2020 年 09 月 20 日

“流动性”风险尚未解除

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）	杨飞（分析师）	马洁莹（联系人）
zhaowei1@kysec.cn	yangfei1@kysec.cn	majieying@kysec.cn
证书编号：S0790520060002	证书编号：S0790520070004	证书编号：S0790120080081

● **MLF 超额续作缓解市场担忧，然而流动性环境结构性紧张的问题继续扩大**

近期，央行超额续作 MLF，缓解市场担忧；然而，流动性环境结构性紧张加剧、“分层”继续凸显。8 月以来，央行加大公开市场投放、连续 2 个月超额续作 MLF，其中 9 月 MLF 净投放 4000 亿元，缓解市场对货币收紧的担忧。然而近期货币市场利率多数上涨，R007 与 DR007 利差，及城商行与国有大行存单利差均扩大。**流动性环境结构性紧张，部分缘于季末和债券供给等干扰，核心原因在于超储率过低下，机构负债端稳定性下降。**8 月银行超储率或在 1%附近，季末考核和国庆临近，及政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大资金压力。公开市场操作或有助于平抑资金短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。负债承压下，银行资金融出减少、甚至赎回资金，加大非银流动性压力，“负债荒”逐步凸显。

● **当前与 2017 年下半年有诸多相似，超储率低、防风险下流动性“分层”凸显**

当前与 2017 年下半年有诸多相似之处，超储率均较低，防范金融风险下中小银行和非银负债端压力上升。2017 年下半年，银行超储率大部分时候在 1.5%以下，叠加金融去杠杆影响，银行与银行、非银同业往来明显收缩，对同业负债较为依赖的中小银行和非银负债压力上升，央行主要通过逆回购、MLF 等补充流动性。**2017 年底公开市场操作、财政存款投放，并未明显缓解中小银行压力，同业存单等利率快速上升。**2017 年底，央行加大 14 天和 28 天逆回购投放、超额续作 MLF，叠加 12 月超 1.2 万亿元的财政存款投放，均一定程度缓解资金压力；但中小银行同业存单到期续发压力较大，同业存单净融资收缩的同时，发行成本“飙升”、3 个月利率大幅上行约 50BP，R007 与 DR007 利差一度扩大至接近 400BP。

● **以史为鉴，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，仍将对机构行为产生压制**

以史为鉴，流动性分层下，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，流动性环境中短期或易紧难松。银行负债端年内仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大；公开市场和财政存款直接投放对象以大行为主，而超储率过低下大行资金融出意愿下降，中小银行和非银风险容易上升。**中短期来看，流动性分层下“负债荒”或进一步凸显，仍将对机构行为产生压制。**伴随年底临近、资金压力上升，逆回购和 MLF 投放可一定程度补充银行资金缺口，但较难解决流动性“分层”，中小银行和非银“负债荒”或进一步凸显，使得债券市场“超调”风险上升。但中长期来看，债券配置价值已经在逐渐显现。

