



孙彬彬：10 月资金面会松吗？



意见领袖 | 孙彬彬



【天风研究·固收】

摘要：

9 月资金面继续稳，稳的关键在于央行。

虽然政府债净融资放量导致资金利率起伏波动，但央行通过言行一致的操作和预期管理稳定了市场预期，以其操作精准注入流动性，将资金利率维持在平稳区间。

10 月资金面取决于谁？毫无疑问还是央行。

目前来看，10 月有 5000 亿 MLF 到期、5000 亿元的政府债净融资，叠加缴税大月，央行还需进行一定操作以维持银行间流动性平稳。

央行会如何操作？

对于货币政策，我们的判断是央行操作主要以维持货币市场运行平稳、银行体系流动性基本平衡为主，未来预计操作方式依然精准适度，量价角度进一步宽松的可能性仍然较小。

当前利率环境，给不出简单的胜率，原因在于政策的诉求和路径。如果我们目前所面临的宏观压力，是政策中期视角下应该接受的代价，就未必需要更大力度的货币宽松来对冲。现在需要的是产业、税收、财政等结构政策持续推动，以市场化方向徐徐而为。

除非政策的底线被突破，否则在目前通胀难言乐观，外围压力确实在上升的局面下，货币政策必须审时度势，量力而为。

货币政策的主旨就是两句话：一是提供经济转型和应对内外压力所需要的合理充裕的流动性环境；二是管好货币总闸门，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来。

对于市场，需要明确政策目的、手段和路径，这三个维度。

要摒弃传统逆周期思维，要接受当前政策跨周期设计。利率在方向上做多的赔率确实不高，但是胜率是否一定就大？空间是否也极其有限？

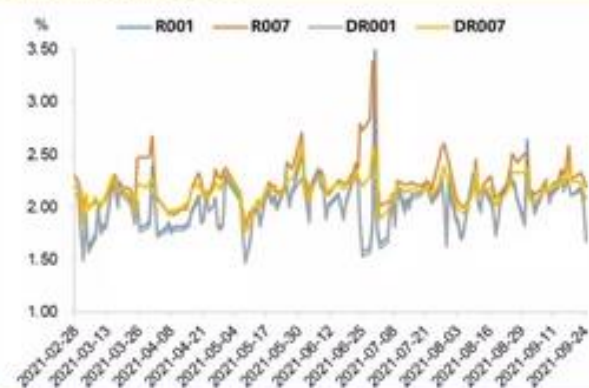
所以，站在国庆长假前的位置，建议市场维持合理的预期，可以保持乐观，但是要适度。

在目前政策利率维持不变的情况下，资金面总体较为稳定，我们预计后续资金利率仍有下限，下限持平于二季度。在政策面看不到重要行动以前，对应 10 年国债利率将继续贴近 1 年期 MLF 利率，后续预计波动范围在 2.75-3.15% 之间。

策略展望：10 月资金面会松吗？

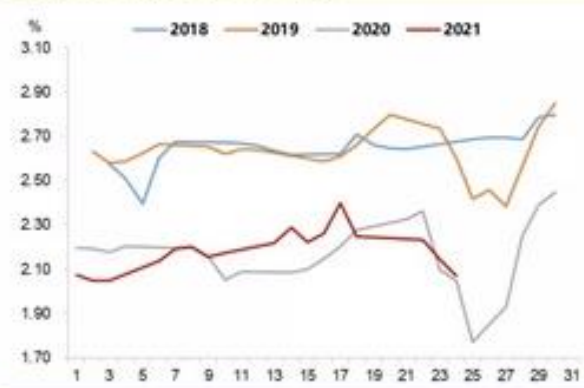
9 月资金面延续了降准以来相对平稳的态势。展望 10 月，考虑到当前错综复杂的环境，10 月资金面是否有可能更加宽松？

图 1：9 月资金面维持稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：2018 年以来 9 月 DR007 走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.1. 9 月资金面回顾

进入 9 月，资金利率先升后降，但仍然维持在春节以来的平均水平。

(1) 央行操作仍是主导

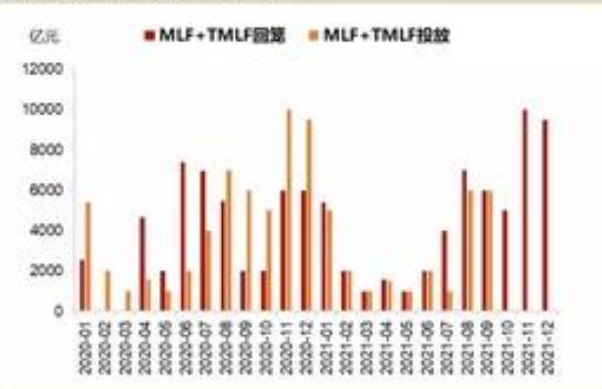
央行于 9 月 15 日等额续作 6000 亿元 MLF，随后于 9 月 17 日增加逆回购投放量，维持银行体系流动性合理充裕，保持资金利率维持平稳态势。

