

证券研究报告 / 宏观数据

如何理解央行近期释放信号？

---流动性周度观察（2021年第2周）

报告摘要：

1月15日，央行中性续作MLF，当月合计净回笼405亿元。我们认为主要原因是银行对MLF的资金需求不强。近期1年期AAA同业存单利率在2.76%，低于MLF利率近20BP。另一方面，结合年初以来公开市场操作持续净回笼的情况，同时孙国峰司长发话“当前利率水平是合适的，目前存款准备金率水平不高”，均表明货币政策并未有进一步宽松的意图。近两周我们看到，隔夜利率、DR007、短端存单利率在依次回升，预计未来市场利率将逐步调整至政策利率附近，资金面对于债市的推动力将逐步削弱。

一季度降准置换MLF的可能性有多大？当前MLF余额处在历史高位，而2018以来三次降准置换MLF时均具备这一条件。但考虑到1）年初资金面相对宽松，银行负债成本不高，同时企业贷款利率也处在历史最低水平，流动性环境并不符合进一步推动资金成本降低的诉求。2）从投放规模来看，过去三次置换MLF是在全面降准背景下实施的，本身释放的资金规模较大，对应MLF置换量也较高。而今年2月及3月到期量分别为2000亿元、1000亿元，到期规模较小，也不支持央行在一季度实施降准置换MLF。

债市流动性：上周银行间短端利率持续上行，DR001大幅上行84BP至1.75%，DR007上行3BP至2.01%。各期限同业存单利率均有所抬升，1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率较前一周分别上行18BP、6BP、4BP。上周中票利率持续回落，各期限信用利差全线走窄。

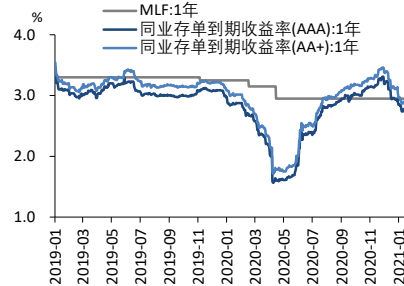
上周长短端国债先降后升，国债收益率曲线平坦上行。上周基本面数据整体不利于债市，例如通胀小幅超预期走高，进出口数据依旧向好，黑色系商品回归上涨通道。但在资金面相对宽松的推动下，叠加社融增速降幅超预期，加强市场对于未来信用收敛的预期，10年期国债利率周四走低至3.1%。但周五央行中性续作MLF、叠加央行官方表态，纠正市场对于货币政策进一步宽松的预期，带动当日10年期国债上行至3.15%。

股市流动性：上周杠杆、北向资金流入放缓，机构资金大幅续增。杠杆资金流入100亿（环比-436亿），北向资金净流入180亿（环比-17亿），新发偏股型基金1357亿（环比-496亿）。股市募资需求、解禁规模回落。限售股解禁2362亿（环比-497亿），重要股东净减持126亿（环比+39亿），股市募资229亿（环比+69亿）。

海外流动性：上周美元指数小幅上行，人民币汇率延续升值，美元指数收于90.79，较前一周上行0.72，美元兑人民币中间价收于6.46。上周美债利率基本保持在1%以上，周四拜登公布1.9万亿美元纾困计划，带动通胀预期及实际利率上行，10年期美债利率冲高至1.5%，周五，受美国12月消费及通胀降温影响，10年期美债利率回落至1.1%。中美利差收于204BP，较前一周小幅增加2.52BP。

风险提示：海外疫情持续反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《市场热议“缩减购债”，鲍威尔释放鸽派论调》
--20210117

《出口向好的趋势不会很快转变》
--20210114

《信用结构分化，制造业延续扩张，地产城投被动收缩》
--20210113

《通胀温和回升，尚无过热风险》
--20210112

《“蓝潮”助推通胀交易》
--20210110

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	央行近期热点问题梳理	4
1.1.	如何理解近期资金面表现	4
1.2.	一季度降准置换 MLF 的可能性有多大?	4
1.3.	如何理解未来货币政策方向?	6
1.4.	未来 M1 增速走势如何?	7
2.	货币政策暂未有进一步宽松, 短端利率逐步回升	7
2.1.	公开市场操作: 央行中性续作 MLF, 存单利率保持低位	7
2.2.	资金利率: 短端利率持续上行, 中长端利率相对稳定	7
3.	实体流动性: 票据利率大幅上行, 信用利差继续收窄	8
3.1.	票据&理财: 票据利率大幅上行, 短端理财收益率明显回落	8
3.2.	信用利差: 中票利率持续下行, 各期限信用利差同步收窄	9
4.	债市流动性: 国债利率先下后上, 长短端利差收敛	9
4.1.	一级市场: 利率债净融资小幅回升, 年初供给环境友好	9
4.2.	二级市场: 10 年期国债利率小幅走高, 收益率曲线平坦上行	10
5.	股市流动性: 资金流入平缓, 资金需求回落	11
5.1.	资金供给: 杠杆、北向资金流入放缓, 机构资金大幅续增	11
5.2.	资金需求: 股市募资、净减持规模小幅增加, 解禁规模小幅回落	12
6.	海外: 美元指数上行, 10 年期美债利率保持在 1%以上	13
6.1.	汇率: 美元指数小幅上行, 人民币汇率延续升值趋势	14
6.2.	债市: 10 年期美债利率维持在 1%以上	15

图表目录

图 1: MLF 存量与增量	5
图 2: 存款准备金率	5
图 3: 超储率	5
图 4: DR007	5
图 5: 3 个月同业存单到期收益率	6
图 6: 一般贷款利率	6
图 7: 公开市场操作与到期情况	7
图 8: 同业存单利率与上周基本持平	7
图 9: DR001 大幅上行, GC001 小幅上行	8
图 10: DR007 有所上行, 但持续低于逆回购利率	8
图 11: 银行和非银流动性收敛	8
图 12: 1 个月同业存单利率快速上行	8
图 13: 票据转贴现利率大幅上行	9

图 14: 短期理财预期年收益率大幅下降	9
图 15: 中票利率持续下行	9
图 16: 各期限中票信用利差同步收窄	9
图 17: 利率债发行规模回升	10
图 18: 利率债净融资规模回升	10
图 19: 同业存单发行规模小幅回升	10
图 20: 同业存单发行利率走势分化	10
图 21: 国债、政策性银行债成交量续升	11
图 22: 同业存单成交量小幅回落	11
图 23: 10 年期国债利率小幅走高	11
图 24: 国债收益率曲线平坦上行	11
图 25: 两融余额流入放缓	12
图 26: 融资买入额保持高位	12
图 27: 北向资金流入规模同步放缓	12
图 28: 机构资金流入规模大幅续增	12
图 29: 股票市场募资规模小幅上升	13
图 30: 限售股解禁规模小幅回落	13
图 31: 重要股东净减持规模小幅增加	13
图 32: 人民币汇率升值趋势延续	15
图 33: 美元指数保持在 90 上方	15
图 34: 10 年期美债收益率趋陡	15
图 35: 中美利差持续走窄	15
图 36: 10 年期德国国债利率小幅上行	16
图 37: 10 年期日本国债利率小幅下行	16
 表 1: 降准置换 MLF 历史回顾	 5
表 2: 上周海外政策新闻回顾	13

1. 央行近期热点问题梳理

1.1. 如何理解近期资金面表现

1月15日，央行中性续作MLF，当月合计净回笼405亿元。我们认为主要原因是**银行对MLF的资金需求不强**。近期1年期AAA同业存单利率在2.76%，低于MLF利率近20BP。另一方面，结合年初以来公开市场操作持续净回笼的情况，同时孙国峰司长发话“**目前经济已经回到潜在产出水平，企业信贷需求强劲，货币信贷合理增长，说明当前利率水平是合适的，目前存款准备金率水平不高**”，均表明货币政策并未有进一步宽松的意图。

近期资金面的宽松主要来自于市场的多重因素影响，永煤违约后央行对于资金面的持续呵护、1月债券供给力量不强、缴税期推迟至20日，导致上旬资金利率保持低位。近两周我们看到，隔夜利率、DR007、短端存单利率在依次回升，预计未来市场利率将逐步调整至政策利率附近，资金面对于债市的推动力将逐步削弱。

1.2. 一季度降准置换MLF的可能性有多大？

近期市场存在较多关于降准置换MLF的讨论，直接原因是当前MLF余额处在历史高位，而2018以来三次降准置换MLF时均具备这一条件，但我们认为今年一季度采取这一措施可行性不高，尤其是在1月份已经续作5000亿元MLF的背景之下。

首先，降准置换MLF的主要诉求，一方面是通过降准增加长期资金供应，降低银行资金成本，另一方面是**新增资金用于小微企业贷款投放，降低企业融资成本**。回顾2018年以来三次置换经历，均发生在实体负债端成本较高的时期，不仅存在超储率水平偏低导致银行负债端成本较高的问题，同时也存在货币市场利率向贷款利率传导不畅的问题。同时，2018年正处在结构性去杠杆的过程中，非标规模大幅压降，同时经济下行压力增加、市场风险偏好下降也进一步导致民营企业融资渠道收紧，急需结构性政策来引导银行加大对实体经济的支持。

而今年年初资金面相对宽松，DR007和同业存单利率均处在较低位置，银行负债成本不高，同时企业贷款利率也处在历史最低水平。**当前流动性环境也并不符合进一步推动资金成本降低的诉求。**

同时，从投放规模来看，过去三次置换MLF是在全面降准背景下实施的，本身释放的资金规模较大，对应MLF置换量也较高。2018年4月、2018年10月、2019年1月，对应的置换MLF规模分别为9000亿元、4500亿元、12000亿元，分别释放增量资金4000亿元、7500亿元、8000亿元。

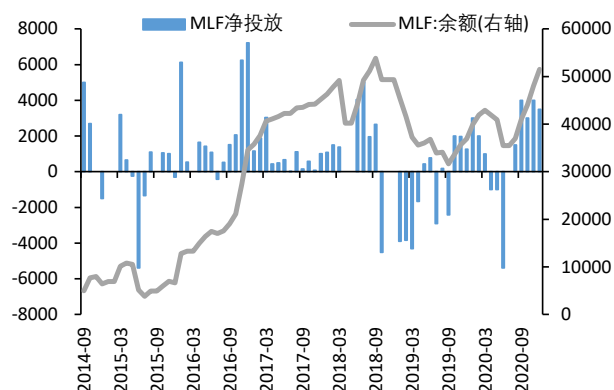
而今年1月份MLF共到期5405亿元，已经续作5000亿元，2月及3月到期量分别为2000亿元、1000亿元。可见，**一季度MLF到期规模较小，也不支持央行在一季度实施降准置换MLF。**

表 1: 降准置换 MLF 历史回顾

实施时间	具体操作	面向对象	MLF 余额	存款准备金率	DR 007	3M NCD	一般贷款利率
2018/4/25	存款准备金率下调 1 个百分点, 偿还 MLF9000 亿元, 释放增量资金 4000 亿元, 大部分增量资金释放给了城商行和非县域农商行, 余下小部分资金用于 4 月中下旬的税期对冲。	大型商业银行、股份制商	4.9 万亿 2018Q1	17% 降至 16%	2.85%	4.50%	6.01% 2018Q1
2018/10/15	存款准备金率下调 1 个百分点, 偿还 MLF4500 亿元, 释放增量资金 7500 亿元, 增加金融机构支持小微企业、民营企业 and 创新型企业的资金来源, 余下小部分资金用于 10 月中下旬的税期对冲。	业银行、城市商业银行、非县域	5.4 万亿 2018Q3	15.5% 降至 14.5%	2.65%	2.72%	6.19% 2018Q1
2019/1/4	下调存款准备金率 1 个百分点, 其中 1 月 15 日、1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。置换 1 季度到期的 1.2 万亿 MLF, 净释放长期资金约 8000 亿元。置换中期借贷便利每年可直接降低相关银行付息成本约 200 亿元。	农村商业银行、外资银行	5.2 万亿 2018Q4	14.5% 降至 13.5%	2.65%	3.27%	5.91% 2018Q1

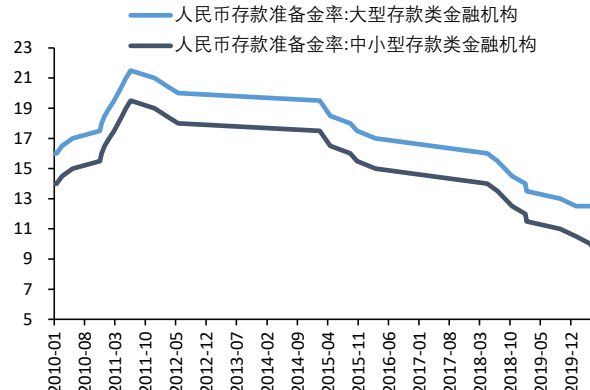
数据来源: 东北证券, Wind

图 1: MLF 存量与增量



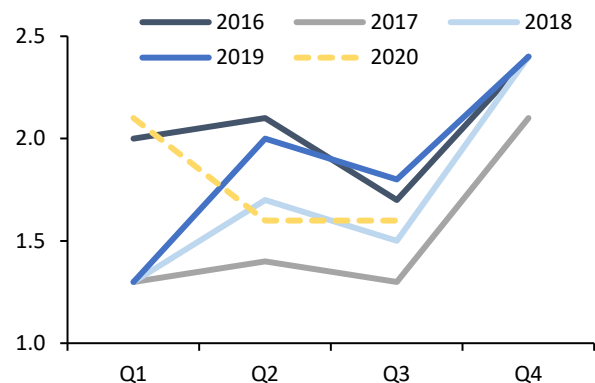
数据来源: 东北证券, Wind

图 2: 存款准备金率



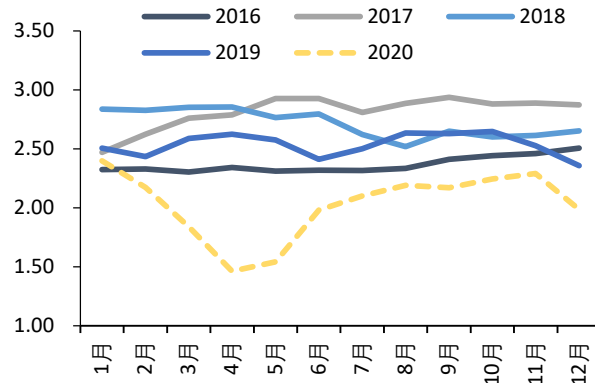
数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 超储率



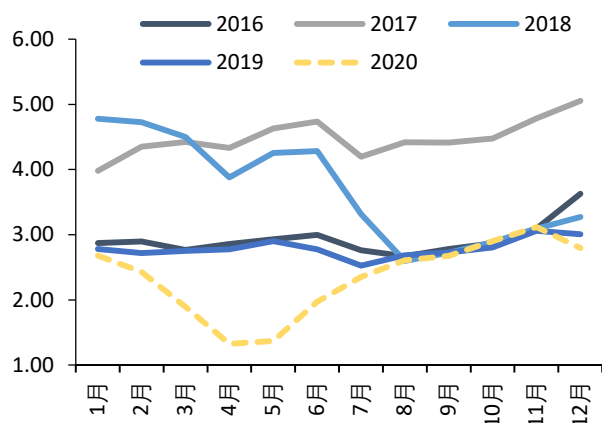
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: DR007



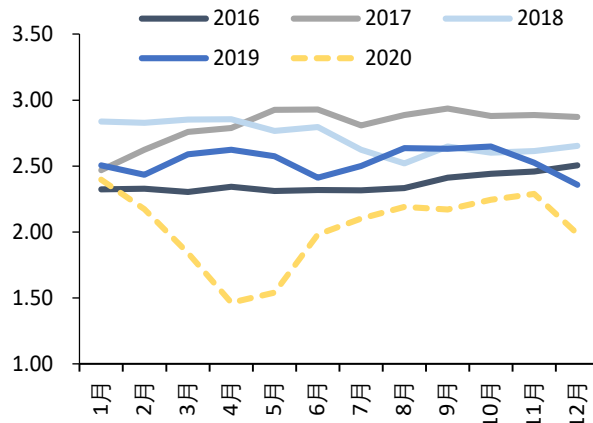
数据来源: 东北证券, Wind

图 5：3 个月同业存单到期收益率



数据来源：东北证券，Wind

图 6：一般贷款利率



数据来源：东北证券，Wind

1.3. 如何理解未来货币政策方向？

1 月 13 日，孙国峰司长发表《健全现代货币政策框架》，明确指出现代货币政策框架包括三部分，优化的货币政策目标、创新的货币政策工具、畅通的货币政策传导机制。结合 1 月 15 日国新办新闻发布会中有关阐述，我们认为对于未来货币政策方向主要传达以下几点信息：

一是，当前货币政策以币值稳定为首要目标，更加重视就业目标。保持币值稳定，即对内保持物价稳定，对外保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。考虑到今年呈现通胀表现较为温和，那么汇率和就业则是当下主要关注目标。从这一角度来看，也能够理解今年货币政策不急转弯的原因。

二是，考虑到当前经济增长已经回归潜在增长水平，那么对于货币政策中介目标，M2 和社会融资规模增速需要与名义经济增速基本匹配，对应的利率水平也应符合保持经济在潜在产出的要求。央行强调几个概念，一是“基本匹配并不意味着完全相等，是中长期概念，不是短期概念。”其蕴含着将稳定宏观杠杆率的机制内嵌在货币政策中介目标。M2 和社会融资规模增速可以根据经济形势和宏观经济治理的需要，略高或者略低于名义经济增速，以此体现中长期内货币政策的逆周期调节。二是，“综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标。”在经济运行的非正常时期，经济增速可能会大大偏离潜在的产出水平，这时货币政策就要参照反映潜在产出的名义经济增速来把握，支持经济增长回归潜在增速。

三是，央行表明结构性工具的存续期要与其服务的阶段性目标相适应，稳妥调整和接续特殊时期出台的应急政策。2020 年推出的结构性政策中，再贷款再贴现已经于 2020 年末使用完毕，两项直达实体经济的货币政策工具确认延期至今年 3 月底。未来更多的是一些定向支持工具，加大对科技创新、小微企业、绿色发展等重点任务的金融支持。

1.4. 未来 M1 增速走势如何？

央行在国新办发布会中解释 2020 年 M1 增速回升的三个原因：一是结构性政策引导资金流向传统制造业、批发零售业，带动其活期存款增加。11 月末，制造业和批发零售业活期存款同比增速 16.5%，新增额占全部单位活期存款的比重是 30%。二是，部分行业存在资金沉淀，项目的筹资和投资之间有一定的时间差，比如公共管理、商务租赁等服务业。三是，结构性存款压降也带动部分资金流向活期存款中的协定存款。

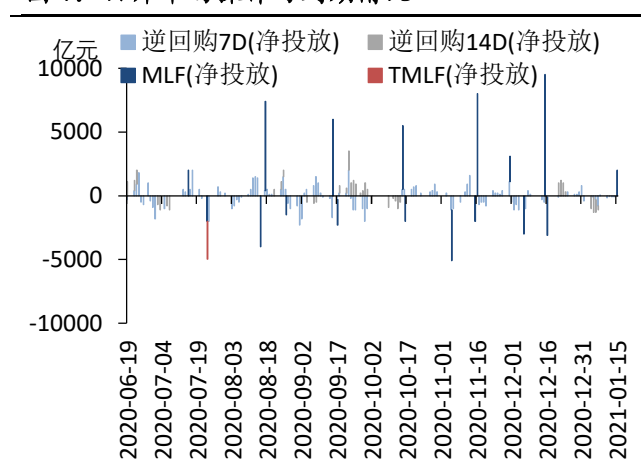
从以上三点来看，随着疫情逐步缓解、投资项目进展加快、压降结构性存款的暂歇，同时考虑到地产销售释放的增量资金向上空间也相对有限，未来 M1 走势相对平稳。

2. 货币政策暂未有进一步宽松，短端利率逐步回升

2.1. 公开市场操作：央行中性续作 MLF，存单利率保持低位

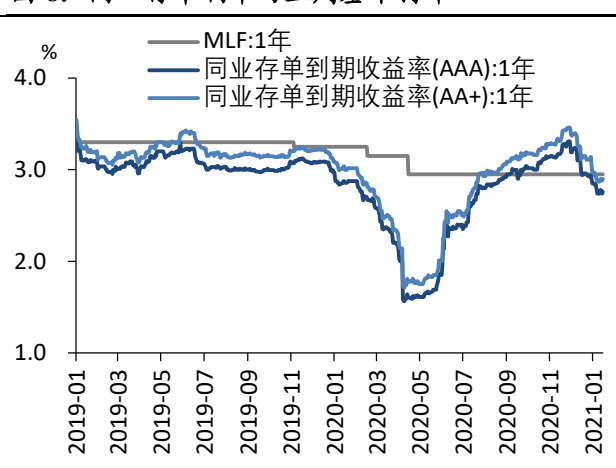
上周(1月11日-1月17日)，央行单周净投放 1610 亿元(含国库现金)。其中，逆回购每日进行小额投放，当周净回笼 390 亿元，MLF 当周净投放 2000 亿元。下周仅有 140 亿元逆回购到期、2405 亿元 TMLF 到期。1月15日，央行开展 5000 亿元中期借贷便利(MLF)操作(含对 1月15日 MLF 到期和 1月25日 TMLF 到期的续做)，对应 1 月份 MLF 净回笼 405 亿元，成为去年 7 月以来的首次 MLF 净回笼。上周 1 年期 AAA 同业存单到期收益率维持在 MLF 利率之下，与上周基本持平。

图 7：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8：同业存单利率与上周基本持平



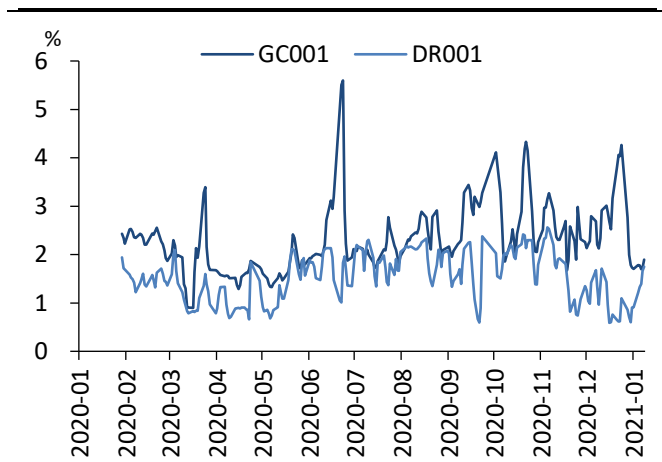
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：短端利率持续上行，中长端利率相对稳定