● **风险提示：**金融监管升级，存单利率超预期上行。

相关研究报告

《宏观经济专题-“微观大势”系列之二 汽车：拉动经济的“第三支柱”》-2020.9.16

《宏观深度报告-流动性“新知”系列之二：读懂流动性，从央行视角谈起》-2020.9.15

目　录

1、 “流动性”风险尚未解除 3
2、 研究结论：“负债荒”中短期或继续凸显，仍压制机构行为 8
3、 风险提示 8

图表目录

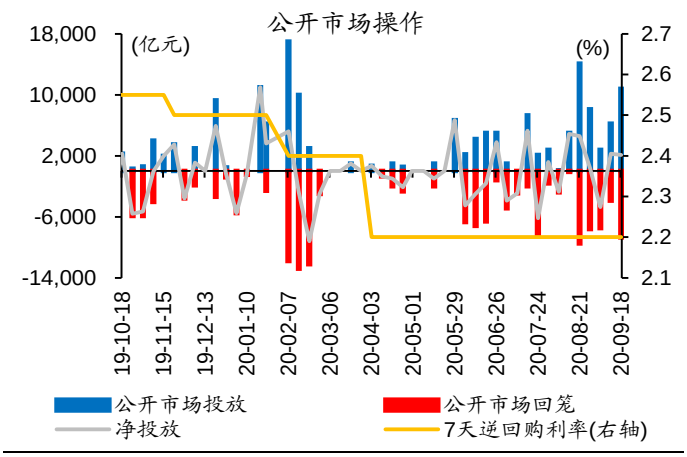
图 1: 近期，央行加大公开市场操作 3
图 2: 9 月 15 日 MLF 超额续作，国债期货明显上涨 3
图 3: 9 月中旬，R007 与 DR007 利差大幅走阔 3
图 4: 城商行与国有大行同业存单利率分化加大 3
图 5: 8 月以来，政府债券供给再度扩大 4
图 6: 9 月上旬以来，同业存单发行规模回升 4
图 7: 年内地方债和国债剩余额度约 2 万亿 4
图 8: 随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升 5
图 9: 9-12 月，中小银行同业存单到期压力较大 5
图 10: 2017 年资金成本抬升、套利空间收缩 5
图 11: 2017 年下半年超储率处于历史低位 5
图 12: 2017 年下半年银行对银行、对非银债权明显收缩 6
图 13: 2017 年下半年同业存单融资明显收缩 6
图 14: 2017 年底逆回购投放较大 6
图 15: 2017 年底财政存款投放较大 6
图 16: 2017 年 R007 利率波动明显大于 DR007 7
图 17: 同业存单利率明显抬升 7
图 18: 6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降 7
图 19: 年底临近，资金波动往往加大 7
图 20: 6 月以来，货币基金和债券基金份额明显回落 8
图 21: 2017 年底资金成本快速上升，导致债市调整 8

表 1: 9-12 月结构性存款压降有压力，尤其是中小银行 4

1、 “流动性”风险尚未解除

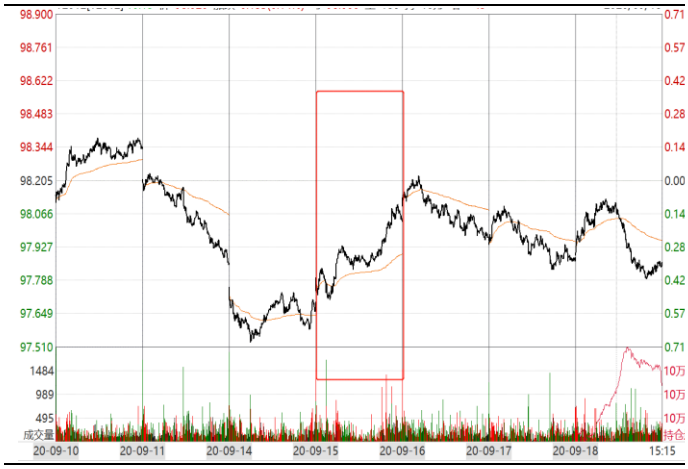
近期，央行加大公开市场操作，MLF 超额续作缓解市场担忧，债券收益率一度大幅下行。8 月中旬以来，央行加大公开市场投放、连续 2 个月超额续作 MLF；其中，9 月中旬 MLF 净投放 4000 亿元，帮助缓解市场对货币收紧的担忧。9 月 15 日 MLF 超额投放当天，债券收益率明显下行、国债期货震荡上涨，但受资金面压力上升等影响，随后几个交易日债市转向震荡走弱。

