



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元流动性,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

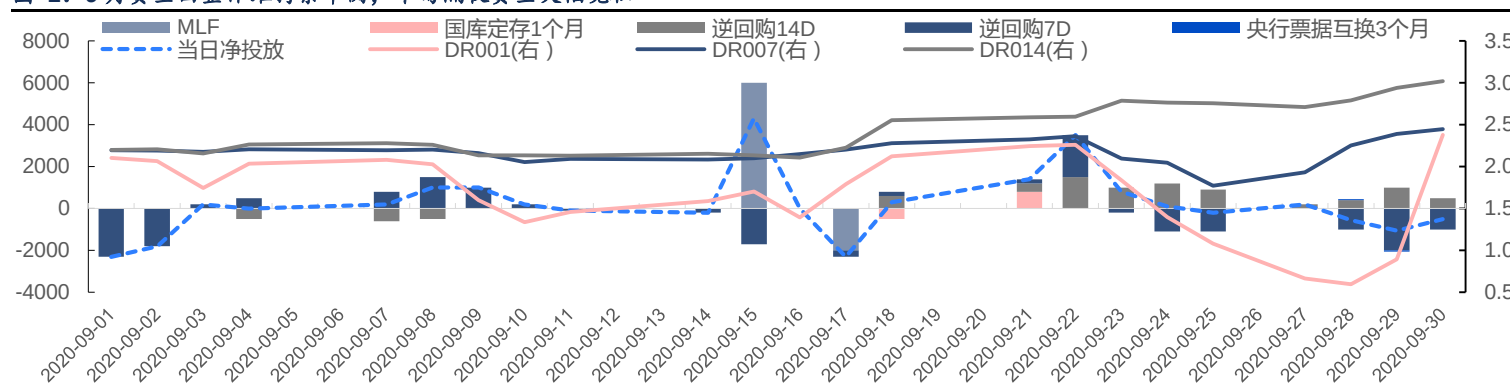
图 1: 9 月资金面整体维持紧平衡，下旬隔夜资金大幅宽松 1
图 2: 1 年期同业存单的认购率在 9 月后出现了回落 2
图 3: 9 月 MLF 超量续作后，国有行与中小行存单发行利差扩大 2
图 4: 9 月 DR007 中枢较上月小幅回落，跨季资金波动加大 3
图 5: 9 月银行与非银资金价差小幅走扩 3
图 6: 9 月央行或净投放流动性约 4900 亿元，预计 9 月超储率回升至 1.4% 3
图 7: 9 月超储或将回升至 1.4% 左右 4
图 8: 10 月 M0 带动货币发行季节性回落 4
图 9: 预计 10 月企业存款季节性回落近去年同期水平 5
图 10: 预计 10 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



