东兴证券 DONGXING SECURITIES

资金面仍将延续“紧平衡”

——2020年10月货币市场流动性前瞻

2020 年 09 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：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

主要观点：

9 月资金面流动性维持紧平衡，7 天回购利率维持在 2.2%附近，国庆假期将至，跨季资金较为紧张，14 天期限回购流动性分层加剧；**债券供给压力、银行压降结构性存款压力大导致同业存单发行规模较大、财政支出节奏偏慢等因素均对资金利率形成压制**；9 月政府债加政策性银行债券发行规模接近 2 万亿，同业存单发行规模仍处高位，和财政存款高增长相比较，今年下半年以来财政支出进度较慢，宽松的财政政策仍有发力空间，财政存款对银行间流动性贡献不大；9 月央行公开市场操作净投放 2000 多亿元，维持资金面流动性紧平衡。

10 月资金面流动性压力仍大；从几大影响流动性的因素来看，10 月为财政支出季节性低点，但 10 月又为季初纳税缴款期，国债发行量仍大，**财政存款**将延续年内高增长，流动性继续回流至央行财政存款账户，对资金面流动性形成压制；居民和企业信贷需求依然稳健，信用扩张节奏不变，**法定准备金缴纳**难以出现边际变化，对流动性影响偏负面，但影响幅度较小；虽然疫情出现二次反复，海内外经济复苏趋势较为确定，预计 10 月贸易顺差延续高增长，人民币升值预期较强，但在央行逐渐减少外汇市场操作的前提下，**外汇占款**预计波动不大，难以对资金面流动性产生较大影响；10 月流动中现金预计回流千亿左右，对资金面流动性改善起到一定的正面作用。在超储率较低时，银行间流动性利率对央行货币政策操作更为敏感，随着回购利率回归政策利率附近，银行间杠杆增速回归常态，货币政策操作将更加灵活适度，保持流动性合理充裕，央行或将更倾向于通过中短期限公开市场操作灵活调控银行间流动性。

债券供给压力仍大，预计 10 月政府债加政策性银行债供给将超万亿。10 月底前地方政府债需发行完毕，结合历史政府债发行节奏，预计 10 月国债发行额度约为 6000 亿元左右，地方政府债仍有 7000 亿元待发行，政策性银行债券发行量大约在 2000 亿元左右，10 月债券供给压力仍大，银行结构性存款压降任务仍重，同业存单到期量较大，10 月同业存单发行规模仍大。因此从银行间流动性供给需求来看，10 月资金面仍将维持紧平衡，10 月海外市场不确定事件较多，当前超储率较低，资金面紧平衡，情绪冲击下资金面利率波动率可能有所加大。

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. 9 月货币市场流动性回顾

9 月资金面维持紧平衡，DR007 维持在 2.2%附近，受跨季影响，下半月 DR014 及 R014 攀升，中下旬的 1 月期回购利率中枢也有所上升，跨季资金较为紧张；与 8 月份相比，各期限流动性分层状况并未发生明显变化，月末较为抢手的 14 天跨季资金 DR 与 R 利差进一步扩大。9 月政府债加政策性银行债券发行接近 2 万亿，对银行间资金尤其是跨季资金形成压制，9 月同业存单发行规模仍在高位，发行利率持续上升，1 月期限同业存单利率几乎与 3 月期限同业存单利率持平。虽然过去几年 9 月一般为财政支出高点，但从金融机构

新增财政存款减去央行新增财政存款的历史数据来看，往年 9 月银行等金融机构财政存款大概率会回流至央行账户，9 月财政存款回流也对银行间流动性形成压制，此外，随着消费复苏，居民消费支出回升，流通中现金加速回流至金融系统、居民企业信用扩张背景下法定准备金缴纳等因素均对流动性形成压制。为维护季末流动性平稳，央行持续开展短期限逆回购操作，叠加两次 MLF 超额续作， 8、9 月央行分别实现净投放 6500 亿元、2400 亿元，资金面流动性持续改善。

2. 财政存款及债券供给

10 月地方政府债发行压力适中；2020 年地方政府一般债券额度为 9800 亿元，年内新增专项债限额为 3.55 亿元，截止 9 月底，新增政府专项债发行完成额为 33435 亿元，剩余额度为 4065 亿元，新增地方政府一般债券发行额为 9455 亿元，剩余限额为 345 亿元，财政部计划 10 月底前完成新增政府债券发行，10 月新增地方政府债发行量约为 4400 亿元。此外 2020 年地方政府再融资债券发行规模上限 18358 亿，截止 9 月，再融资债券发行额度达 13325 亿，剩余额度为 5033 亿元，根据 10 月到期政府债券推断，预计 10 月政府再融资债券发行额在 2000 亿元左右。**因此预计 10 月地方政府债供给约为 6400 亿元左右。**

受疫情冲击，今年财政赤字率为 3.6%以上，赤字规模约为 37600 亿元，剔除新增地方政府一般债 9800 亿元额度后，国债计划发行规模为 2.78 万亿普通国债+1 万亿特别国债，其中特别国债已经发行完毕，截止 9 月底，国债净融资额约为 2.47 万亿元，剩余净融资限额为 1.35 万亿元，考虑偿还额后，4 季度国债仍需发行 2.1 万亿元，**因此四季度平均每月仍有约 7000 亿元国债发行与供给。**

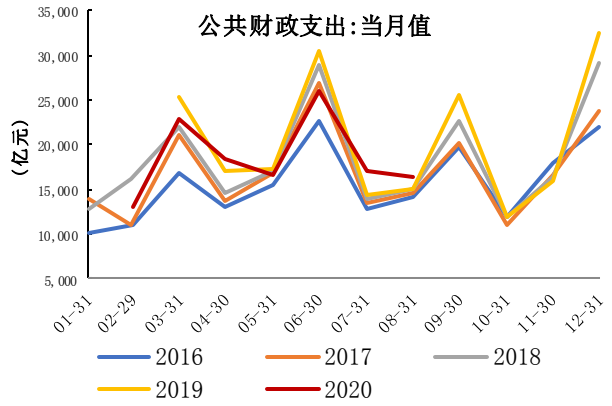
政策性银行承担部分补充货币政策工具的作用，政策性银行债券净融资额也具有一定的逆周期性，尤其是在今年以来央行减少直接向政策性银行发行的 PSL 的背景下，1-9 月政策性银行债发行量持续减少，净融资额从 7 月以来也在减少；10 月政策性银行债到期额仅 1000 亿元左右，**预计 10 月政策性银行债供给在 2000-3000 亿元左右。**

财政收支错位，季初缴税划款冲击财政存款；4 月以来财政存款增速持续上升，财政资金淤积于央行账户，国债发行叠加经济复苏财政收入回升，预计 10 月缴税与非税收入增长继续拉动财政存款回升；财政支出节奏较慢，财政政策空间仍存，预计 4 季度内财政支出加速，增速偏高，但考虑到 10 月为传统的财政支出低点，10 月财政收支差额将进一步扩大，拉升财政存款。综合以上因素，预计 10 月财政存款将增加 4000-6000 亿元左右，仍将对银行间资金供给和流动性形成压制。

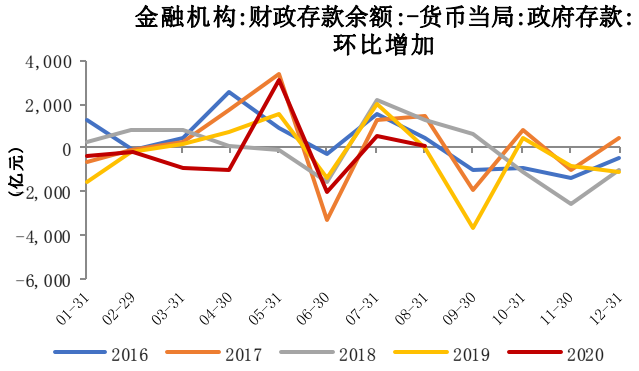
央行财政存款账户变动构成基础货币投放和收缩，但从历史数据来看，以金融结构财政存款余额和央行财政存款余额之差核算的其他存款性金融机构的财政存款数额规模较小，存在一定的季节性规律。一般 10 月银行等金融机构沉淀的财政资金规模很低，因此使用所有金融机构的财政存款变动来衡量央行通过财政存款进行的基础货币投放是恰当的。

图1：10 月为传统财政在支出低点

图2：存款性金融机构财政存款与央行财政存款差额不大



资料来源：wind，东兴证券研究所

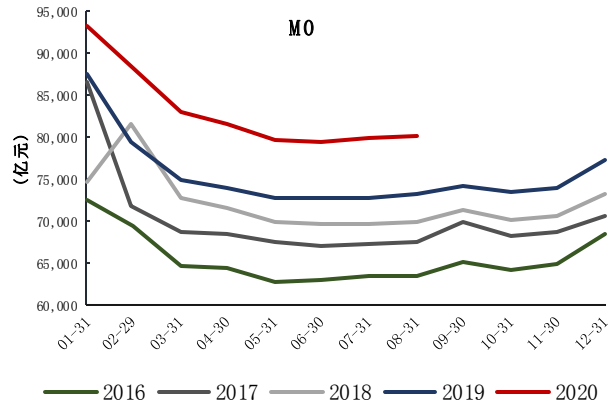


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 流通中现金

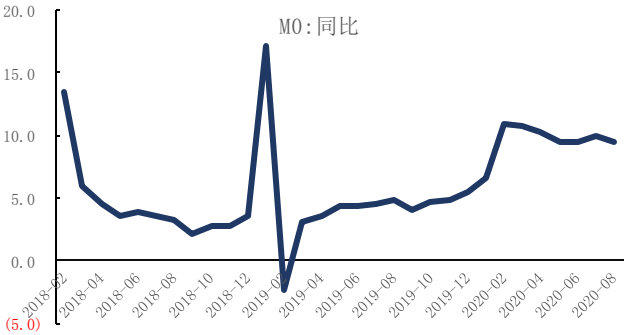
九月底十月初为传统国庆假期，企业居民提现需求提升，假期结束后现金也将流回金融体系，难以形成持续性扰动，受此影响，春节后现金回流明显慢于往年，M0 同比持续高增，78 月随着居民消费意愿回暖，货币流通速度加快，流通中现金回流，M0 增速有所下滑， 我们认为随着经济活动继续修复，居民消费支出持续回暖，10 月 M0 同比增速也将继续回落，**预计 10 月流通中现金回流约 1000 亿元左右，缓解资金面紧张局势**。

图3：假期效应 10 月初现金体现需求高



资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：经济复苏，现金加速回流金融体系



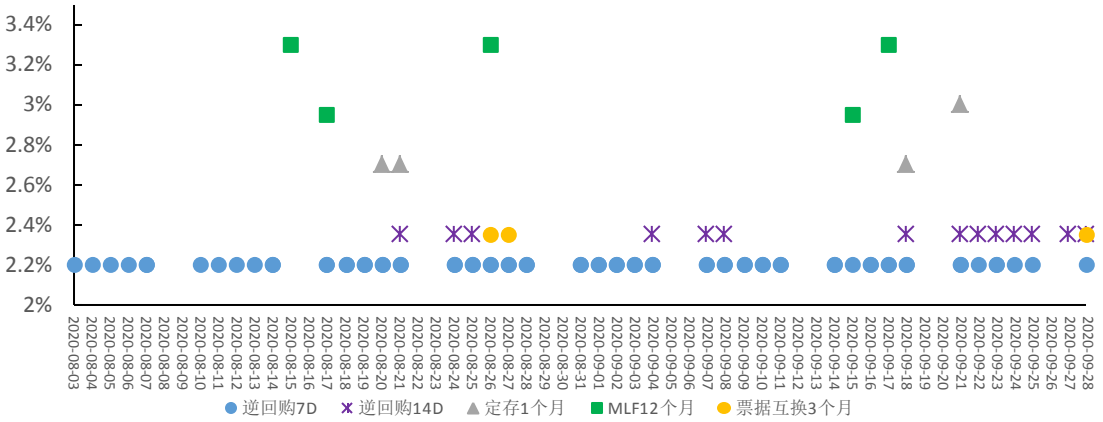
资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 外汇占款及公开市场及再贷款、再贴现操作

9 月欧美新增病例都有所反弹，但海内外经济复苏的趋势不变，在防疫物资出口额高增、其他国家市场份额向国内转移等因素加持下，国内出口韧性仍在，进口或受到海外疫情的扰动，10 月贸易顺差有望继续高增长；1 个月期限掉期率也显示人民币汇率升值预期较强；10 月海外市场面临的不确定性较大，美国总统大选将展开电视辩论，英国与欧盟贸易谈判阶段陷入僵局，欧洲二次疫情导致部分国家再次出台区域性封锁政策，外围市场不确定性加剧，人民币汇率波动率或有所加大。但近几年央行对外汇市场干预逐渐减少，货币政策定力仍足，以内为主，**预计 10 月外汇占款变化仍然不大，对银行间市场流动性影响不大。**

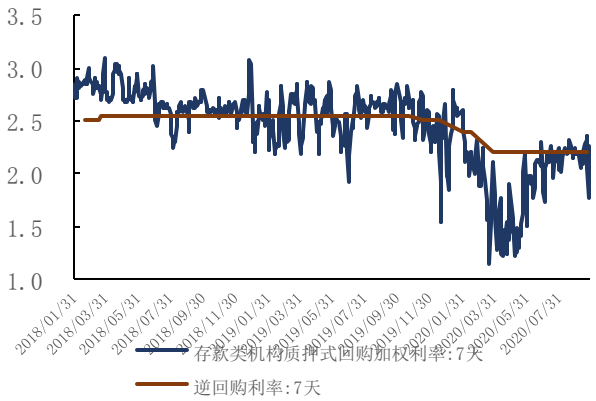
10 月公开市场操作到期压力适中，10 月 16 日有 2000 亿元 MLF 到期；央行 3 季度货币政策委员会表示“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，保持流动性充裕。”经济持续复苏，消费、制造业投资增速也逐渐回暖，部分高频数据显示工业生产环比有所回落，但同比增速仍实现增长，在此背景下货币政策仍存定力；5 月以来随着央行更加重视金融防风险，货币流动性也边际收紧，质押式、买断式回购债券余额同比增速也从高点回落，债市杠杆增速稳步回落，DR007 在 OMO 利率附近波动，政策利率较好的发挥了引导和信号的作用。我们认为下一阶段央行仍将坚持灵活适度的货币政策立场，信用端通过直达实体的货币政策工具继续调节中小企业融资与信用扩张，货币端继续使用短期限公开市场净投放灵活调控银行间流动性，充分发挥政策利率引导市场利率的作用；**预计 10 月央行净投放将维持在 3000 亿元左右。**

图5：89 月央行公开市场操作一览



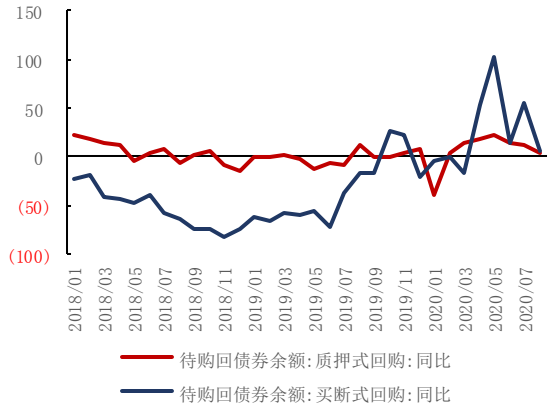
资料来源：wind，东兴证券研究所

图6：DR007 回升至政策利率附近



资料来源：wind，东兴证券研究所

图7：债市杠杆增速回落



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 10 月流动性延续“紧平衡”

10 月资金面流动性压力仍大；从几大影响流动性的因素来看，10 月为财政支出季节性低点，但 10 月又为季初纳税缴款期，国债发行量仍大，**财政存款**将延续年内高增长，流动性继续回流至央行财政存款账户，对资金面流动性形成压制；居民和企业信贷需求依然稳健，信用扩张节奏不变，**法定准备金缴纳**难以出现边际变化，对流动性影响偏负面，但影响幅度较小；虽然疫情出现二次反复，海内外经济复苏趋势较为确定，预

计 10 月贸易顺差延续高增长，人民币升值预期较强，但在央行逐渐减少外汇市场操作的前提下，**外汇占款**预计波动不大，难以对资金面流动性产生较大影响；10 月**流动中现金**预计回流千亿左右，对资金面流动性改善起到一定的正面作用。在超储率较低时，银行间流动性利率对央行货币政策操作更为敏感，随着回购利率回归政策利率附近，银行间杠杆增速回归常态，货币政策操作将更加灵活适度，保持流动性合理充裕，央行或将更倾向于通过中短期限公开市场操作灵活调控银行间流动性。

债券供给压力仍大，预计 10 月政府债加政策性银行债供给将超万亿。10 月底前地方政府债需发行完毕，结合历史政府债发行节奏，预计 10 月国债发行额度约为 6000 亿元左右，地方政府债仍有 7000 亿元待发行，政策性银行债券发行量大约在 2000 亿左右，10 月债券供给压力仍大，银行结构性存款压降任务仍重，同业存单到期量较大，10 月同业存单发行规模仍大。因此从银行间流动性供给需求来看，10 月资金面仍将维持紧平衡，10 月海外市场不确定事件较多，当前超储率较低，资金面紧平衡，情绪冲击下资金面利率波动率可能有所加大。

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：信用环境持续宽松，政府债券支撑社融—2020 年 5 月金融数据点评	2020-06-11
点评	东兴宏观：货币政策效果渐显，信用环境将持续宽松—2020 年 3 月金融数据点评	2020-04-12
点评	疫情导致短期信贷结构分化，降准降息仍可期——2020 年 2 月金融数据点评	2020-03-12
点评	稳总量，调结构与降成本——2019 年 4 季度货币政策报告点评	2020-02-20
点评	货币宽松效果初现，降息降准仍在路上——2019 年 12 月中国金融数据点评	2020-01-17
专题	政策回归稳增长，信用环境继续修复——2020 年货币及信用展望	2020-01-06

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