图1：近期，央行加大公开市场操作



数据来源：Wind、开源证券研究所

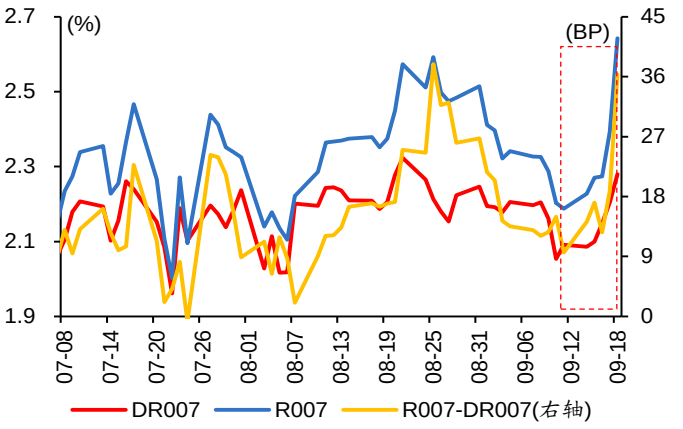
图2：9 月 15 日 MLF 超额续作，国债期货明显上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

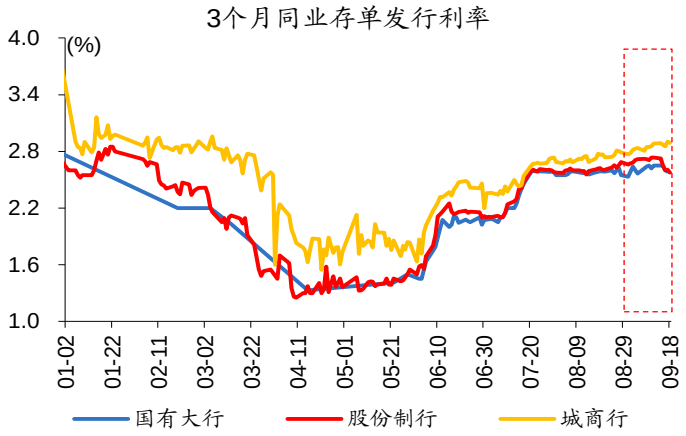
然而，流动性环境结构性紧张加剧、“分层”继续凸显，货币市场利率多数上涨，银行与非银等利差有所扩大。9 月中旬以来，货币市场利率多数上涨，21 天以内质押回购利率单周涨幅超过 45BP；其中，R001 和 R007 分别 9 月 11 日上涨 75BP 和 46BP 至 9 月 18 日的 2.26%和 2.64%，R007 和 DR007 利差再度扩大。不同期限同业存单发行利率总体变化不大，但不同银行分化加大，国有大行和股份制行同业存单利率略有回落、城商行小幅上升，使得城商行与国有大行同业存单利差进一步扩大。

图3：9 月中旬，R007 与 DR007 利差大幅走阔



数据来源：Wind、开源证券研究所

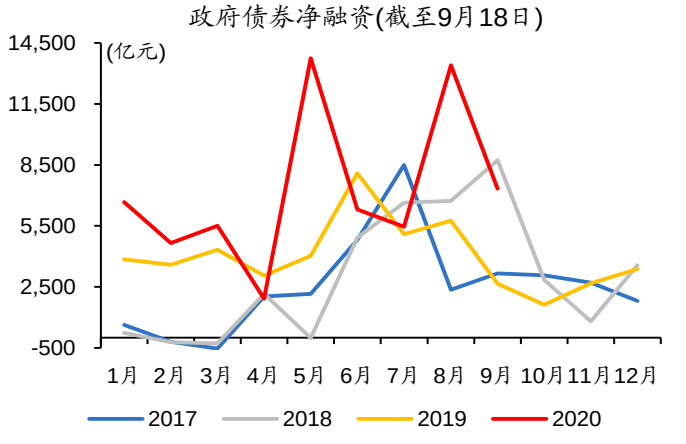
图4：城商行与国有大行同业存单利率分化加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