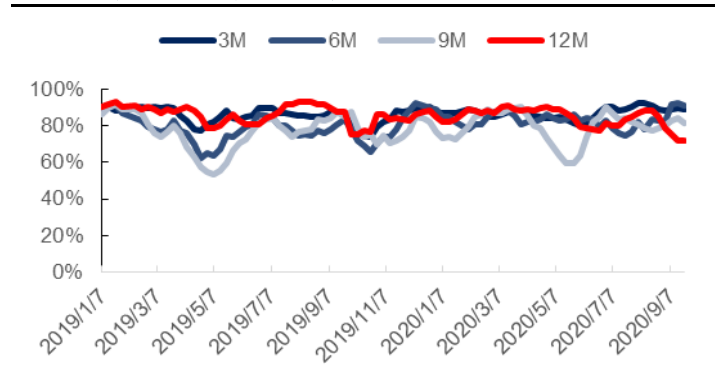
资料来源：万得，信达证券研发中心

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

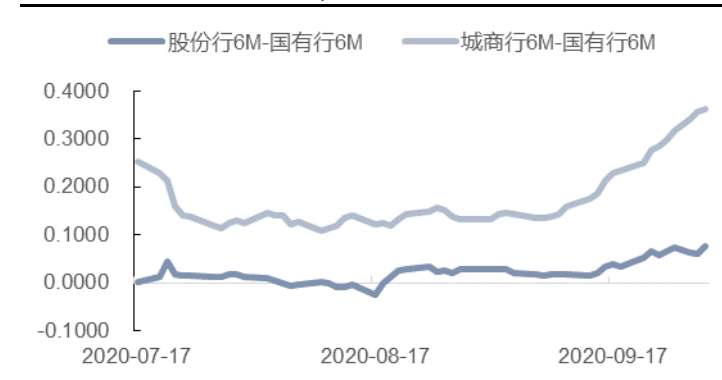
单利率对市场的压制还要持续多久？20200930》》

图 2：1 年期同业存单的认购率在 9 月后出现了回落



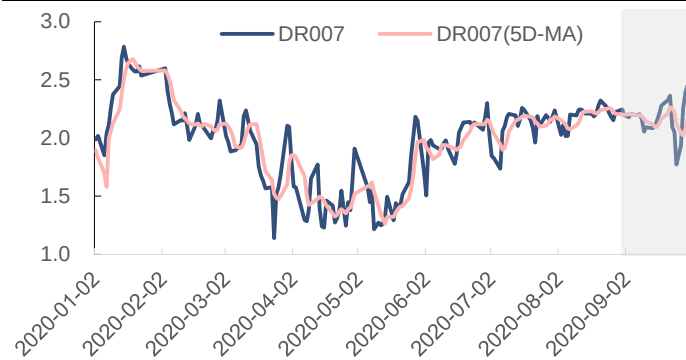
资料来源：万得，信达证券研发中心

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

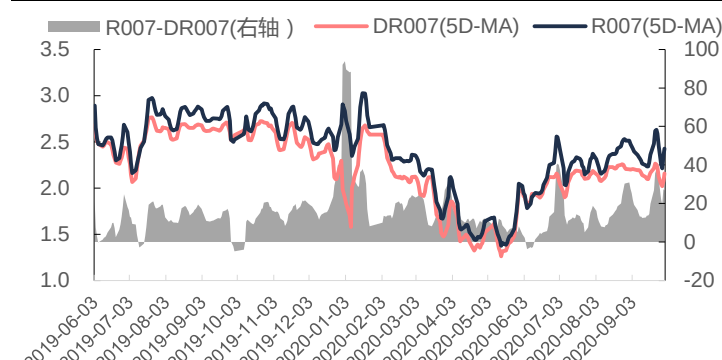


资料来源：万得，信达证券研发中心

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%

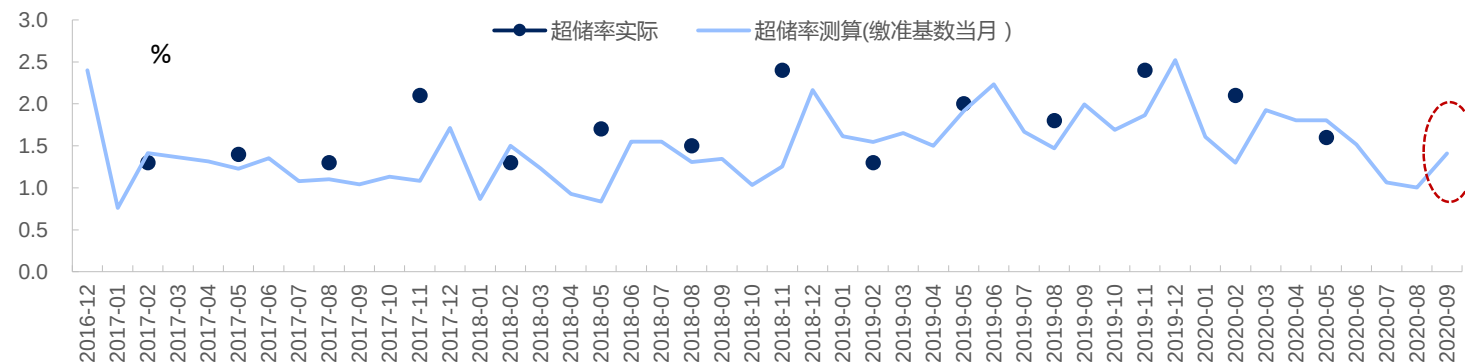
根据上月测算，在季末财政支出力度加大，叠加 9 月央行超额 4000 亿元续作 MLF 的背景下，预计 9 月超储率或将回升至 1.4%。具体来看，9 月货币发行将季节性回升约 1500 亿元，同时缴准基数的增加或将导致法定准备金增加近 1700 亿元，均对流动性产生负面影响；而尽管 9 月政府债券净供给压力仍然较大，但季末财政支出力度加大，且 9 月并不是税收大月，政府存款或将减少近 7000 亿元，同时央行超额 4000 亿元续作 MLF，考虑 9 月再贷款再贴现或再投放 1000 亿元流动性，则 9 月流动性或将增加约 8400 亿元，对应超储率约为 1.4%，但相比近五年 9 月超储率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



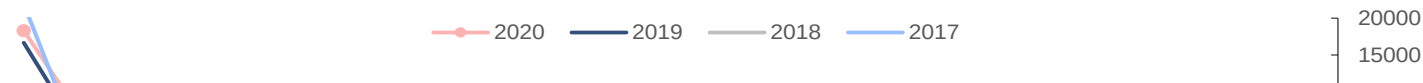
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2207

