

资金缺口扩大，宽松或将加码

——10 月流动性展望

投资要点：

►十月流动性展望：资金缺口有所扩大，边际宽松或将加码

10 月资金缺口规模预计在 2 万亿左右，较 9 月明显扩大。(1) 公开市场操作方面，到期规模 14150 亿元，其中 5000 亿元 MLF、8400 亿元逆回购；(2) 政府存款方面，财政收支差额季节性转正叠加政府债券发行加速，预计政府存款环比增加 10000 亿元左右，向市场回笼流动性；(3) 受季节性影响，10 月银行缴准规模环比减少，预计规模在-530 亿元左右；(4) 10 月 M0 环比减少 1500 亿元左右，对流动性产生一定支撑；(5) 受出口景气度回落影响，10 月外汇占款环比减少 50 亿元左右。

10 月受财政收支差额季节性转正、政府债券发行加速以及公开市场操作到期规模较大影响，资金缺口有所扩大，如果后续显示经济下行较为明显，货币政策边际宽松可能继续加码。

政策及利率展望：央行三季度货政例会再次强调了“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕”，另外 9 月重启 14 天逆回购，并且连续 10 个工作日维持 14 天逆回购投放，也体现了央行维护资金面平稳跨季的坚定态度。因此，预计央行会继续通过提高 OMO 操作频率，保持 MLF 等量或稳量续作等方式对 10 月份出现的流动性缺口进行对冲。预计 10 月 DR007 继续沿政策利率运行，10 年期国债收益率维持在 2.8%附近震荡。如果后续数据显示经济下行较为明显，货币政策边际宽松可能加码。可以选择降准置换 MLF，以鼓励银行降成本；或者适当“降息”(MLF 等利率调降 5BP 左右)，政策加码也将引导利率中枢继续有所下移。

►九月流动性回顾：重启 14 天逆回购，流动性延续平稳

货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢。数量层面，9 月央行公开市场操作相比 8 月大幅增加；价格层面，资金价格较 8 月有所上行，中枢继续在政策利率附近震荡。

债券市场：利率债净供给小幅回落，国债、国开债收益率小幅上行。一级市场，9 月利率债净供给小幅回落，但仍高于往年同期水平；二级市场，10 年期国债、国开债小幅上行，期限利差收窄。

外汇市场：美元指数有所抬升，人民币汇率相对稳定。9 月美元指数有所抬升，美元兑人民币中间价小幅回落。

海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率有所上行。美国、欧元区隔夜利率小幅下行，日本隔夜利率有所回升。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 九月流动性回顾：重启 14 天逆回购，流动性延续平稳	4
1.1. 货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢	4
1.2. 债券市场：利率债净供给小幅回落，国债、国开债收益率小幅上行	7
1.3. 外汇市场：美元指数有所抬升，人民币汇率相对稳定	9
1.4. 海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率有所上行	10
2. 十月流动性展望：资金缺口有所扩大，边际宽松或将加码	13
2.1. 公开市场操作：继续保持稳健，到期 14150 亿元	13
2.2. 政府存款：政府债券发行提速，财政收支差额转正，预计增加 10000 亿元	14
2.3. 银行缴准：季节性减少 530 亿元，对流动性形成支撑	15
2.4. 外汇占款：环比增幅继续下降，减少约 50 亿元	16
2.5. 流通现金：预计减少 1500 亿元	17
3. 风险提示	18