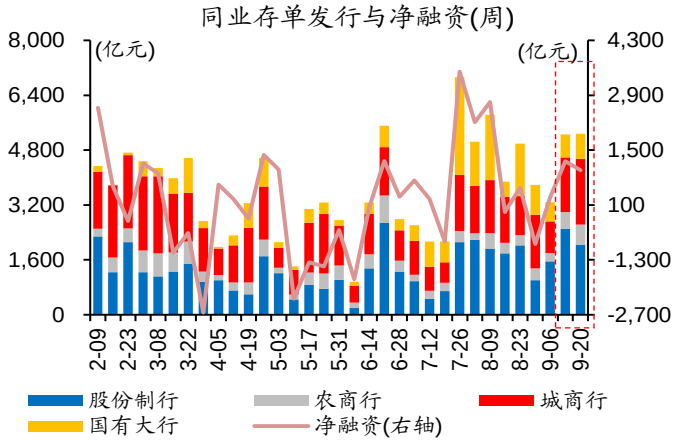
流动性环境结构性紧张，部分缘于季末和债券供给等干扰，核心原因在于银行超储率过低下，机构负债端稳定性下降。8 月银行超储率或在 1%附近，季末考核和国庆临近，及政府债券供给、结构性存款压降等，进一步加大资金压力。公开市场操作或有助于平抑资金短期波动，但较难补充银行长期资金缺口。负债承压下，银行加大同业存单发行，尤其是城商行和股份制行，最近两周同业存单发行规模扩大；同时，银行资金融出减少、甚至赎回资金，加大非银流动性压力，“负债荒”逐步凸显。

图5：8 月以来，政府债券供给再度扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

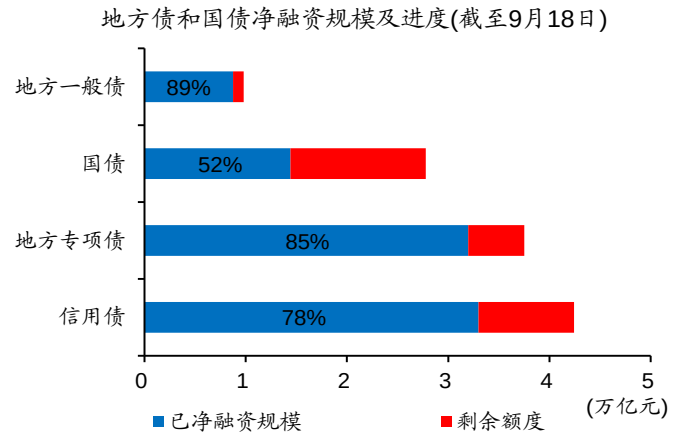
图6：9 月上旬以来，同业存单发行规模回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

年内来看，银行仍面临债券供给、结构性存款压降、同业存单到期等压力，尤其是中小银行压力较大。9 月 19 日至年底，地方债新券供给约 0.66 万亿元、国债净供给约 1.34 万亿元。9-12 月，结构性存款或至少压降约 3 万亿元、同业存单到期 6.7 万亿元。其中，中小银行结构性存款压降约 1.9 万亿元，高于国有大行(详细分析参见《结构性存款“退潮”，与流动性演绎》)；城商行、股份制行同业存单到期规模分别为 2.2 万亿元和 2.5 万亿元，高于国有大行的 1.3 万亿元。

图7：年内地方债和国债剩余额度约 2 万亿



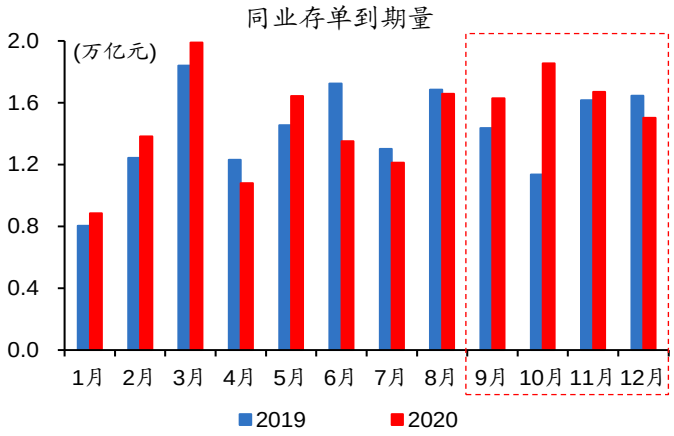
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：9-12 月结构性存款压降有压力，尤其是中小银行

