

2021 年 02 月 21 日

找准流动性的“脉搏”

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

● **相较于货币市场变化，理解政策对防风险的重视，或有助于把握流动性趋势**
随着节后资金压力缓解，公开市场操作回笼资金属于常规操作，没有必要过度解读。2月18日和19日，公开市场连续回笼资金、共计3400亿元，引起部分人士对货币政策收紧的担忧。经验显示，随着资金逐步回流银行体系、跨期需求下降等，节后资金压力一般趋于缓解，央行多回笼资金。但2021年节前资金异常紧张，使得机构对公开市场操作关注非常高，央行也加强与市场沟通、引导预期。相较于货币市场变化，市场或低估了政策对防风险的重视度，“资产泡沫”、“补齐监管短板”等表述频现。节前，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度杠杆行为，已释放一定信号。事实上，2020年10月开始，当局对“资产泡沫”等风险的关注明显上升，只是“永煤”事件的出现，对政策操作和市场预期形成扰动。近期央行明确强调，抓紧补齐监管短板、坚决遏制各类风险反弹回潮。

● **解决结构性问题，不宜总量政策收紧，货币流动性也不具备趋势性收紧基础**
房地产“泡沫”等决定了货币政策不能“大水漫灌”，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。随着资金违规流向房地产等增多，央行重提把握“货币总闸门”，更加注重政策精准、适度。不同于传统周期，解决地区、结构性问题，总量政策收紧不一定有针对性、甚至可能出现“负作用”。“双支柱”框架下，房地产金融宏观审慎管理加强，房地产贷款集中度管理、严查经营贷等措施陆续落地。政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境也不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用环境已进入收缩通道，社融增速连续2个月明显回落。如果货币流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。经验显示，信用“收缩”阶段，政策搭配以“宽货币”和“紧信用”为主，并适时适度采取对冲措施。近期央行也明确强调要防止信用“收缩”。

● **信用“收缩”下，资金中枢中短期或相对平稳，关注债务集中到期等潜在影响**
伴随信用加速“收缩”，下一阶段需关注，贷款展期和债券等集中到期，对政策操作和流动性环境潜在影响。2020年共有7.3万亿元贷款本息实施延期，使得很大一部分贷款到期偿付压力延期到2021年，仅五大行2021年上半年贷款到期规模同比多增近1.8万亿元。同时，信用债和地方债到期规模也明显增加，尤其是3月和4月，信用债合计到期超1.6万亿元、较2020年同期多增近5000亿元。总体来看，货币市场利率中枢中短期或相对平稳，资金波动或有所加大、但无需过度反应。随着压降结构性存款等影响减弱，银行“水位”回归正常，12月超储率回升至2.2%；结合最新政策表态来看，货币市场利率中枢中短期或维持相对平稳，资金利率或宽幅区间震荡。重申观点：债市不必过于悲观，短期调整提供了更好的配置时点，伴随信用“收缩”影响逐步显现，长端利率或重回下行通道。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济专题-就地过年下的经济“开门红”》-2021.2.17