图表目录

图 1 9 月 MLF 等量续作 (亿元)	5
图 2 MLF、LPR 利率维持不变 (%)	5
图 3 DR007 中枢继续在政策利率附近震荡	6
图 4 DR001 与 DR007 价差整体平稳	6
图 5 R007 与 DR007 利差有所抬升	6
图 6 GC007 与 DR007 利差有所抬升	6
图 7 9 月 1M 及 3M SHIBOR 利率有所上行 (%)	7
图 8 9 月同业存单到期收益率涨跌不一 (%)	7
图 9 9 月国债、地方政府债发行规模有所减少	7
图 10 9 月利率债净供给小幅回落	7
图 11 9 月利率债净供给规模高于 2018、2019 年同期水平 (亿元)	8
图 12 9 月同业存单发行有所减少	8
图 13 9 月同业存单发行利率涨跌不一	8
图 14 9 月国债到期收益率小幅上行	9
图 15 9 月 1Y、10Y 国开债收益率同样小幅上行	9
图 16 国开债-国债期限利差小幅回落	9
图 17 各期限理财产品预期年收益率有所下行	9
图 18 美元指数有所抬升	10
图 19 人民币汇率相对稳定	10
图 20 官方外汇储备小幅回落 (亿元)	10
图 21 美国联邦基金利率走势 (%)	11
图 22 LIBOR 美元隔夜利率走势 (%)	11
图 23 欧元银行间隔夜拆借利率走势 (%)	12
图 24 日本无担保隔夜拆借利率走势 (%)	12
图 25 9 月美债收益曲线有所上行 (%)	12
图 26 9 月 10 年期中美利差有所收窄 (%)	12
图 27 10 年期德国国债利率有所上行 (%)	13
图 28 10 年期日本国债利率小幅上行 (%)	13
图 30 国债发行规模高于 2015-2019 年 (亿元)	15
图 31 财政收支差额季节性转正 (亿元)	15
图 32 近 5 年新增人民币存款缴准基数变动情况 (亿元)	16
图 33 外汇占款继续回落	16
图 34 美元兑人民币汇率有所回升	16
图 35 近 5 年 M0 环比变动情况 (亿元)	17

表 1	9 月央行公开市场操作回顾	4
表 2	9 月各期限利率变动情况	5
表 3	人民币汇率变动	10
表 4	主要国家货币市场价格变动	11
表 5	10 月公开市场到期情况	14

1. 九月流动性回顾：重启 14 天逆回购，流动性延续平稳

1.1. 货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢

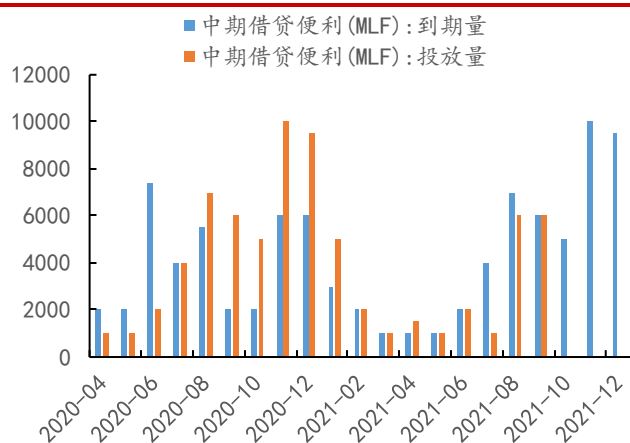
数量层面，9 月央行公开市场操作相比 8 月大幅增加，整体净投放 5900 亿元（含国库现金），净投放量环比增加 4600 亿元，与我们此前报告《资金收紧，流动宽裕平稳》中预计的较为一致。其中，逆回购方面，全月投放 11800 亿元，逆回购合约到期 5900 亿元，净投放 5900 亿元，投放频率及规模显著增加。尤其是 9 月 17 日以来，重启了 14 天逆回购，并且连续 10 个工作日维持 14 天逆回购投放。MLF 方面，9 月 15 日央行投放 6000 亿元 MLF，同日有 6000 亿元 MLF 到期回笼，利率均为 2.95%，逆回购的加码以及 MLF 的等量续作体现了央行对于保持流动性合理充裕的坚定态度；国库现金定存方面，9 月 24 日，有 700 亿元 1 个月国库定存到期，9 月 26 日，央行进行了进行了 700 亿元、利率为 3.0%的 2 个月国库定存发行；央行票据互换方面，9 月 26 日，有 50 亿元、利率 2.35%的 3 个月央行票据互换到期，9 月 29 日央行进行了 50 亿元，利率同为 2.35%的 3 个月的央行票据互换。全月整体公开市场净投放 5900 亿元。

表 1 9 月央行公开市场操作回顾

名称	发行/到期	发行量(亿元)	利率(%)	利率变动(bp)	限期(天)
逆回购 7D	逆回购到期	5900	2.2	0	7 天
逆回购 7D	逆回购发行	3400	2.2	0	7 天
逆回购 14D	逆回购发行	8400	2.35	0	14 天
国库定存 1M	国库现金定存到期	700	3.0	-35	28 天
国库定存 2M	国库现金定存	700	3.55	0	64 天
央行票据互换 3M	发行	50	2.35	0	3 月
央行票据互换 3M	到期	50	2.35	0	3 月
MLF 365D	MLF 投放	6000	2.95	0	3 月
MLF 365D	MLF 回笼	6000	2.95	0	3 月
净投放	—— ———	5900	—— ———	—— ———	—— ———

