

结构性工具推进，流动性延续平稳

——11 月流动性展望

投资要点：

►十一月流动性展望：结构性工具推进，流动性延续平稳

受公开市场操作到期规模较大、政府债券发行加速以及 MO 季节性增加影响，11 月资金缺口规模预计在 1.9 万亿左右，规模仍然较大。(1) 公开市场操作方面，到期规模 20750 亿元，其中 10000 亿元 MLF、10000 亿元逆回购；(2) 政府存款方面，财政收支差额的扩大有望抵消政府债券发行加速对流动性的负面影响，预计政府存款环比减少 1500 亿元左右，对流动性形成一定正面支撑；(3) 受季节性影响，11 月银行缴准规模环比增加，预计规模在 800 亿元左右，向市场回笼流动性；(4) 10 月 MO 季节性转正，环比增加 500 亿元左右；(5) 出口继续保持稳健，11 月外汇占款环比增加 50 亿元左右。

政策及利率展望：面对资金缺口预计央行会通过公开市场操作方式进行对冲，保持流动性合理充裕。三季度央行金统数据新闻发布指出“四季度，银行体系流动性供求将继续保持基本平衡，不会出现大的波动”，对于政府债券发行、税收缴款以及 MLF 到期等阶段性影响因素，央行“将灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，…，保持流动性合理充裕”。另外，发布会还提及央行正抓紧推进碳减排支持工具设立工作，碳减排等结构性工具的推进使得短期降准必要性下降，不过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冲政府债券发行加速的影响，流动性将延续平稳。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 3.0%附近震荡。

►十月流动性回顾：逆回购持续加码，流动性保持平稳

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，10 月央行公开市场操作相比 9 月有所增加；价格层面，资金价格较 9 月有所下行，中枢继续在政策利率附近震荡。

债券市场：利率债净供给有所扩大，国债、国开债收益率小幅上行。一级市场，10 月利率债净供给有所扩大，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：美元指数小幅抬升，人民币有所升值。10 月美元指数小幅抬升，美元兑人民币中间价有所回落。

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。美联储基金利率有所上行，欧元区、日本隔夜利率小幅回落。

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. 十月流动性回顾：逆回购持续加码，流动性保持平稳	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：利率债净供给有所扩大，国债、国开债收益率小幅上行	7
1.3. 外汇市场：美元指数小幅抬升，人民币有所升值	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. 十一月流动性展望：结构性工具推进，流动性延续平稳	12
2.1. 公开市场操作：继续保持稳健，到期 20750 亿元	13
2.2. 政府存款：政府债券发行提速，财政收支差额转负，预计减少 1500 亿元	13
2.3. 银行缴准：季节性回升，回笼约 800 亿元	15
2.4. 外汇占款：环比增幅微升，增加约 50 亿元	15
2.5. 流通现金：预计增加 500 亿元	16
3. 风险提示	17

图表目录

图 1 10 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 利差有所回落	6
图 6 GC007 与 DR007 利差有所回落	6
图 7 10 月 1M 及 3M SHIBOR 利率有所上行 (%)	7
图 8 10 月同业存单到期收益率涨跌不一 (%)	7
图 9 10 月利率债发行规模有所提升	7
图 10 10 月利率债净供给小幅回升	7
图 11 10 月利率债净供给规模高于往年同期水平 (亿元)	8
图 12 10 月同业存单发行大幅增加	8
图 13 10 月同业存单发行利率涨跌不一	8
图 14 10 月国债到期收益率涨跌不一	9
图 15 10 月国开债收益率小幅上行	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 美元指数小幅升	10
图 19 人民币汇率有所上行	10
图 20 官方外汇储备有所回落 (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 (%)	11
图 24 日本无担保隔夜拆借利率走势 (%)	11
图 25 10 月美债收益曲线有所上行 (%)	12
图 26 10 月 10 年期中美利差有所扩大 (%)	12
图 27 10 年期德国国债利率有所上行 (%)	12
图 28 10 年期日本国债利率小幅上行 (%)	12
图 29 国债发行规模高于 2015-2019 年 (亿元)	14
图 30 财政收支差额季节性转负 (亿元)	14
图 31 近 5 年新增人民币存款缴准基数变动情况 (亿元)	15
图 32 外汇占款环比微升	16
图 33 美元兑人民币汇率小幅下行	16
图 34 近 5 年 M0 环比变动情况 (亿元)	16