单位：亿元	规模	大型银行	中小型银行
2017年末	6.95	2.42	4.53
2018年末	9.62	3.32	6.30
2019年末	9.60	3.41	6.19
2019年末的2/3	6.40	2.28	4.12
2020年7月	10.17	3.71	6.47
8-12月可能压降规模	3.77	1.43	2.34
9-12月可能压降规模	3.02	1.15	1.87

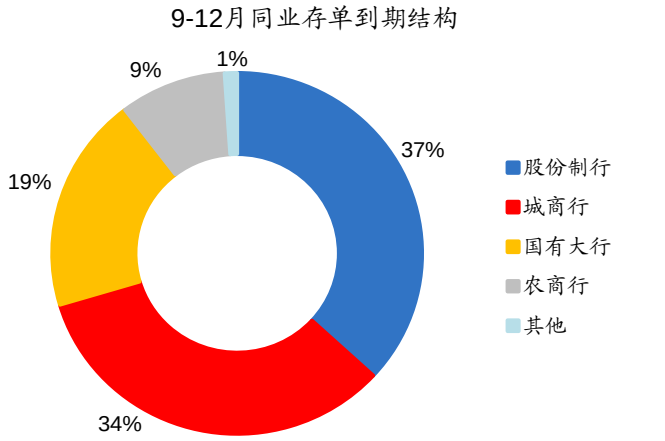
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：随着同业存单发行增多、到期规模也逐步上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

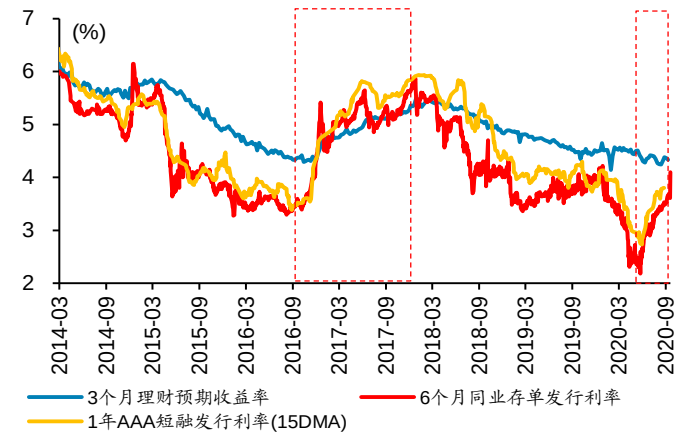
图9：9-12 月，中小银行同业存单到期压力较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

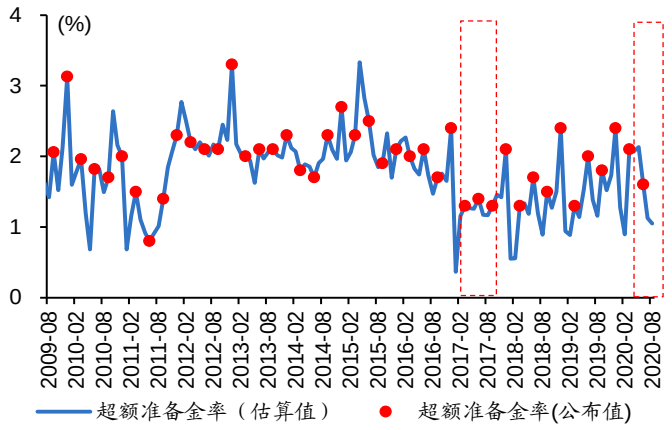
当前流动性环境，与 2017 年下半年有诸多相似之处，超储率均较低，防范金融风险下中小银行和非银机构负债端压力上升。金融去杠杆背景下，2016 年下半年至 2017 年上半年资金成本逐步抬升，压缩资金空转套利空间，银行与银行、非银同业往来明显收缩，银行负债端压力上升。2017 年下半年，银行超储率大部分时候在 1.5%以下，而同业存单融资收缩，使得对同业负债较为依赖的中小银行负债端压力进一步上升，进而传导至非银机构负债端。

