



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3.55万亿元，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。**

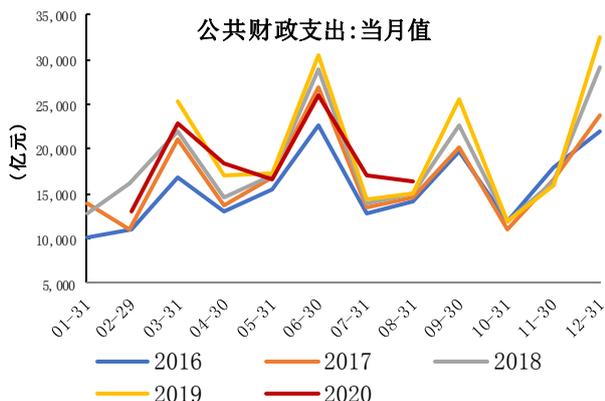
政策性银行承担部分补充货币政策工具的作用，政策性银行债券净融资额也具有一定的逆周期性，尤其是在今年以来央行减少直接向政策性银行发行的PSL的背景下，1-9月政策性银行债发行量持续减少，净融资额从7月以来也在减少；10月政策性银行债到期额仅1000亿元左右，**预计10月政策性银行债供给在2000-3000亿元左右。**

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。

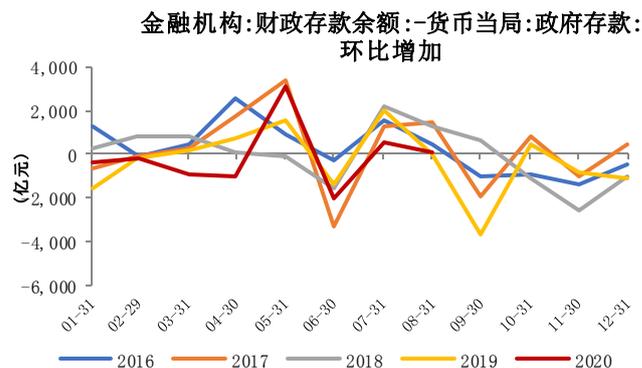
央行财政存款账户变动构成基础货币投放和收缩，但从历史数据来看，以金融结构财政存款余额和央行财政存款余额之差核算的其他存款性金融机构的财政存款数额规模较小，存在一定的季节性规律。一般10月银行等金融机构沉淀的财政资金规模很低，因此使用所有金融机构的财政存款变动来衡量央行通过财政存款进行的基础货币投放是恰当的。

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

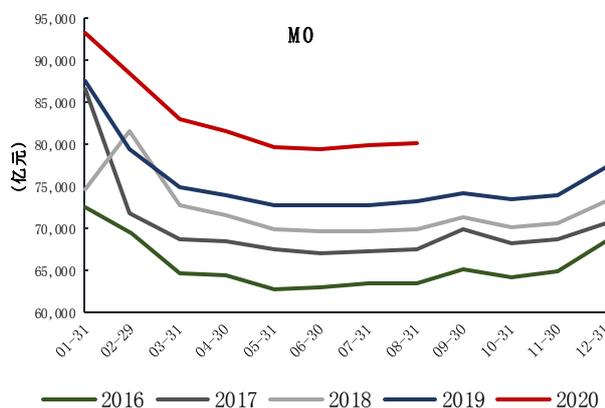


资料来源: wind, 东兴证券研究所

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，7 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



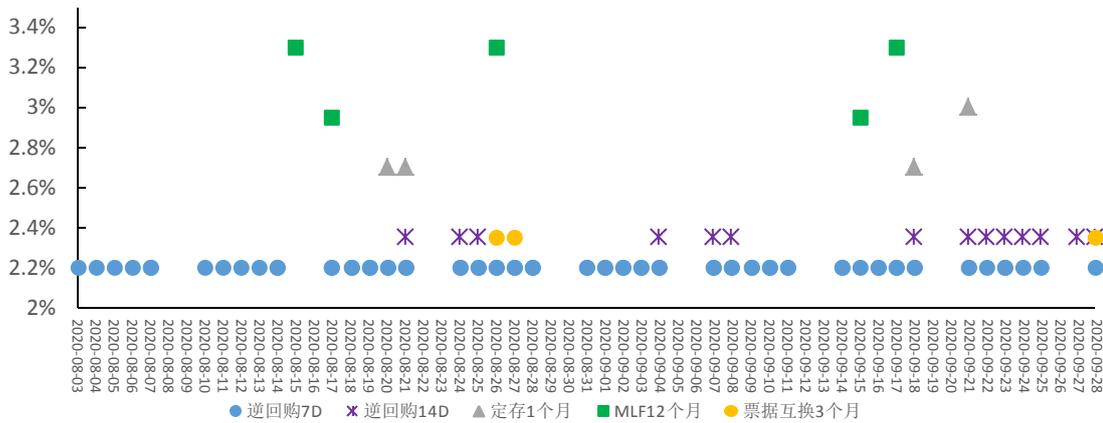
资料来源: wind, 东兴证券研究所

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。

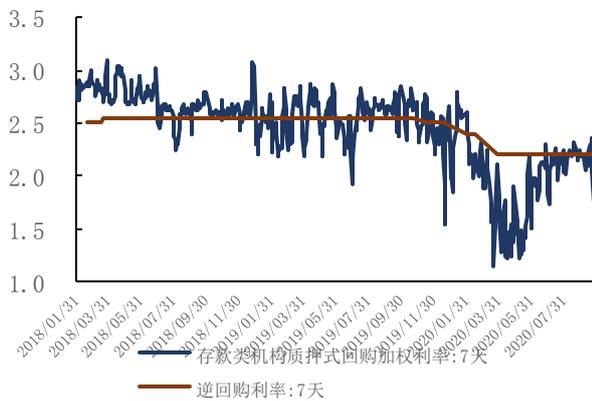
10月公开市场操作到期压力适中，10月16日有2000亿元MLF到期；央行3季度货币政策委员会表示“稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，保持流动性充裕。”经济持续复苏，消费、制造业投资增速也逐渐回暖，部分高频数据显示工业生产环比有所回落，但同比增速仍实现增长，在此背景下货币政策仍存定力；5月以来随着央行更加重视金融风险，货币流动性也边际收紧，质押式、买断式回购债券余额同比增速也从高点回落，债市杠杆增速稳步回落，DR007在OMO利率附近波动，政策利率较好的发挥了引导和信号的作用。我们认为下一阶段央行仍将坚持灵活适度的货币政策立场，信用端通过直达实体的货币政策工具继续调节中小企业融资与信用扩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



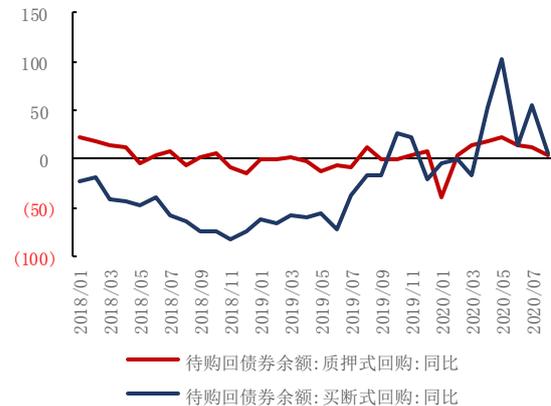
资料来源：wind，东兴证券研究所

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

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_2267