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	13

1. 十月流动性回顾：逆回购持续加码，流动性保持平稳

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

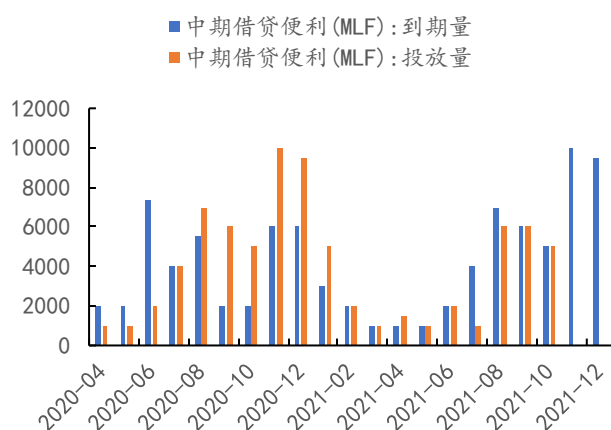
数量层面，10月央行公开市场操作相比9月有所增加，整体净投放1600亿元（含国库现金），与我们此前报告《资金缺口扩大，宽松或将加码》中预计的较为一致。其中，逆回购方面，全月投放13900亿元，逆回购合约到期12300亿元，净投放1600亿元，投放频率及规模显著增加。尤其是10月20日以来，连续8个工作日投放规模均在千亿以上。10月15日央行投放5000亿元MLF，同日有5000亿元MLF到期回笼，利率均为2.95%，逆回购的加码以及MLF的等量续作体现了央行对于保持流动性合理充裕的坚定态度；国库现金定存方面，10月27日，有700亿元1个月国库定存到期，同日，央行进行了进行了700亿元、利率为3.0%的2个月国库定存发行；央行票据互换方面，10月29日，有50亿元、利率2.35%的3个月央行票据互换到期，同日央行进行了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1600亿元。

表1 10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	3900	2.2	0	7天
逆回购 14D	逆回购到期	8400	2.35	0	14天
逆回购 7D	逆回购发行	13900	2.2	0	14天
国库定存 1M	国库现金定存到期	700	3.6	-41	91天
国库定存 2M	国库现金定存	700	3.5	18	63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	5000	2.95	0	12月
MLF 365D	MLF 回笼	5000	2.95	0	12月
净投放	—— ——	1600	—— ——	—— ——	—— ——

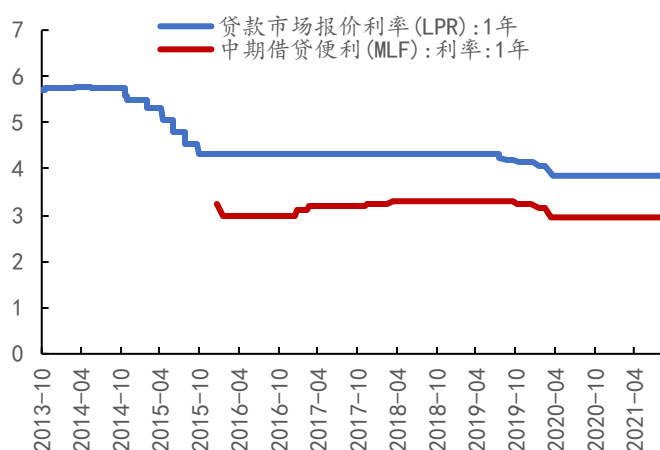
资料来源：中国人民银行、华西证券研究所

图 1 10 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

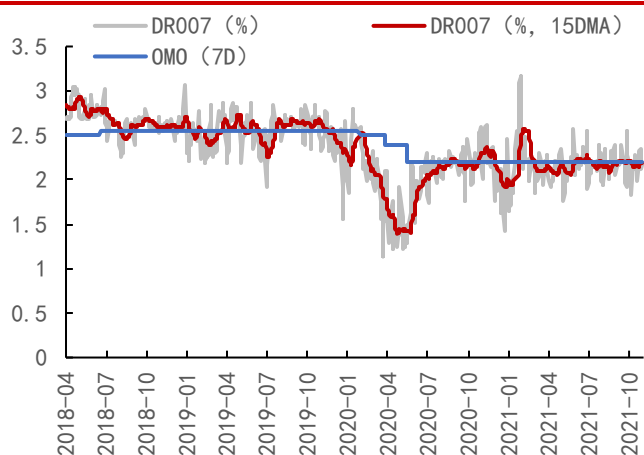
价格层面，10 月份，资金价格较 9 月整体有所下行，中枢继续在政策利率附近震荡。DR001 月均值 1.93%，比上月下行 9.99BP，DR007 月均值 2.19%，比上月微升 0.96BP，DR007 中枢继续在政策利率附近震荡。就全月的变动趋势来看，DR001 呈现前高后低态势，与央行逆回购投放节奏有关，10 月月初和月中，央行逆回购较为克制，投放规模 100 亿，10 月 20 日之后，投放规模扩大至 1000 亿元以上，DR001 也快速下行，最低下行至 1.54%。DR007 除月中有所下行外，其余均在 2.2% 附近运行，10 月 22 日最低降至 1.98%。二者的价差方面，DR001 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 10 月 26 日 70BP，全月平均价差 22.26BP。