图10：2017 年资金成本抬升、套利空间收缩



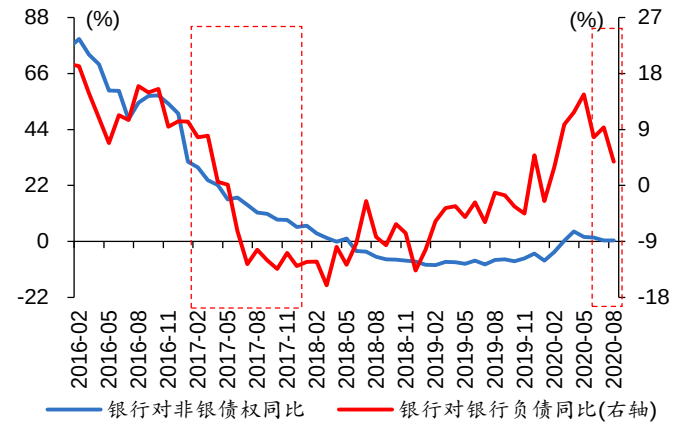
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2017 年下半年超储率处于历史低位



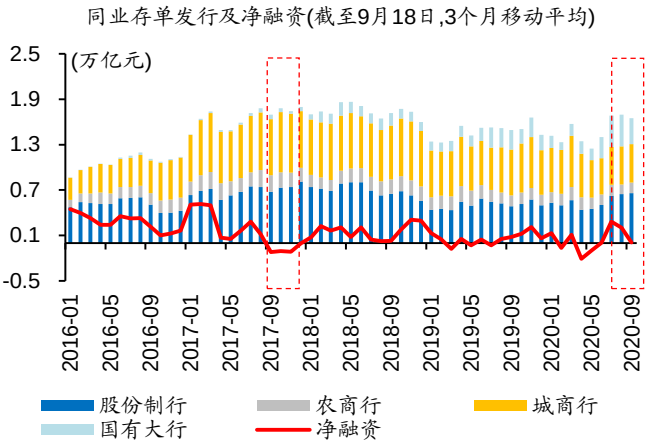
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2017 年下半年银行对银行、对非银债权明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

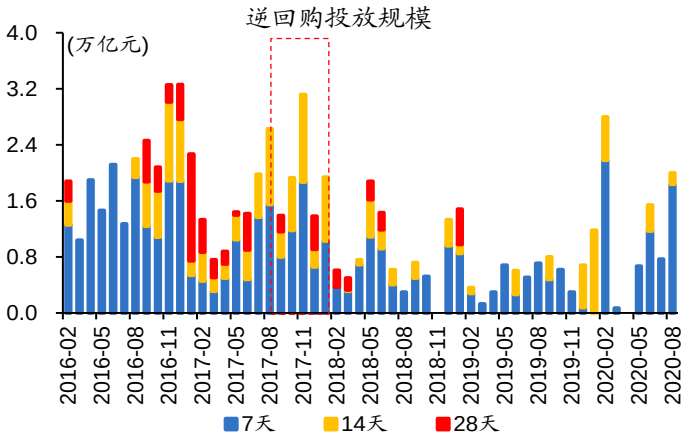
图13：2017 年下半年同业存单融资明显收缩



数据来源：Wind、开源证券研究所

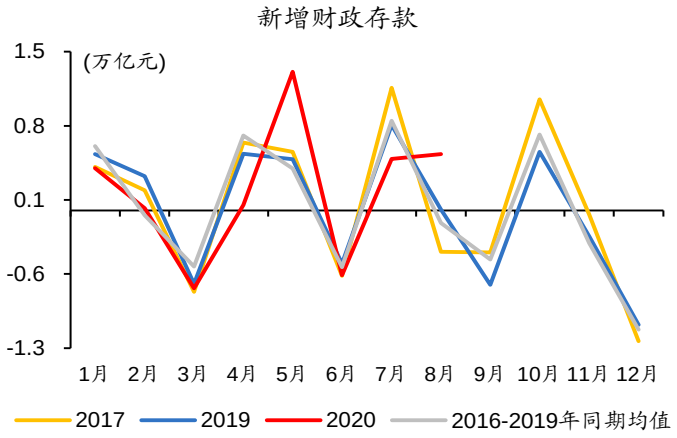
2017 年底公开市场操作、财政存款投放，并未明显缓解中小银行压力，同业存单等利率快速上升。防范金融风险背景下，央行主要通过逆回购、MLF 等补充银行流动性。2017 年底，央行加大 14 天和 28 天逆回购投放、超额续作 MLF，叠加 12 月超 1.2 万亿元的财政存款投放，均一定程度缓解资金压力；但中小银行同业存单到期续发压力较大，同业存单净融资收缩的同时，发行成本“飙升”、3 个月利率大幅上行约 50BP，R007 与 DR007 利差一度扩大至接近 400BP。