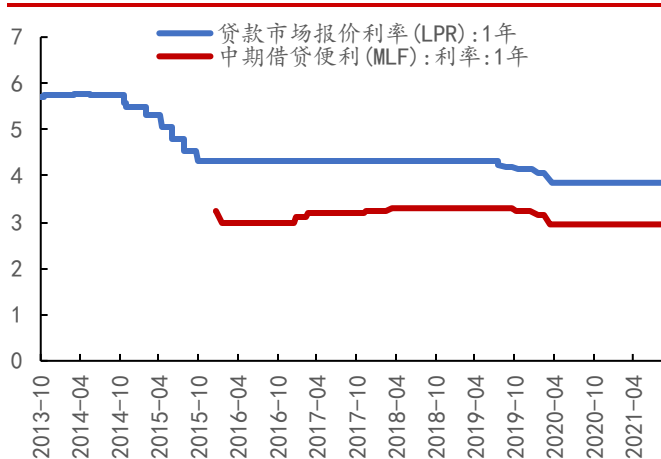
资料来源：中国人民银行、华西证券研究所

图 1 9 月 MLF 等量续作 (亿元)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 2 MLF、LPR 利率维持不变 (%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

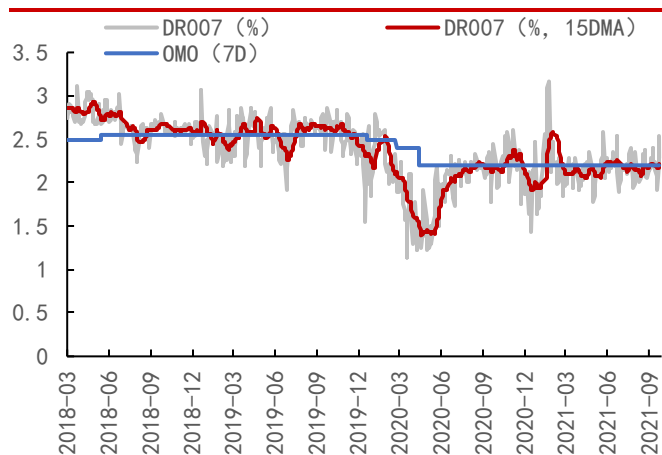
价格层面，9 月份，资金价格较 8 月有所上行，中枢继续在政策利率附近震荡。DR001 月均值 2.03%，比上月微升 2.04BP，DR007 月均值 2.18%，比上月上升 3.19BP，DR007 中枢继续在政策利率附近震荡。就全月的变动趋势来看，DR001 月初维持 2.1% 附近，随后震荡下行。自 9 月 17 日起，央行连续多日开展 14 天逆回购投放，累计投放 8400 亿元。受此影响隔夜利率也是逐步下行，最低下行至 1.48%。DR007 除月末有所抬升外，其余均在 2.2% 附近运行，9 月 29 日最高升至 2.55%。二者的价差方面，DR001 与 DR007 价差整体保持了平稳状态，总体价差不大，最大价差出现在 9 月 29 日 106BP，全月平均价差 15.61BP。

表 2 9 月各期限利率变动情况

指标	当期 (9.30)	本月均值	上月均值	变动 (bp)
DR001 (%)	2.09	2.03	2.01	↑2.04
DR007 (%)	2.27	2.18	2.15	↑3.19
R001 (%)	2.20	2.07	2.07	↓0.13
R007 (%)	2.43	2.37	2.23	↑14.35
SHIBOR (隔夜/%)	2.22	2.04	2.01	↑2.85
GC001 (%)	2.83	2.53	2.25	↑27.47