表 2 10 月各期限利率变动情况

指标	当期 (10.29)	本月均值	上月均值	变动 (bp)
DR001 (%)	2.12	1.93	2.03	↓9.99
DR007 (%)	2.34	2.19	2.18	↑0.96
R001 (%)	2.27	1.97	2.07	↓9.54
R007 (%)	2.42	2.26	2.37	↓11.19
SHIBOR (隔夜/%)	2.14	1.95	2.04	↓9.17
GC001 (%)	2.50	2.22	2.53	↓30.23

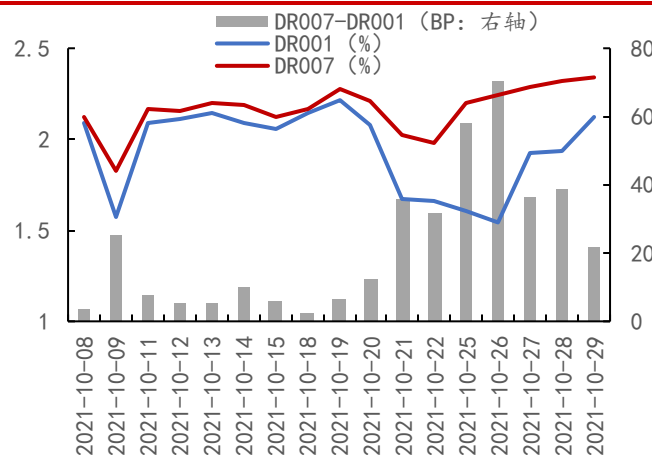
资料来源: 中国人民银行、华西证券研究所

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

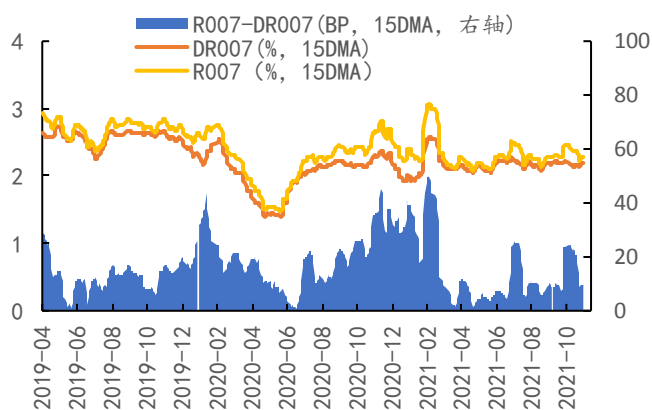
图4 DR001 与 DR007 价差整体平稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

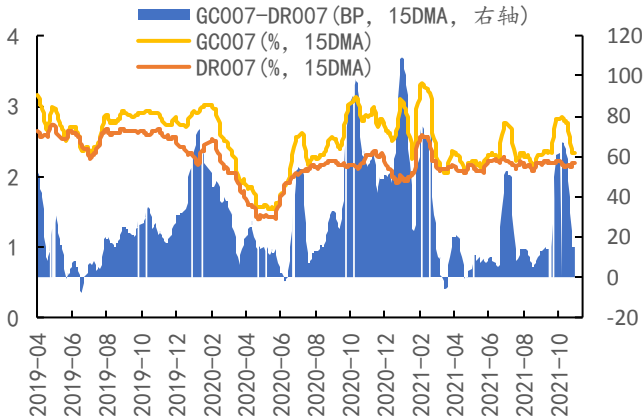
10 月份，银行与非银机构资金利差逐步回落。银行间资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与银行间质押式回购加权利率（R007）的差值较 9 月有所回落，平均价差在 18.73BP；交易所资金价格方面，存款类机构质押式回购加权利率（DR007）与上交所质押式回购加权利率（GC007）利差同样有所回落，全月平均价差在 47.54BP。央行逆回购的加码使得银行间流动性相对充裕是价差收窄的主要原因。