上周银行间短端利率持续上行。与前一周相比，上周 DR001 大幅上行 83.84BP 至 1.7537%，GC001 上行 19.20BP 至 1.8970%。**流动性分层情况进一步缓和，R007 及 DR007 利差收窄至 2.25BP**。DR007 上行 3.14BP 至 2.0109%，R007 上行 7.46BP 至 2.0334%。

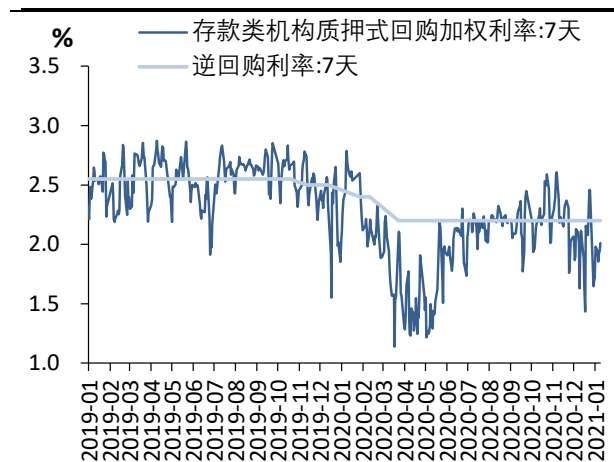
上周各期限同业存单利率均有所抬升。1个月、3个月、6个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别上行 18.40BP、5.96BP、3.68BP 至 2.0248%、2.3413%、2.5269%。

图 9: DR001 大幅上行, GC001 小幅上行



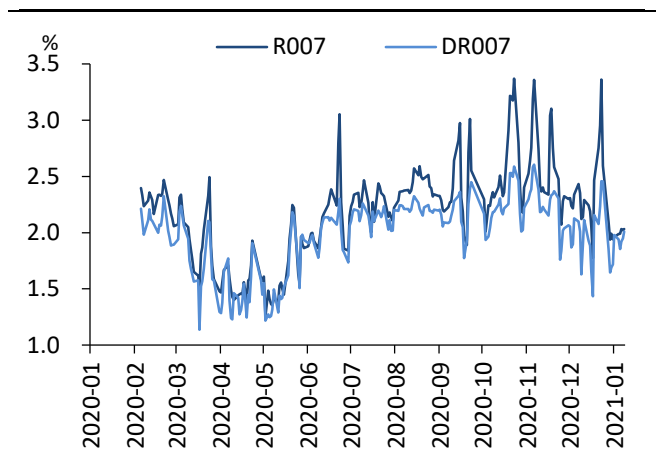
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: DR007 有所上行, 但持续低于逆回购利率



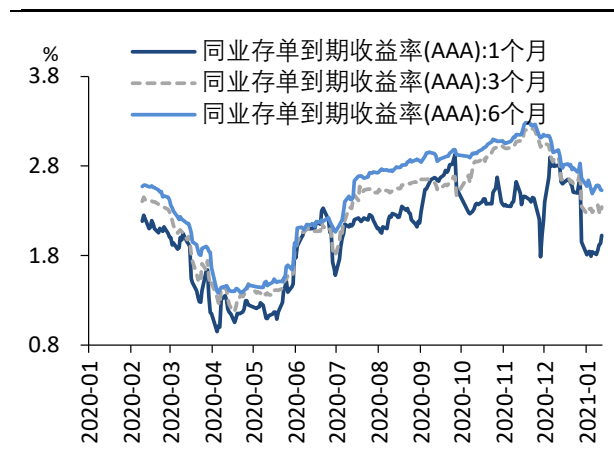
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 银行和非银流动性收敛



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 1 个月同业存单利率快速上行



数据来源: 东北证券, Wind

3. 实体流动性: 票据利率大幅上行, 信用利差继续收窄

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_144