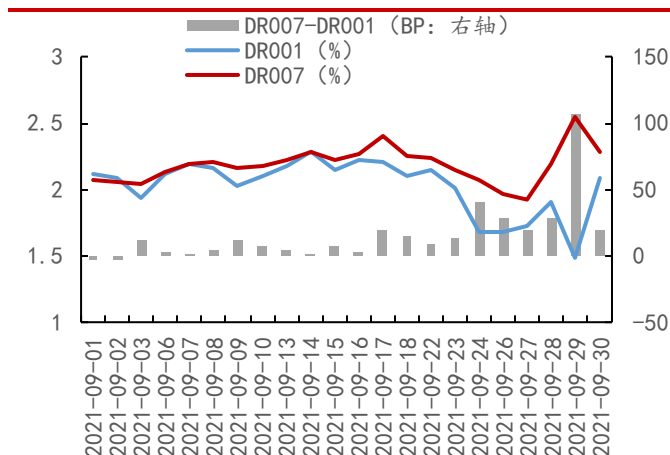
资料来源: 中国人民银行、华西证券研究所

图3 DR007 中枢继续在政策利率附近震荡



资料来源：WIND，华西证券研究所

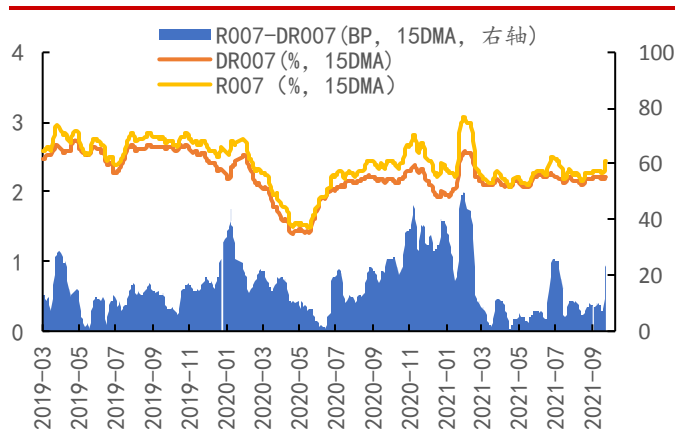
图4 DR001 与 DR007 价差整体平稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

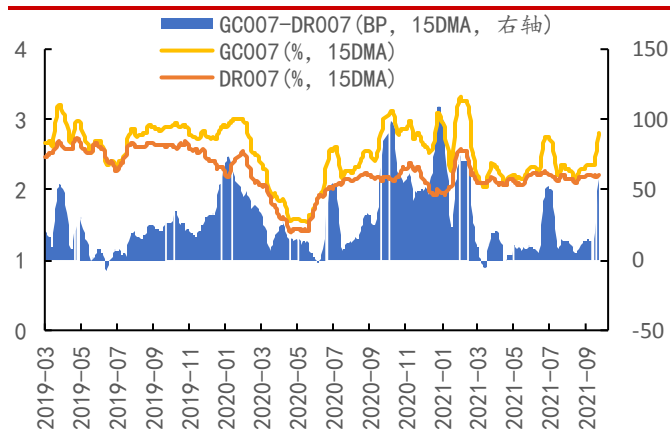
9 月份，银行与非银机构资金利差有所抬升。银行间资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与银行间质押式回购加权利率（R007）的差值较 8 月有所抬升，但幅度有限，仍处于相对较低水平，平均价差在 17.52BP；交易所资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与上交所质押式回购加权利率（GC007）利差同样有所抬升，最高升至 183BP，全月平均价差在 47.95BP。月末叠加节假日，银行间资金紧平衡或是导致价差有所扩大的原因。

图5 R007 与 DR007 利差有所抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

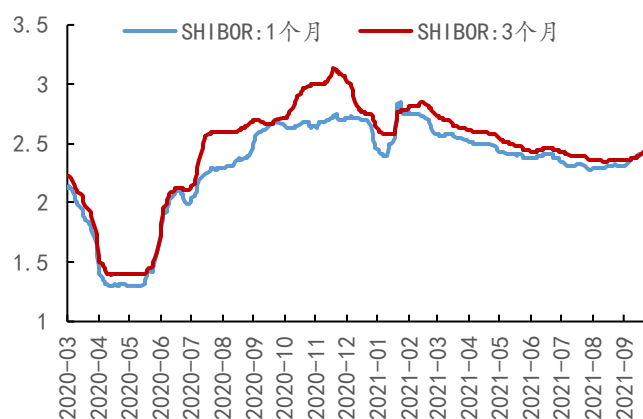
图6 GC007 与 DR007 利差有所抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

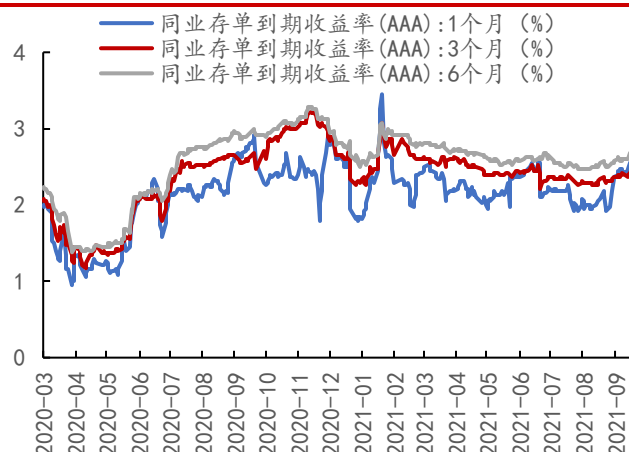
9 月份，中长端利率有所上行，同业存单到期收益率涨跌不一。截至 9 月 30 日，SHIBOR 1 个月及 3 个月利率较上月末分别上行 11BP 和 7.4BP 至 2.44% 和 2.43%。9 月同业存单到期收益率涨跌不一，其中 1 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较上月末分别上行 21.62BP 和 4.27BP 至 2.35% 和 2.59%，3 个月 AAA 同业存单到期下行 1BP 至 2.34%。

图7 9月1M及3M SHIBOR利率有所上行(%)



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图8 9月同业存单到期收益率涨跌不一(%)

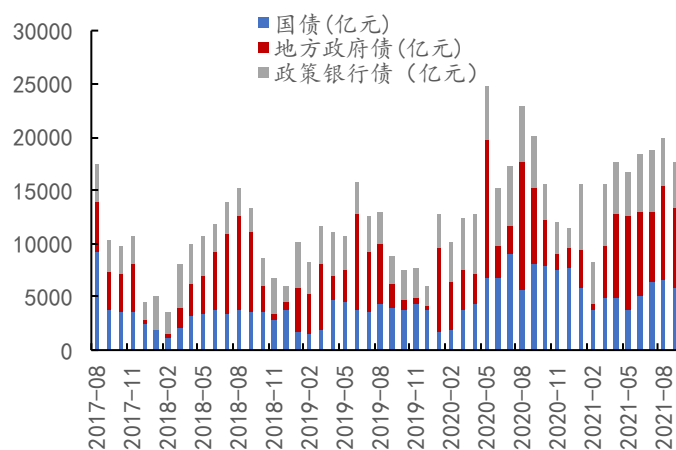


资料来源: WIND, 华西证券研究所

1.2. 债券市场: 利率债净供给小幅回落, 国债、国开债收益率小幅上行

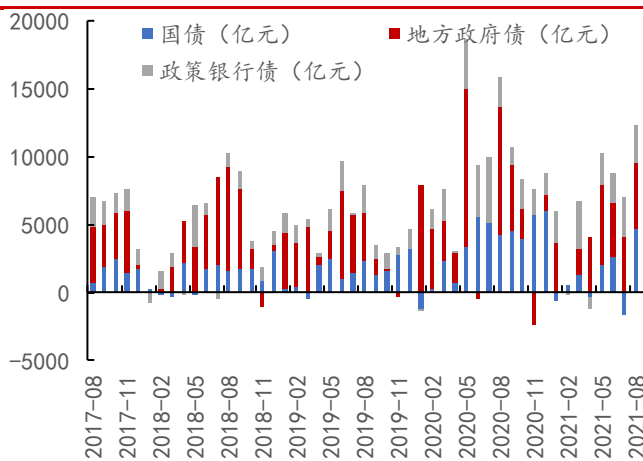
一级市场层面, 9月利率债净供给规模小幅回落。9月利率债共发行17658.34亿元, 到期7047.81亿元, 净融资10610.53亿元, 高于2018、2019年同期水平。与8月相比, 发行量环比减少2233.84亿元, 净融资额环比减少1782.05亿元。具体分项来看, 9月国债发行5875亿元, 到期1133.40亿元, 净融资4741.60亿元; 地方政府债发行7378.44亿元, 到期2525.91亿元, 净融资4852.53亿元; 政策银行债发行4404.90亿元, 到期3388.50亿元, 净融资1016.40亿元。