图5 R007 与 DR007 利差有所回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

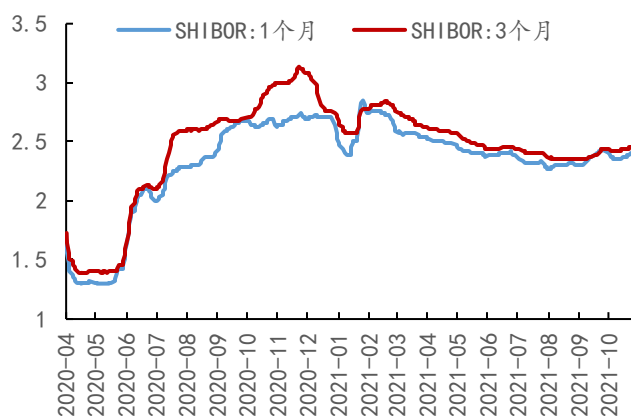
图6 GC007 与 DR007 利差有所回落



资料来源：WIND，华西证券研究所

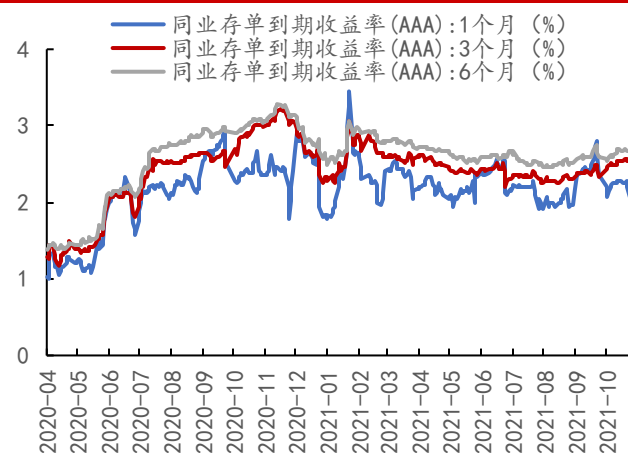
10 月份，中长端利率有所上行，同业存单到期收益率涨跌不一。10 月，SHIBOR 1 个月及 3 个月平均利率分比为 2.37%和 2.43%，较上月分别上行 1.36BP 和 5.42BP。10 月同业存单到期收益率涨跌不一，其中 3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率均值较上月别上行 13.46BP 和 4.73BP 至 2.24%和 2.51%，1 个月 AAA 同业存单到期收益率下行 12.72BP 至 2.23%。

图7 10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 10月同业存单到期收益率涨跌不一(%)

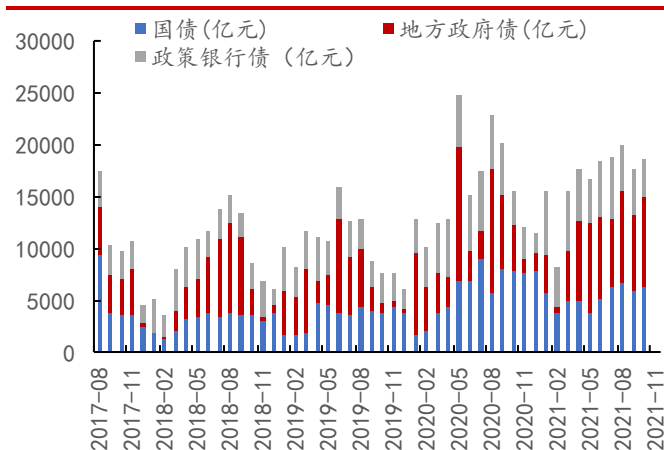


资料来源: WIND, 华西证券研究所

1.2. 债券市场: 利率债净供给有所扩大, 国债、国开债收益率小幅上行

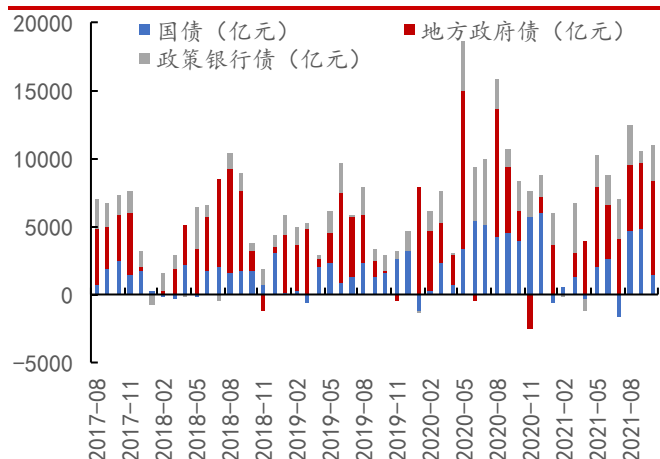
一级市场层面, 10月利率债净供给规模有所扩大。10月利率债共发行18550.80亿元, 到期7535.93亿元, 净融资11014.88亿元, 高于往年同期水平。与9月相比, 发行量环比增加892.46亿元, 净融资额环比增加404.35亿元。具体分项来看, 10月国债发行6267亿元, 到期4827.80亿元, 净融资1439.20亿元; 地方政府债发行8688.60亿元, 到期1795.23亿元, 净融资6893.38亿元; 政策银行债发行3595.20亿元, 到期912.90亿元, 净融资2682.30亿元。