图14：2017 年底逆回购投放较大



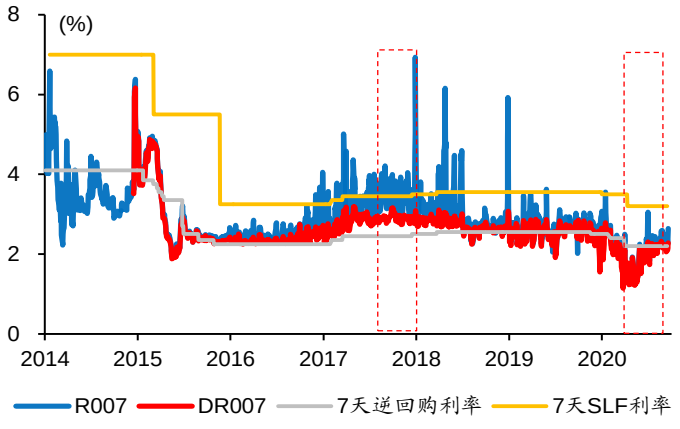
数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：2017 年底财政存款投放较大



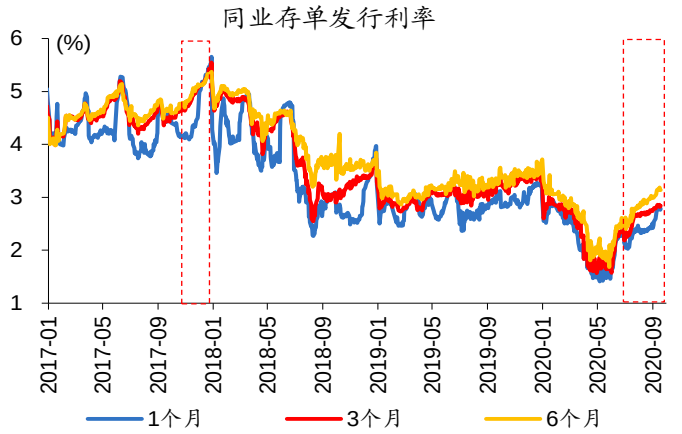
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2017 年 R007 利率波动明显大于 DR007



数据来源：Wind、开源证券研究所

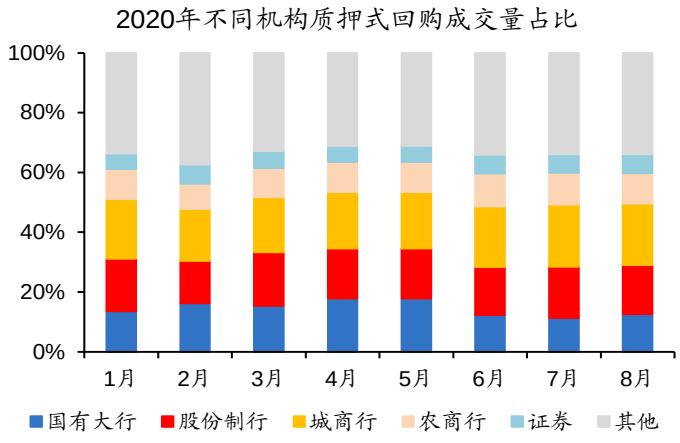
图17：同业存单利率明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