图9 9月国债、地方政府债发行规模有所减少



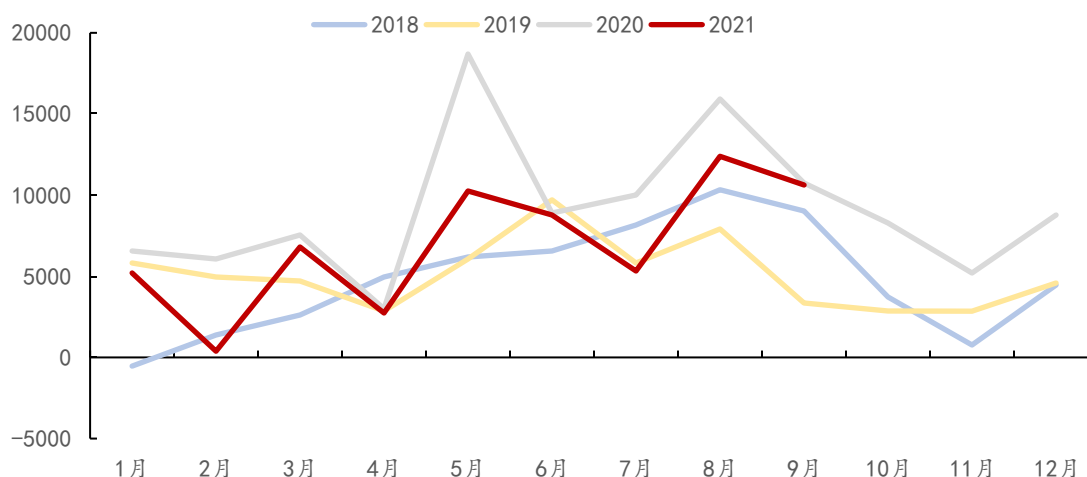
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图10 9月利率债净供给小幅回落



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 11 9 月利率债净供给规模高于 2018、2019 年同期水平（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

9 月同业存单发行量有所减少，同业存单发行利率有所上行。9 月同业存单发行规模 13858 亿元，环比减少 3934.40 亿元，到期 12988.30 亿元，净融资 869.70 亿元，环比减少 598.60 亿元。不同期限同业存单发行利率均有所上行，具体来看，截至 9 月 30 日，1 个月同业存单发行利率 2.38%，较上月末上行 9.48BP，3 个月同业存单发行利率 2.55%，较上月末上行 4.76BP，6 个月同业存单发行利率 2.75%，较上月末上行 6.03 BP。

图 12 9 月同业存单发行有所减少

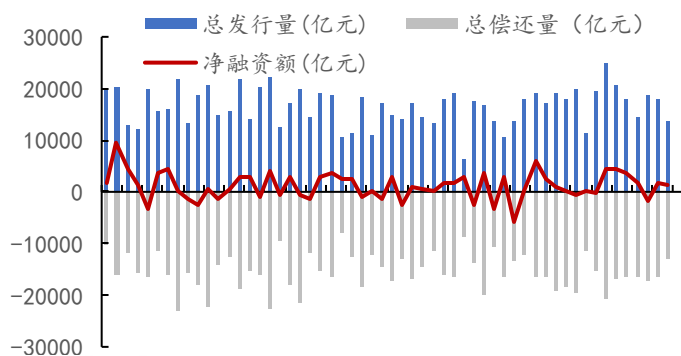
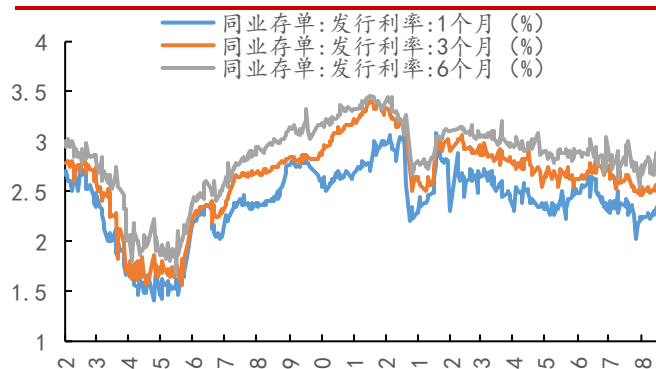


图 13 9 月同业存单发行利率涨跌不一



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_27323