图 3：9 月 17 日开始央行增加逆回购投放



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：9 月 15 日央行等额续作 MLF



资料来源：Wind，天风证券研究所

其中有两个点需要关注：

□ 历年 9 月央行投放节奏基本一致，但今年 9 月央行投放量不及前几年。

考虑到政府支出节奏、政府债发行与税期等因素，历年 9 月央行投放呈现“两头低、中间高”的态势，但今年 9 月央行投放量明显不及往年（MLF + 逆回购，2019 年 9 月有降准）。

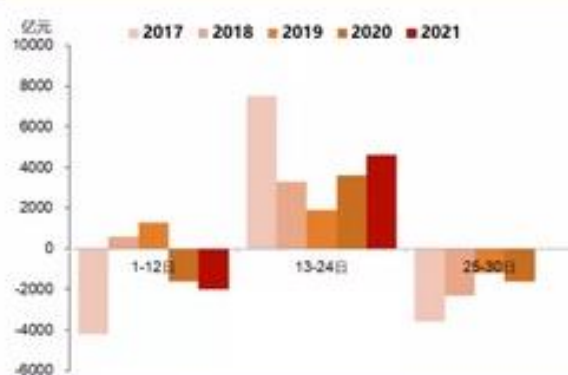
正如 9 月 7 日孙国峰司长在政策吹风会上所说，“近年来，央行完善流动性和市场利率调控框架，提高透明度，通过言行一致的操作和预期管理稳定了市场预期，有效降低了金融机构的预防性流动性需求，使得维护货币市场平稳运行所需要的流动性的总量持续下降。也就是说在目前的条件下，可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行” [1]。

图 5: 历年 9 月 MLF 投放与回笼情况



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 历年 9 月央行公开市场操作投放节奏



资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 1: 历年 9 月央行公开市场操作表述 (节选)

日期	表述
2017/09/01	8 月末财政集中支出, 对冲地方政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素后银行体系流动性总量继续处于较高水平, 9 月 1 日不开开展公开市场操作。
2017/09/15	为对冲税期、金融机构缴纳法定存款准备金等因素的影响, 维护银行体系流动性基本稳定, 9 月 15 日人民银行以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。
2017/09/18	为对冲税期、政府债券发行缴款和 MLF 到期等因素的影响, 维护银行体系流动性基本稳定, 9 月 18 日人民银行以利率招标方式开展了 3000 亿元逆回购操作。
2017/09/25	临近月末财政支出力度加大, 可一定程度对冲央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素。为维护银行体系流动性基本稳定, 人民银行于 9 月 25 日以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。
2017/09/27	临近月末财政支出力度加大, 对冲央行逆回购到期等因素后银行体系流动性处于较高水平, 9 月 27 日不开开展公开市场操作。
2018/09/03	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收政府债券发行缴款等因素的影响, 2018 年 9 月 3 日不开开展公开市场操作。
2018/09/05	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响, 2018 年 9 月 5 日不开开展公开市场操作。
2018/09/12	为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响, 维护银行体系流动性合理充裕, 2018 年 9 月 12 日人民银行以利率招标方式开展了 600 亿元逆回购操作。
2018/09/18	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响, 维护银行体系流动性合理充裕, 2018 年 9 月 18 日人民银行以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。
2018/09/21	考虑到月末财政支出、中央国库现金管理操作可对冲政府债券发行缴款、央行逆回购到期等因素的影响, 为维护银行体系流动性合理充裕, 2018 年 9 月 21 日人民银行不开开展逆回购操作。
2019/09/02	目前银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收政府债券发行缴款等因素的影响, 2019 年 9 月 2 日不开开展逆回购操作。
2019/09/16	2019 年 9 月 16 日, 中国人民银行下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点, 释放长期资金约 8000 亿元。银行体系流动性总量处于较高水平, 可吸收央行逆回购到期等因素的影响, 今日不开开展逆回购操作。