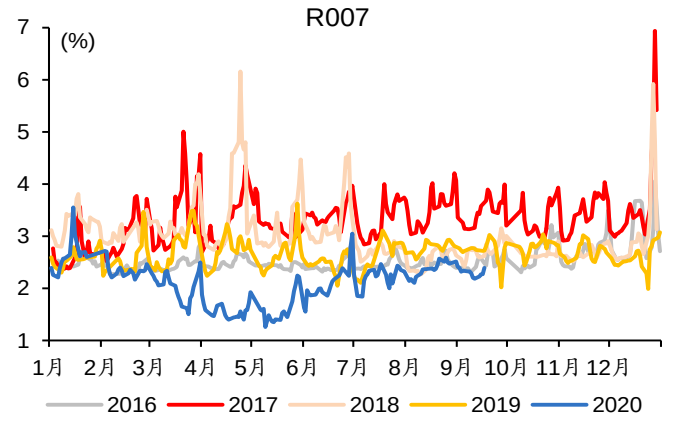
以史为鉴，流动性分层下，中小银行和非银“负债荒”不容忽视，流动性环境中短期或易紧难松。年内来看，银行负债端仍面临债券供给等压制，尤其是中小银行结构性存款压降、同业存单到期压力较大。公开市场和财政存款直接投放对象以大行为主，而超储率过低下大行资金融出意愿下降，中小银行和非银机构压力进一步上升；尤其在年底，年底考核、跨年等因素叠加，容易出现“流动性”风险。

图18：6 月以来，国有大行质押回购成交占比明显下降



数据来源：中国货币网、开源证券研究所

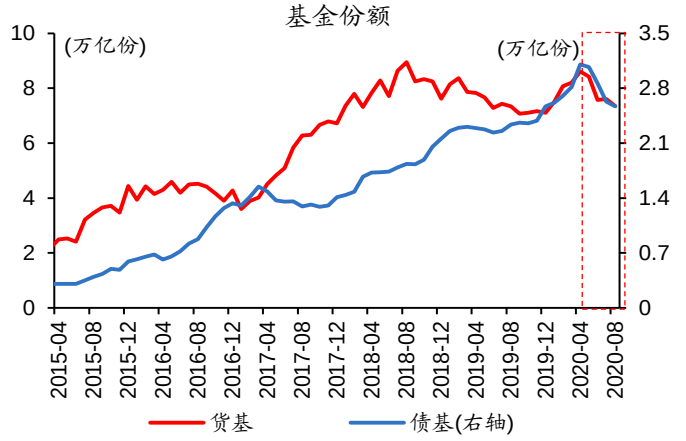
图19：年底临近，资金波动往往加大



数据来源：Wind、开源证券研究所

中短期来看，流动性分层下“负债荒”或进一步凸显，仍将对机构行为产生压制。资金承压下，非银机构“负债荒”逐步凸显，货币基金和债券基金规模连续 3 个月回落。伴随年底临近、资金压力上升，逆回购和 MLF 投放可一定程度补充银行资金缺口，但较难解决流动性“分层”，中小银行和非银“负债荒”或进一步凸显，使得债券市场“超调”风险上升。但中长期来看，债券配置价值已经在逐渐显现。

图20：6 月以来，货币基金和债券基金份额明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2017 年底资金成本快速上升，导致债市调整



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：“负债荒”中短期或继续凸显，仍压制机构行为

（1）近期，央行超额续作 MLF，缓解市场担忧；然而，流动性环境结构性紧张加剧、“分层”继续凸显。流动性环境结构性紧张，部分缘于季末等干扰，核心原因在于超储率过低下，机构负债端稳定性下降。

（2）当前流动性环境，与 2017 年下半年有诸多相似之处，超储率均较低，防范金融风险下中小银行负债端压力上升。2017 年底，公开市场操作、财政存款投放，并未明显缓解中小银行压力，同业存单等利率快速上升。

（3）以史为鉴，流动性分层下，中小银行和非银“负债荒”或进一步凸显，流动性环境中短期或易紧难松，仍将对机构行为产生阶段性压制。

3、 风险提示

金融监管升级，存单利率超预期上行。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn