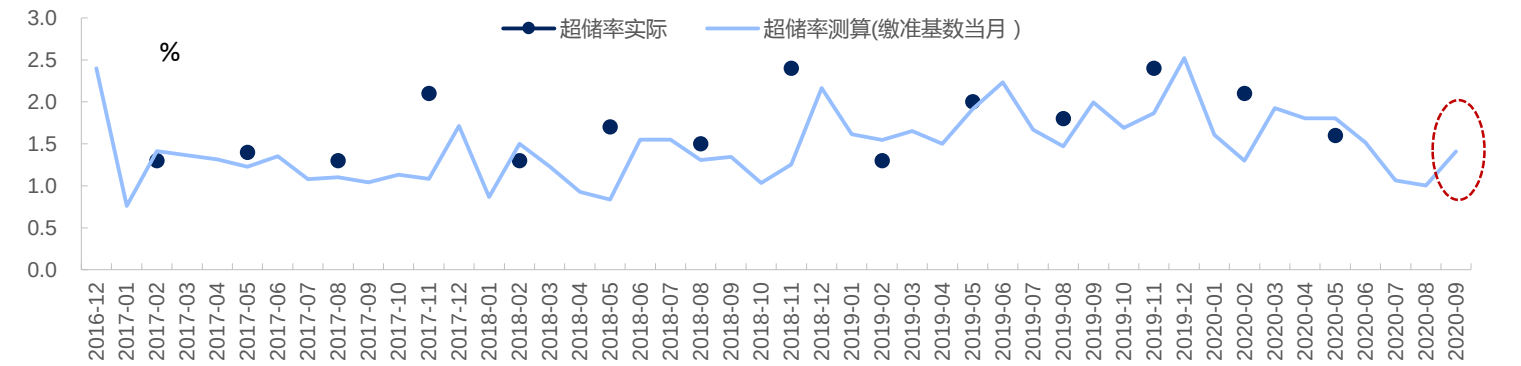
根据上月测算，在季末财政支出力度加大，叠加 9 月央行超额 4000 亿元续作 MLF 的背景下，预计 9 月超储率或将回升至 1.4%。具体来看，9 月货币发行将季节性回升约 1500 亿元，同时缴准基数的增加或将导致法准增加近 1700 亿元，均对流动性产生负面影响；而尽管 9 月政府债券净供给压力仍然较大，但季末财政支出力度加大，且 9 月并不是税收大月，政府存款或将减少近 7000 亿元，同时央行超额 4000 亿元续作 MLF，考虑 9 月再贷款再贴现或再投放 1000 亿元流动性，则 9 月流动性或将增加约 8400 亿元，对应超储率约为 1.4%，但相比近五年 9 月超储率均值 1.6%仍然偏低。

图 6：9 月央行或净投放流动性约 4900 亿元，预计 9 月超储率回升至 1.4%

环比变化	负债端			资产端						流动性变化	超储率（估计值）
	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)						
	货币发行	法定准备金	政府存款	外汇	对其他存款性公司债权						
	M0 + 库存现金	法定准备金	财政收支 + 政府债券净融资	外汇占款	MLF到期+TMLF到期+再贷款再贴现	逆回购投放	逆回购到期	MLF续作	央行政策操作汇总		
7月	-246	-2110	4305	-19	-6295					-8262	1.1%
8月	268	1640	5235	-38	5991					-1191	1.0%
9月（E）	1500	1734	-6789	-100	-1000	24700	24800	6000	4900	8356	1.4%

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：9 月超储或将回升至 1.4%左右



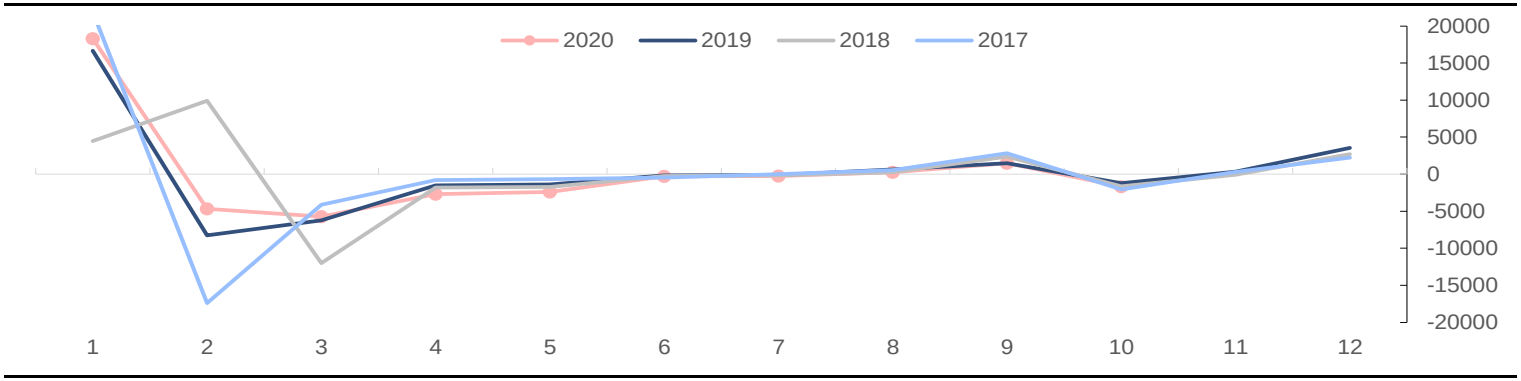
资料来源：万得，信达证券研发中心

二、10 月政府存款大增仍影响流动性，仍需央行净投放

2.1 假日结束后 10 月 M0 将季节性回落，对流动性影响偏正面

央行负债端货币发行由流通中的现金（M0）与银行库存现金组成，货币发行的变动主要与私人部门提现需求变化有关，通常于节假日前后及年末会有较大波动。从近几年货币发行变动来看，9 月或因中秋与国庆节前通常有提现需求而出现季节性回升，但随着假期在 10 月上旬结束，10 月将迎来部分现金回流，进而出现回落。根据近三年货币发行环比变动情况估计，预计 9 月或将回升 1500 亿元，对流动性影响偏负面；而 10 月则将季节性回落近 1700 亿元，接近近三年同期平均值水平，对流动性影响偏正面。

图 8：10 月 M0 带动货币发行季节性回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

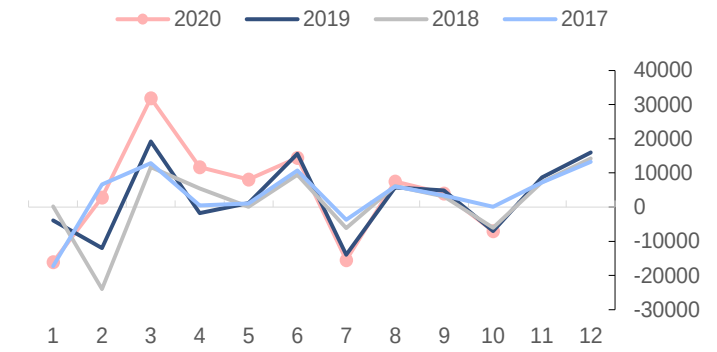
2.2 10 月缴准基数季节性回落或将释放部分流动性

截至 8 月底，2020 年新增人民贷款累计达 14.36 万亿，根据 7 月陆家嘴论坛中易纲行长提及全年新增人民币贷款近 20 万亿假设全年新增人民币贷款 19.5 万亿，则 9 月至 12 月新增人民币贷款或为 5.14 万亿，仅较去年同期多增约 2600 亿元，随着下半年信贷投放节奏放缓至与经济复苏节奏相匹配，剩余月份存款变动或将回归正常节奏，且与去年同期水平较为接近。**预计 9 月企业存款将小幅回落至 4000 亿左右，接近近三年同期均值水平，略低于去年同期；10 月企业存款将季节性回落至低点，或较接近去年同期水平约为-7000 亿元。**

非银存款方面，上月我们预计 8 月、9 月“存款搬家”现象较难持续，非银存款较难出现同比大幅多增的情况，但由于考虑到 7 月进入“申请材料接收日”阶段的基金产品或将于 8 月、9 月逐渐成立发行，因而假设或仍将高于历史同期均值。但事实上，8 月或受非银贷款大幅回落影响，叠加市场持续呈震荡行情，非银存款为减少 2612 亿元，较去年同期及近三年均值均大幅回落。而**目前来看，9 月按认购起始日统计新成立基金发行份额约为 1800 亿份，接近 8 月 1900 亿水平，较去年同期 1330 亿份小幅回升；考虑 11 月美国大选前市场延续震荡行情概率较大，且假日前后通常呈现 9 月非银存款季节性回落，10 月非银存款季节性回升的情形，因此我们假设非银存款变动或接近历史均值水平，预计 9 月非银存款减少 8000 亿元，10 月非银存款或将新增近 7500 亿元。**

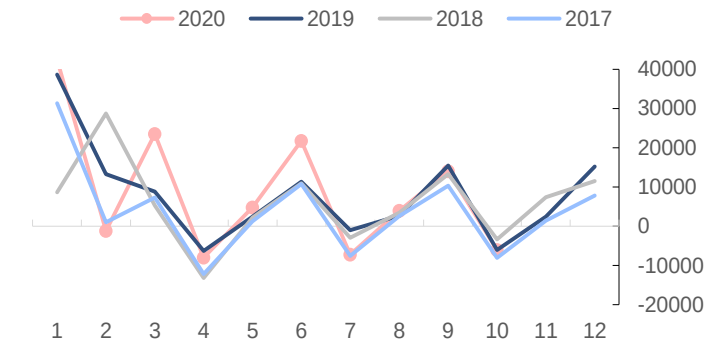
上月我们预计居民存款也将回归历史规律，8 月约为 3500 亿元，略低于实际值 3,973 亿元；随着新增人民币贷款放缓或将回归正常节奏，叠加 9 月市场延续震荡行情而 10 月市场或难出现大幅趋势性变动，非银存款变动或也将接近历史均值水平，因此**假设 9 月、10 月居民存款按季节性规律变动，分别为 14000 亿元、-6000 亿元。**境外存款通常变动较小，参考近三年历史均值及去年同期水平，**预计 9 月、10 月境外存款分别小幅回升 100 亿元、150 亿元，对基数变化影响较小。**

图 9：预计 10 月企业存款季节性回落近去年同期水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

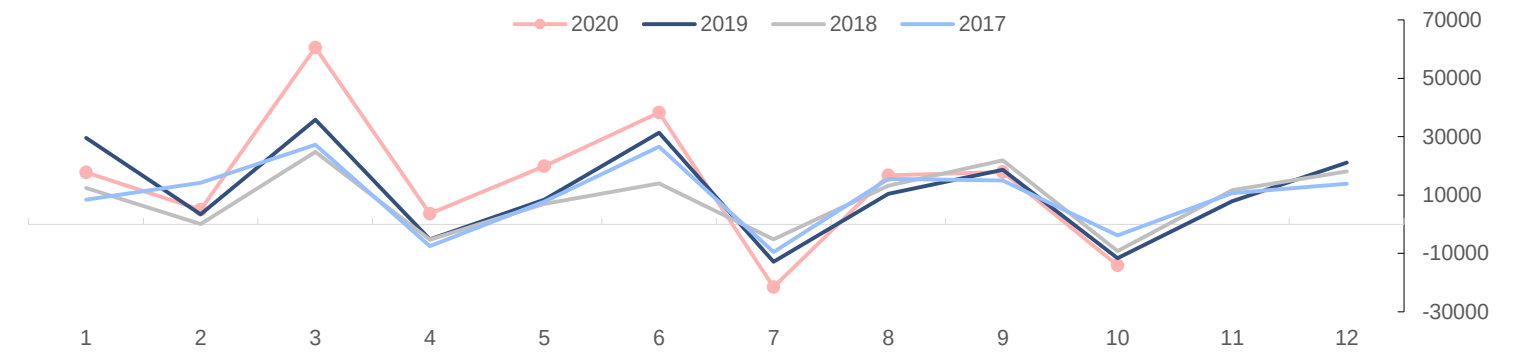
图 10：预计 10 月居民存款季节性回落至历史均值水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

综合来看，9 月缴准基数将继续小幅回升，变化规模或在 1.80 万亿左右，略低于去年同期；10 月缴准基数将季节性回落，预计变动规模约达-1.4 万亿，较去年同期下滑近 2500 亿元。**若 10 月央行不降准，则根据此前央行公布截至 2020 年 5 月末，金融机构平均存款准备金率为 9.4%，预计 9 月、10 月法定准备金变动分为为增加近 1700 亿元、减少约 1300 亿元，10 月缴准基数季节性回落使得缴准减少将对流动性产生正面影响。**

图 11：10 月缴准基数季节性回落



资料来源：万得，信达证券研发中心

2.3 10 月外汇占款对流动性影响较小

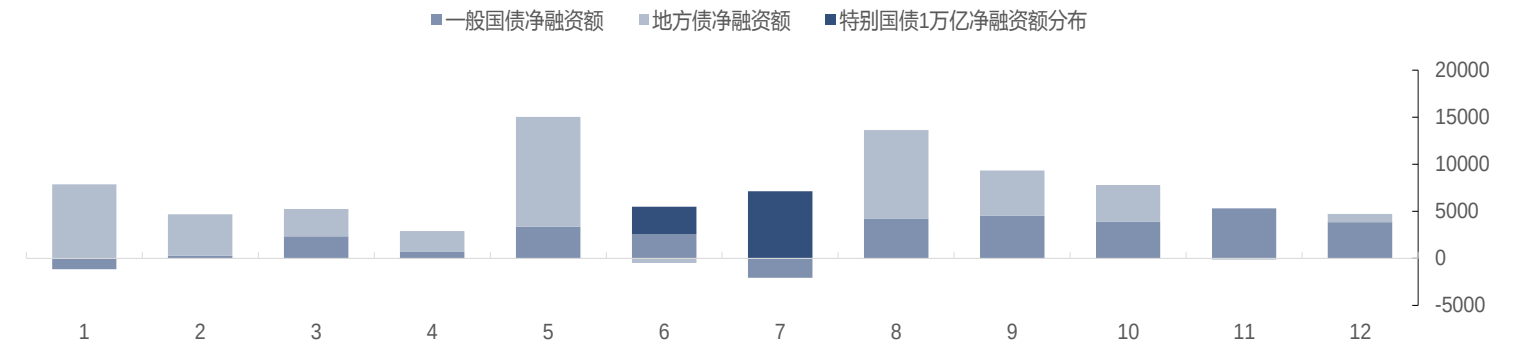
外汇占款方面，2017 年至 2019 年 10 月外汇占款环比变动分别为 21 亿元、-916 亿元、-6 亿元，考虑近期人民币或在美元反弹行情下维持震荡走势，外汇占款变动或更为接近 2019 年水平，预计 10 月外汇占款仍将小幅流出 50 亿元，对流动性影响较小。

2.4 政府债券 10 月供给压力仍然不小，叠加税收大月将共同带动政府存款大幅增加

10 月政府债券净供给环比下滑，但压力仍不小。截至 9 月底，按发行起始日统计，政府债券净融资额累计约达 6.75 万亿，10 月至 12 月仍有近 1.76 万亿规模。具体来看，四季度仍有近 2 万亿待发国债，根据财政部公布的第四季度国债发行计划，10 月共有 7 期记账式附息国债，6 期记账式贴现国债及 2 期储蓄式国债发行，目前已公布 2 期记账式附息国债发行额均为 720 亿元，2 期记账式贴现国债发行额分别为 350 亿元、500 亿元，以及 2 期储蓄式国债发行额分别为 300 亿元，根据 11 月及 12 月的国债发行分布，及 10 月至 12 月的政府债券到期情况（6106 亿元、5760 亿元、2366 亿元），预计 10 月国债发行额近 7800 亿元，国债净供给约 3900 亿。另一方面，截至 9 月底，地方政府新增债券仍剩余 4251 亿元待发，其中新增一般债约 407 亿元，新增专项债约 3845 亿元；尽管地方政府专项债要求力争 10 月底前发行完毕，但考虑其中有 2000 亿额度或拟用以补充中小银行资本金，而目前多数仍处于方案研究与制定中，仅少数实施方案起草完毕待上报银保监会，因此预计其他用途专项债额度 1845 亿元将于 10 月发行完毕，而用于补充中小银行资本金部分 10 月或发行千亿左右，新增一般债 10 月或

发行约 200 亿元。此外，考虑政府债券到期分布，剩余再融资债券约 7013 亿元或在 10 月发行近 3000 亿。综合来看，10 月政府债券净供给或略低于 8000 亿元，相比于 9 月 9300 亿元进一步下滑，但整体压力仍然不小。

图 12：10 月政府债券净融资规模环比下滑，但压力仍不小



资料来源：万得，信达证券研发中心

财政收支方面，此前我们预计随着经济生产活动的持续复苏，广义财政本级收入预算完成情况将继续改善；财政支出随着 7 月抗疫特别国债经历从发行至支出约 3 周左右时间后，也将支撑 8 月财政支出情况。

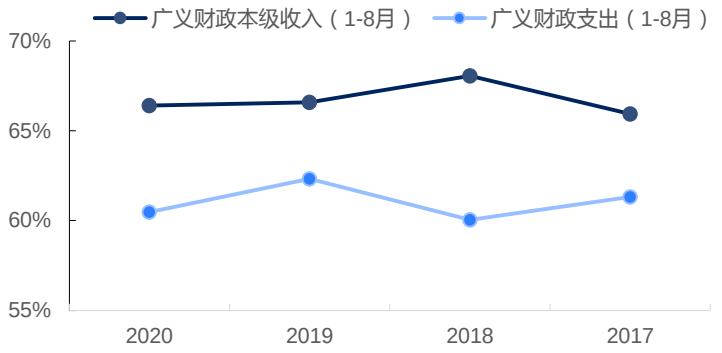
具体来看，根据此前测算假设 2020 年财政收支情况均能达到预算数水平，截至 8 月底，广义财政本级收入预算完成占比达 66.41%，仅较近三年历史均值低 0.45 个百分点，已接近去年同期水平（66.59%）；广义财政支出预算完成占比较近三年历史均值水平低 0.76 个百分点，较去年同期仍下滑近 1.86%，但相比 1-7 月水平已明显改善（1-7 月预算完成占比较去年同期低 2.50%）。

分结构来看，**财政收入方面，**尽管 1-8 月公共财政本级收入累计预算完成占比仍小幅低于近三年均值约 1%，但自 6 月以来公共财政本级收入当月预算完成情况已逐步改善，较历史均值水平均有所回升；此外，政府性基金本级收入仍是广义财政收入增量的主要贡献，1-8 月政府性基金本级收入预算完成占比达 58%，仍高出历史均值近 3%，但自 7 月以来政府性基金本级收入当月值较近三年均值之差逐渐下滑。**预计剩余月份随着经济持续修复，公共财政本级收入仍将继续改善，10 月作为税收大月，公共财政本级收入将季节性回升；而在当前房地产相关融资政策逐步收紧的背景下，土地收入或将有所回落进而拖累政府性基金本级收入增幅。**

财政支出方面，截止 8 月底，政府性基金支出预算完成占比达 60.40%，明显高于近三年均值约 7.85%，一方面与 2019 年政策要求明年“做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动”的背景下，2020 年专项债发行节奏再度前移，且资金跟着项目走，从发行到形成支出节奏明显提升所致；另一

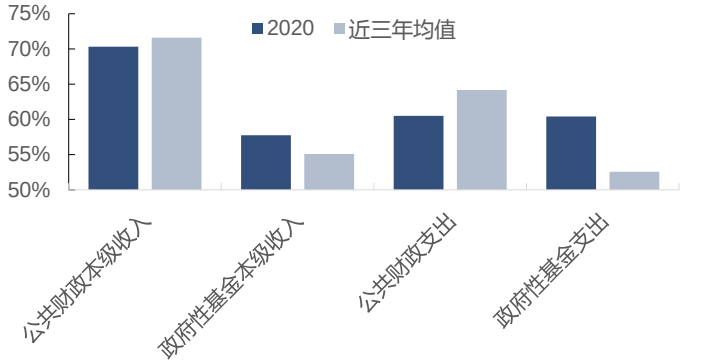
方面，7 月抗疫特别国债发行完毕，在资金直达转移机制下，抗疫特别国债债券资金由发行到支出周期缩短至 3 周左右，而万亿抗疫特别国债中有近七成转移至地方纳入政府性基金收入，进而支撑 8 月政府性基金支出当月预算完成情况仍高于历史同期。此外，公共财政支出 1-8 月预算完成情况低于近三年均值水平约 3.67 个百分点，较上月小幅下滑 0.16 个百分点，主要系 8 月公共财政支出预算完成情况较历史水平低所致，这或与 8 月为地方政府专项债发行腾挪空间后两周国债发行额大幅下滑以及一般国债由发行至支出周期相对抗疫特别国债较长有关。

图 13：广义财政收入完成占比接近去年同期水平，支出仍相对较低



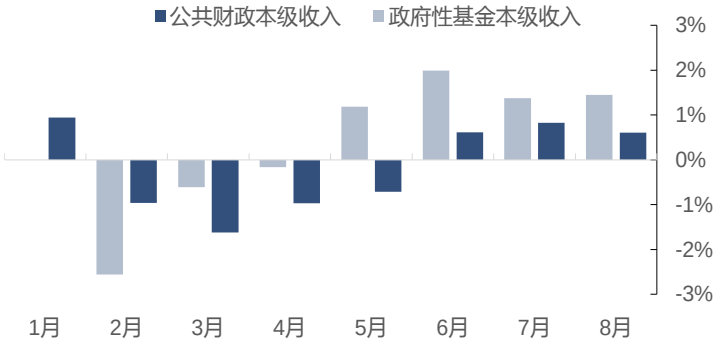
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：1-8 月广义财政各项收支累计占比与近三年均值比较



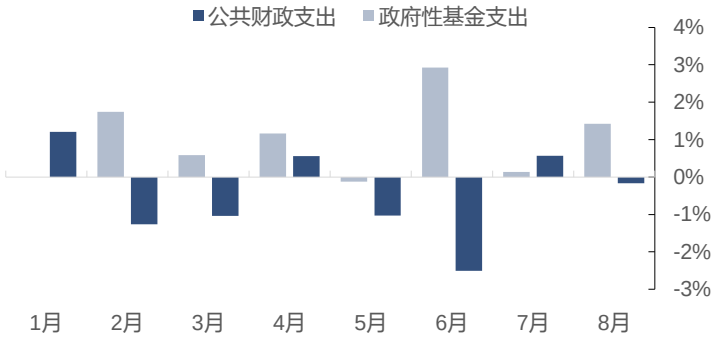
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 15：广义财政收入分项各月完成预算占比与近三年均值之差



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 16：广义财政支出分项各月完成预算占比与近三年均值之差



资料来源：万得，信达证券研发中心

若全年财政支出达到预算数水平，截至 8 月底，广义财政累计支出约 21.38 万亿，9 月至 12 月财政支出规模仍剩余近 13.98 万亿，较去年同期 12.44 万亿仍多出 1.54 万亿，根据 2017 年至 2019 年 9 月至 12 月财政收支占全年比例，预计 2020 年 9

月、10 月广义财政支出分别约为 3.88 万亿、2.31 万亿，高于近三年均值约 7700 亿、5800 亿；财政收支分别为-17000 亿元、2000 亿元。

整体来看，9 月政府存款或在季末财政支出大月的背景下减少近 7000 亿元，减少幅度高于近三年均值水平，对流动性产生正面影响；而 10 月作为税收大月，叠加仍有 8000 亿左右政府债券净供给，尽管预计财政支出力度将明显高于历史同期，但或仍将增加约万亿政府存款，对流动性产生较大负面影响。

2.5 10 月政府存款大增仍影响流动性，仍需央行适度净投放

公开市场操作方面，10 月共有 2000 亿 MLF 与 7700 亿逆回购到期；此外，10 月 19 日与 10 月 30 日分别有 800 亿元国库定存及 50 亿元央票到期，考虑央行通常等额续作国库定存及央票且到期规模较小，因此暂不考虑国库定存与央票到期的影响。其他货币政策工具方面，根据此前测算预计 10 月或将有第三批万亿再贷款再贴现释放近千亿流动性，且央行将于 10 月购买普惠小微信用贷支持工具三季度发放的相关贷款，预计释放流动性约 1700 亿元。

总体来看，10 月政府存款季节性回升将成为流动性负面影响的最大扰动项，若其他项均如前述预测，则 10 月超储率变动取决于央行政策操作净投放流动性规模的多寡。为此，我们对央行 10 月流动性净投放规模作四种假设——（1）若央行 10 月等额续作逆回购、MLF 等，考虑其他货币政策工具的情况下等同于净投放流动性约 2700 亿元，则对应银行间流动性减少约 5100 亿元，超储率回落至 1.2%；（2）若 10 月央行超额投放逆回购及 MLF 2000 亿，即实现流动性净投放约 4700 亿元，对应超储率为 1.3%；（3）若 10 月央行超额投放逆回购及 MLF 4000 亿，即实现流动性净投放约 6700 亿元，对应超储率为 1.4%，与当前估计的 9 月超储率水平较为接近；（4）若 10 月央行超额投放逆回购及 MLF 6000 亿，即实现流动性净投放约 8700 亿元，对应超储率为 1.5%。目前来看，**10 月央行超额投放 MLF 及逆回购 2000-4000 亿概率较大，10 月超储率或在 1.3%-1.4%区间，仍处于相对较低水平，资金面或将维持紧平衡状态。**

图 17：10 月央行操作净投放规模假设及对应超储率变化

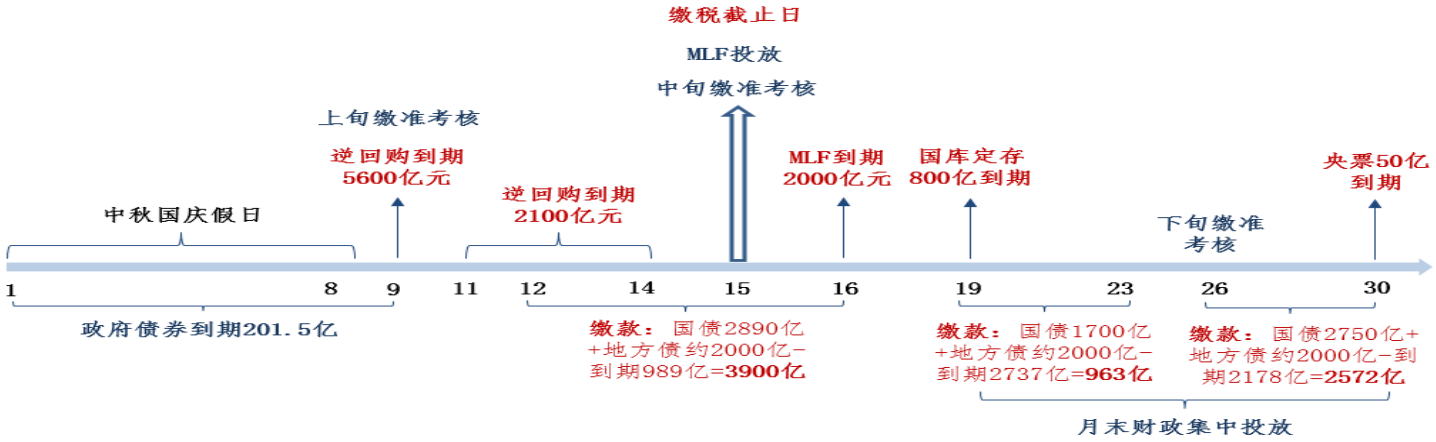
环比变化	负债端			资产端						流动性变化	超储率（估计值）
	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)						
	货币发行	法定准备金	政府存款	外汇	对其他存款性公司债权						
	M0 + 库存现金	法定准备金	财政收支 + 政府债券净融资	外汇占款	MLF到期+TMLF到期+再贷款再贴现	逆回购投放	逆回购到期	MLF续作	央行政策操作汇总		
10月（E--到期等额续作）1	-1700	-1380	10930	-50	735	7700	7700	2000	2735	-5166	1.2%
10月（E--超额投放2000亿）2	-1700	-1380	10930	-50	4700					-3200	1.3%
10月（E--超额投放4000亿）3	-1700	-1380	10930	-50	6700					-1200	1.4%
10月（E--超额投放6000亿）4	-1700	-1380	10930	-50	8700					800	1.5%

资料来源：万得，信达证券研发中心

三、10 月中旬缴税及缴款压力叠加，流动性需求较大，资金面或偏紧；下旬缴款规模回落、财政集中投放，资金面或将由紧转松

从 10 月流动性主要变化时点来看，月初资金面或将维持宽松；中旬缴税缴款双重压力带来较大流动性需求，资金面或偏紧；下旬将在财政集中投放背景下再度转松。10 月节假日结束后虽面临大额逆回购到期，但考虑月初通常资金需求较小，且根据上述测算全月缴准随缴准基数回落约 1300 亿，上旬缴准考核或释放小规模流动性，月初流动性需求较小，资金面或整体偏宽松。10 月中旬政府债券缴款规模相对较大，叠加 15 号为税期截止日，10 月为缴税大月的背景下，缴款缴税双重压力使得中旬流动性需求较大，资金面或将趋紧，在缴准考核仅释放小规模流动性的基础上，央行超额续作 MLF 概率较大。10 月下旬政府债券缴款规模大幅回落，除缴准考核或适度释放流动性外，月末财政集中投放也将进一步带来流动性供给，下旬流动性需求较小，资金面或将由紧转松。

图 18：10 月流动性主要变化时点（蓝色字体代表流动性投放；红色字体代表流动性回笼）



资料来源：万得，信达证券研发中心（政府债券缴款估计中，国债根据 10 月国债发行计划测算缴款时点，并按 2.2 中假设测算发行规模；地方债则假设剩下三周发行规模分别为 10 月地方债总发行规模的 1/3）

10 月央行大规模净投放 MLF 及降准概率仍然较低，存单利率或仍将维持高位震荡。从上述分析来看，10 月央行超额投放逆回购及 MLF 在 2000-4000 亿规模概率较大，对应超储率仍处于 1.3%-1.4%相对较低水平，若央行 10 月仍未降准，则流动性或将继续维持紧平衡状态。此外，央行三季度例会弱化了对冲疫情影响的表述，更加重视防风险和调结构；在针对疫情的应急措施逐步退出后，央行对于政策过度宽松带来的政策空间不足以及后遗症的担忧减弱，引导贷款利率下行仍是重要任务，这意味着货币政策年内直接转向紧缩的概率下降，未来更可能根据基本面变化微调。在货币政策方向不变，流动性维持紧平衡，股份行与城商行负债仍然短缺的情况下，2.95%的 MLF 利率在未来一段时间内可能仍将是一年期同业存单的下限，短期存单利率或仍将维持高位震荡。

综合来看，从五因素对流动性的影响分析，预计 10 月 M0 将季节性回落带动货币发行减少约 1700 亿元，在 10 月仍不降准的情况下预计缴准基数季节性回落使法定准备金减少近 1300 亿元，均将对流动性带来正面影响。预计 10 月外汇占款或小幅流出 50 亿元，规模较小，对流动性的负面影响不大。此外，考虑 10 月为税收大月，叠加 10 月政府债券净供给压力仍不小，尽管预计财政支出力度将明显高于历史同期，但或仍将增加约万亿政府存款，对流动性产生较大负面影响。

而在货币政策工具方面，10 月共有 2000 亿 MLF 与 7700 亿逆回购到期；其他货币政策工具方面，根据此前测算预计 10 月或将有第三批万亿再贷款再贴现释放近千亿流动性，且央行将于 10 月购买普惠小微信用贷支持工具三季度发放的相关贷款，预计释放流动性约 1700 亿元。我们**对央行 10 月货币政策工具操作作四种假设，即等额续作 MLF 及逆回购以及超额投放 MLF 及逆回购 2000 亿、6000 亿、8000 亿，对应 10 月超储率分别为 1.2%、1.3%、1.4%、1.5%。总体来看，10 月政府存款季节性回升将成为流动性负面影响的最大扰动项，而央行超额投放 MLF 及逆回购 2000-4000 亿概率较大，10 月超储率或在 1.3%-1.4%区间，仍处于相对较低水平，资金面或将维持紧平衡状态；若央行 10 月仍不降准，存单利率或将维持高位震荡。**

从 10 月流动性主要变化时点来看，月初资金面或将维持宽松；中旬缴税缴款双重压力带来较大流动性需求，资金面或偏紧；下旬将在财政集中投放背景下再度转松。10 月节假日结束后虽面临大额逆回购到期，但考虑月初通常资金需求较小，且根据上述测算全月缴准随缴准基数回落约 1300 亿，上旬缴准考核或释放小规模流动性，月初流动性需求较小，资金面或整体偏宽松。10 月中旬政府债券缴款规模相对较大，叠加 15 号为税期截止日，10 月为缴税大月的背景下，缴款缴税双重压力使得中旬流动性需求较大，资金面或将趋紧，在缴准考核仅释放小规模流动性的基础上，央行超额续作 MLF 概率较大。10 月下旬政府债券缴款规模大幅回落，除缴准考核或适度释放流动性外，月末财政集中投放也将进一步带来流动性供给，下旬流动性需求较小，资金面或将由紧转松。

风险因素

缴准基数中各项存款为存款类金融机构，不包括财务公司等，或存在低估；计算估计偏差

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，6 年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究 2016 年第一名、2017 年第四名。

周俚君，新加坡国立大学数量金融学硕士，曾供职于首席经济学家论坛从事宏观经济方向研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5% 之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。