2019/09/19	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、地方国库现金管理到期等因素的影响，维护季末流动性平稳，2019年9月19日人民银行以利率招标方式开展了1700亿元逆回购操作。
2019/09/29	临近季末财政支出力度较大，银行体系流动性总量处于较高水平，2019年9月29日不开展逆回购操作。
2020/09/01	为维护银行体系流动性合理充裕，2020年9月1日人民银行以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作。
2020/09/15	为维护银行体系流动性合理充裕，2020年9月15日人民银行开展6000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对9月17日MLF到期的续做），充分满足了金融机构需求。今日无逆回购操作。
2020/09/18	为维护季末流动性平稳，2020年9月18日人民银行以利率招标方式开展了1700亿元7天和14天逆回购操作。
2020/09/22	为维护季末流动性平稳，2020年9月22日人民银行以利率招标方式开展了3500亿元逆回购操作。
2020/09/27	为维护季末流动性平稳，2020年9月27日人民银行以利率招标方式开展了200亿元逆回购操作。
2021/09/01	为维护银行体系流动性合理充裕，2021年9月1日人民银行以利率招标方式开展了100亿元逆回购操作。
2021/09/15	为维护银行体系流动性合理充裕，2021年9月15日人民银行开展6000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对9月15日MLF到期的续做）和100亿元逆回购操作。
2021/09/17	为维护季末流动性平稳，2021年9月17日人民银行以利率招标方式开展了7天和14天逆回购操作共1000亿元。

资料来源：中国人民银行官网，天风证券研究所

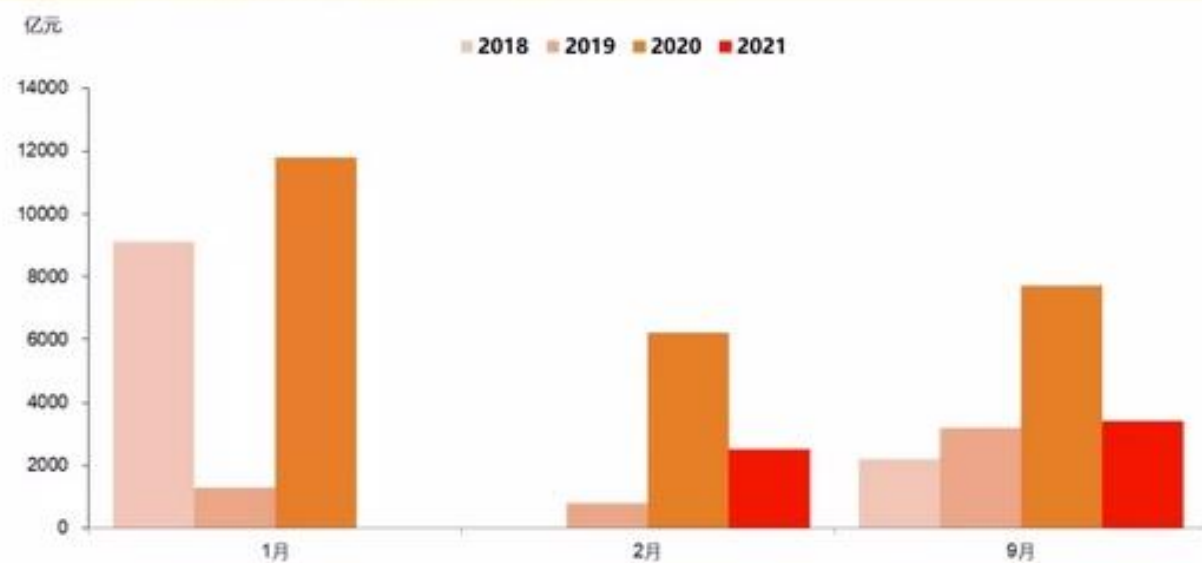
□ 央行重启 14 天逆回购

今年年初以来，央行仅在2月4日-2月7日投放14天逆回购，以维持春节前流动性平稳。

9月17日，央行重启14天逆回购，且连续5个工作日维持14天逆回购投放。

悉数2018年以来央行逆回购操作可知（2018年以后央行逆回购操作逐渐趋于平稳），央行在春节、中秋等重大节日前偏向于使用14天逆回购平滑流动性，政策并无明显特殊性。

图 7：2018 年以来春节和元旦前夕央行 14 天逆回购投放



资料来源：Wind，天风证券研究所

央行 9 月 23 日电话会议要求“推动常备借贷便利操作方式改革，有序实现全流程电子化，有利于提高操作效率，稳定市场预期，增强银行体系流动性的稳定性，维护货币市场利率平稳运行”。

央行调控行为更加精细和进一步强化预期引导，促进货币市场交易机制完善，规避银行体系异常波动，预计这一操作行为后续会继续维持。

(2) 政府债发行高于往年平均水平

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_26963