图9 10月利率债发行规模有所提升



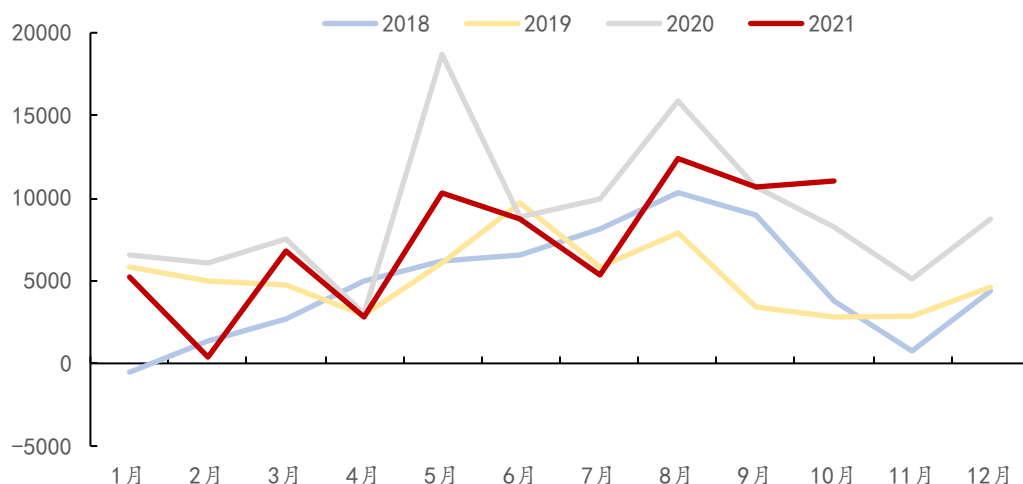
资料来源: WIND, 华西证券研究所

图10 10月利率债净供给小幅回升



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 11 10 月利率债净供给规模高于往年同期水平（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

10 月同业存单发行量大幅增加，同业存单发行利率有所上行。10 月同业存单发行规模 16322.90 亿元，环比增加 2927.10 亿元，到期 11636.90 亿元，净融资 4686 亿元，环比增加 4278.50 亿元。不同期限同业存单发行利率涨跌不一，具体来看 1 个月同业存单发行利率 10 月均值为 2.43%，较上月下行 1.24BP，3 个月同业存单发行利率 10 月均值为 2.64%，较上月末上行 10.29BP，6 个月同业存单发行利率 10 月均值为 2.83%，较上月末上行 7.06BP。

图 12 10 月同业存单发行大幅增加

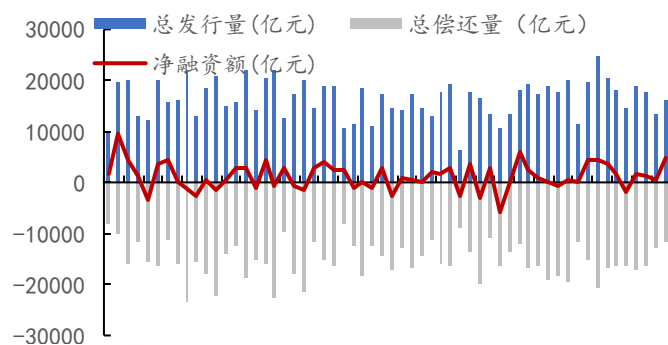
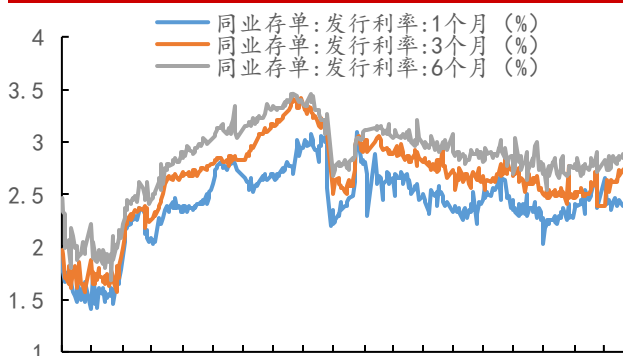


图 13 10 月同业存单发行利率涨跌不一



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_28720