《宏观经济专题-“春节”效应 VS 经济“趋势”》-2021.2.16

《宏观经济专题-3 分钟看清春节海外要闻》-2021.2.15

目 录

1、 找准流动性的“脉搏”	3
2、 研究结论：不必过度关注公开市场操作，货币流动性不具备趋势性收紧的基础	7
3、 风险提示	8

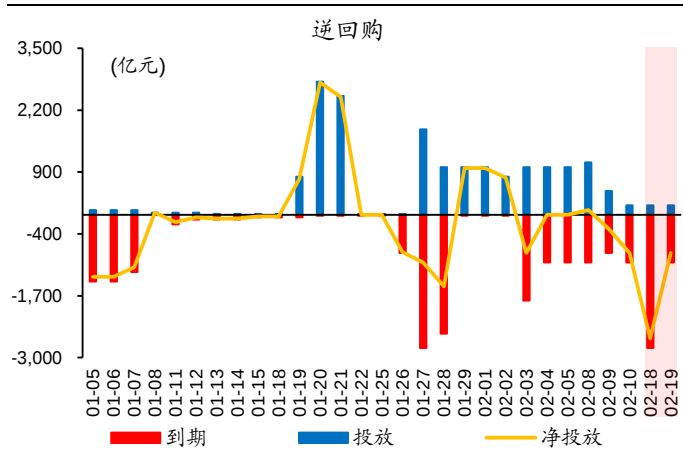
图表目录

图 1： 节后连续两个工作日，逆回购连续回笼资金	3
图 2： 货币市场利率下行、而隔夜成交规模占比回落	3
图 3： 节后资金利率多有回落	3
图 4： 回溯历史，节后公开市场多净回笼	3
图 5： 2020 年以来，一线城市住宅价格明显抬升	5
图 6： 货币环境宽松阶段，地产相关贷款占比有所抬升	5
图 7： “紧信用”环境，多对应“宽货币”	6
图 8： 中性情景下，2021 年社融或回落至 10% 左右	6
图 9： 2021 年上半年，五大行贷款到期明显增加	6
图 10： 2021 年地方债、信用债到期合计约 9.4 万亿元	7
图 11： 2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰	7
图 12： 2020 年 12 月，超储率已回升至 2.2%	7
图 13： 货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡	7
表 1： 近期，资产泡沫、监管短板等相关表述频现	4
表 2： 政策对房地产和债务风险的关注度提升	5
表 3： 2020 年 8 月以来，地产调控措施加强	5
表 4： 2020 年疫情期间推出的货币政策工具或到期	6

1、找准流动性的“脉搏”

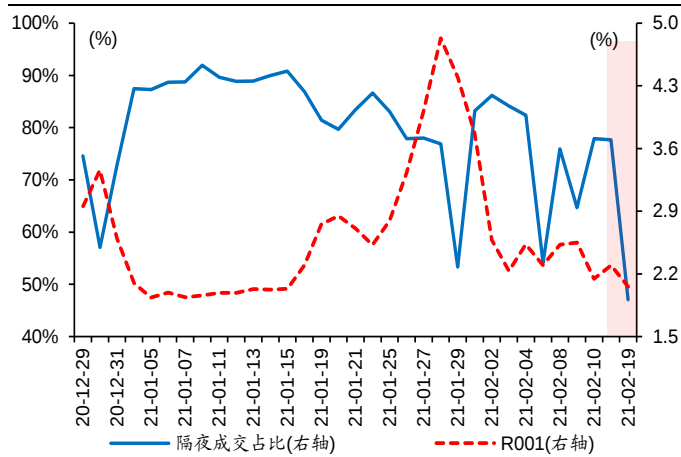
节后公开市场操作连续净回笼资金，引起部分人士对货币政策收紧的担忧。节后2个交易日，MLF和逆回购集中到期5800亿元，除等额续作MLF外，央行仅投放400亿逆回购，净回笼资金3400亿元。尽管货币市场利率已明显回落，资金大幅净回笼仍引起广泛关注和讨论。衡量杠杆行为的隔夜质押回购成交占比，较节前大幅回落至47%，除春节因素外，也一定程度反映了机构行为的偏谨慎。

图1：节后连续两个工作日，逆回购连续回笼资金



数据来源：Wind、开源证券研究所

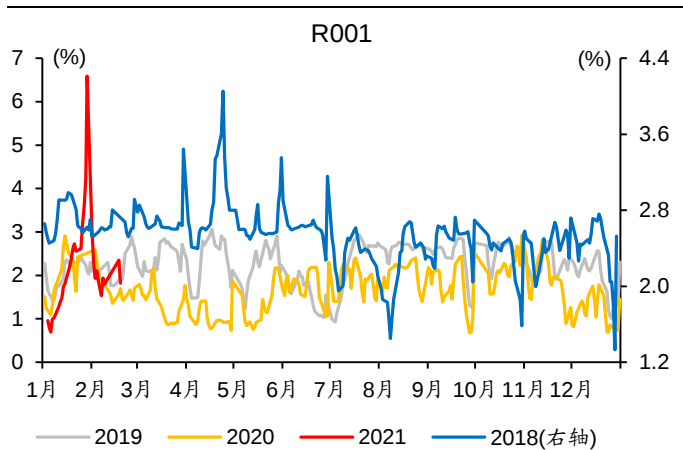
图2：货币市场利率下行、而隔夜成交规模占比回落



数据来源：中国货币网、开源证券研究所

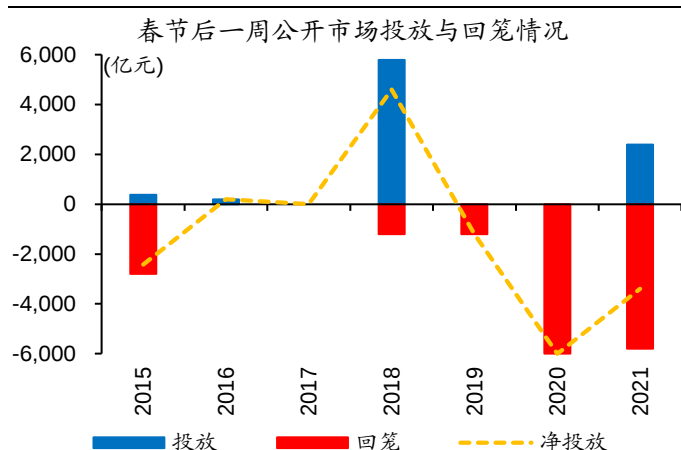
经验显示，节后资金压力一般趋于缓解，公开市场多净回笼；为避免市场误解，近期央行还加强市场预期引导。经验显示，随着资金逐步回流银行体系、跨期需求下降等，节后资金压力一般趋于缓解，央行多回笼资金。但2021年节前资金异常紧张，使得机构对公开市场操作关注非常高，央行也加强与市场沟通、引导预期，通过多个渠道强调，不应过度关注公开市场操作数量、个别机构成交利率等。

图3：节后资金利率多有回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：回溯历史，节后公开市场多净回笼



数据来源：Wind、开源证券研究所

相较于货币市场变化，市场或低估了政策对防风险的重视度，“资产泡沫”、“补齐监管短板”等表述频现。节前，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度

杠杆行为，已释放一定信号。事实上，2020 年 10 月开始，当局对“资产泡沫”等风险的关注意明显上升，只是“永煤”事件的出现，对政策操作和市场预期形成扰动。近期央行明确强调，抓紧补齐监管短板、坚决遏制各类风险反弹回潮。

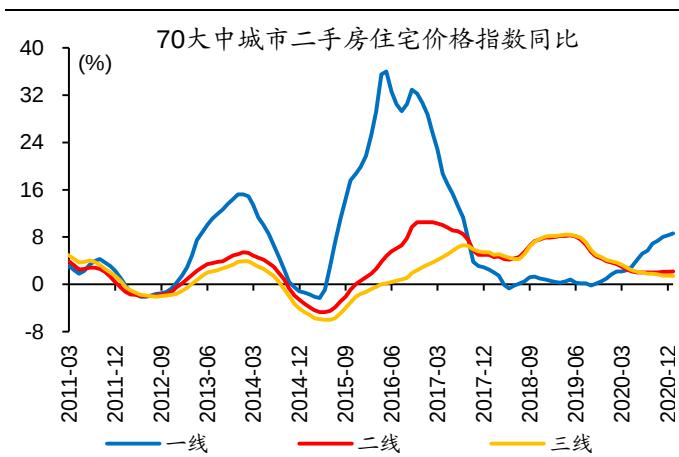
表1：近期，资产泡沫、监管短板等相关表述频现

分类	时间	会议/文件	主要内容
资产泡沫	2020 年 10 月 24 日	金融街论坛	中国金融不能走 投机赌博的歪路 ，不能走 金融泡沫自我循环的歧路 ，不能走 庞氏骗局的邪路 。
	2020 年 11 月 6 日	国务院政策例行吹风会	“资金去哪里？要去实体经济，不要去玩“钱生钱”的游戏...政策要有确定性，货币政策要有一定的数量但不能“溢出来”。
	2020 年 11 月 27 日	“财经年会 2021：预测与战略”	坚决防范和化解系统性金融风险，持续拆解高风险影子银行业务， 严查严控资金违规流入房地产领域 ，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020 年 12 月 1 日	《完善现代金融监管体系》	完善现代金融监管体系... 房地产是现阶段我国金融风险方面最大的‘灰犀牛’。
	2021 年 1 月 15 日	2020 年金融统计数据新闻发布会	密切关注重要领域的资产价格，在保持物价稳定的同时， 通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险 ，以切实维护金融稳定。
	2021 年 1 月 26 日	中央经济工作会议解读与当前经济形势分析专题研讨会	“有些领域的泡沫已经显现 ，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近 30%，在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。另外， 最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。”
金融监管	2020 年 12 月 19 日	中央经济工作会议	加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为。金融创新必须在审慎监管的前提下进行... 大力提升国内监管能力和水平。
	2021 年 1 月 6 日	央行工作会议	抓紧补齐监管制度短板 ...确保金融创新在审慎监管前提下发展，普惠金融服务质量和竞争力稳中有升。
	2021 年 1 月 8 日	易纲谈 2021 年金融热点问题	要稳妥处置个体机构风险和重点领域风险， 健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系 ，进一步压实各方责任， 补齐监管制度短板 。要构筑与更高水平开放相适应的监管框架和风险控制体系...加强监管协调，形成监管合力。
	2021 年 2 月 8 日	四季度货币政策执行报告	维护金融安全，健全金融风险预防预警处置体系、问责制度， 抓紧补齐监管制度短板 ，坚决守住不发生系统性金融风险的底线... 坚决遏制各类风险反弹回潮 ，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域风险演化为全国性风险。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

结合相关表态、措施来看，当前政策或聚焦在房地产“泡沫”、区域债务风险等。2020 年政策托底过程中，资金空转、违规流向等问题凸显，部分热点城市房价快速、大幅上涨；使得国内疫情刚平复、经济活动修复伊始，当局即加大对相关行为的打击力度。新一轮地产调控的落地，及防范地方债务风险措施的加强等，均是政策对防风险重视度提升的具体体现，也是理解 2021 年政策的关键点。

图5：2020年以来，一线城市住宅价格明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

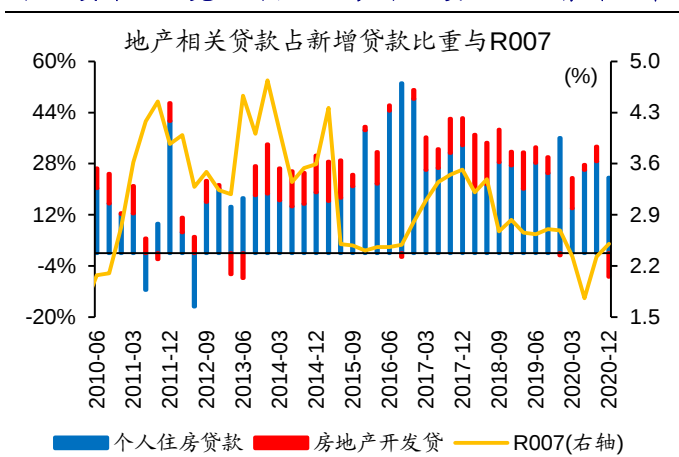
表2：政策对房地产和债务风险的关注度提升

分类	时间	事件	主要内容
债务	2020年8月	《坚定不转移防范化解金融风险攻坚战》	利率下行一致性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫。一些地方的房价开始反弹，金融资源有可能再次向高风险领域集中，提升金融系统风险。有序处置重点领域突出风险，实现稳增长和防风险长期均衡。
	2020年9月	关于做好修订后的预算法实施条例实施工作的通知	要进一步加强地方政府债务管理，严格执行地方政府债务的预算调整、转贷程序，及时并表风险预警和预警工作，切实防范和化解债务风险。
	2020年11月	“财经年会2021：预测与战略”	坚决防范和化解系统性金融风险，持续释放金融风险对于银行业务，严防严控资金违规流入房地产市场，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020年12月	刘元春：开发性、政策性金融机构不得配合地方政府变相举债	开发性、政策性金融机构等必须审慎合规经营，综合考量项目现金流、抵押物等审慎授信，严防向地方政府提供融资或配合地方政府变相举债，要清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能。严格落实政府举债终身问责制和债务问题问责制，严防地方政府以企业债形式增加隐性债务。
	2020年12月	《地方政府债券发行管理办法》	新增债券、再融资债券，其发行规模不得超过经国务院批准的当年本地区对应类别的债务限额或发行规模上限。债券发行后应调整债务资金用途，地方财政部门应当按程序报批。经省人民政府或省人大常委会批准后方可披露相关信息。
地产	2020年8月	《坚定不转移防范化解金融风险攻坚战》	房地产市场是金融安全的最大“灰犀牛”，严防资金违规流入房地产市场，利率下行一致性预期强化后，有可能助长杠杆交易和投机行为，催生新一轮资产泡沫，一些地方的房价开始反弹，金融资源有可能再次向高风险领域集中。
	2020年8月	住建部、人行召开重点房企座谈会	启动“三道红线”管理，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，控制房地产企业有息债务的增长。
	2020年9月	住建部印发政务公开工作要点	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位，落实城市主体责任，稳地价、稳房价和稳预期。
	2020年11月	“财经年会2021：预测与战略”	坚决防范和化解系统性金融风险，持续释放金融风险对于银行业务，严防严控资金违规流入房地产市场，积极配合防控地方政府隐性债务的风险。
	2020年12月	郭树清“完善现代金融监管体系”	把握好金融创新的边界，管好货币总闸门，房地产市场是我国金融风险防范方面最大的“灰犀牛”，健全定审、微审、行为监管三支柱。
	2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。
	2021年1月	上海银保监局	防止消费贷资金、经营性贷款等信贷资金违规用于房地产市场。
	2021年1月	北京银保监局	重点检查是否存在由于授信审批不严、受托支付管理不到位、贷后管理不尽职等情形导致消费贷、经营性贷款违规用于支付购房款等问题。

资料来源：中国人民银行、政府网站、开源证券研究所

房地产“泡沫”等决定了货币政策不能“大水漫灌”，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。随着资金违规流向房地产等增多，央行重提把握“货币总闸门”，更加注重政策精准、适度。不同于传统周期，解决地区、结构性问题，总量政策收紧不一定有针对性、甚至可能出现“负作用”。“双支柱”框架下，房地产问题更多依靠房地产金融宏观审慎管理，房地产贷款集中度管理、严查经营贷等措施陆续落地，上海、深圳等地区也有针对性出台了一些措施。

图6：货币环境宽松阶段，地产相关贷款占比有所抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

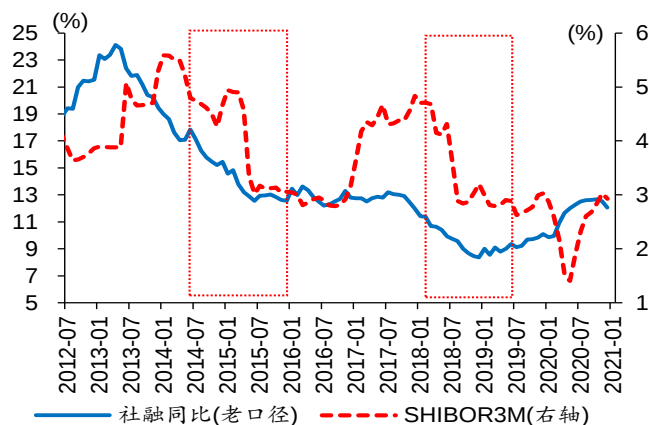
表3：2020年8月以来，地产调控措施加强

时间	事件/机构	主要内容
2020年8月	“三道红线”	启动“三道红线”管理，形成重点房地产企业资金监测和融资管理规则，控制房地产企业有息债务的增长。
2020年9月	银保监会召开新闻通气会	持续开展30多个重点城市房地产贷款专项检查，加大对“首付贷”、消费贷资金流向楼市的查处力度，助推房地产市场属性逐步回归。
2020年12月	房地产贷款集中度管理制度	综合考虑银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差异化调节机制。
2020年12月	住房和城乡建设工作会议召开	稳妥实施房地产长效机制方案，促进房地产市场平稳健康发展；大力发展租赁住房，解决好大城市住房突出问题，加强住房市场体系和住房保障体系建设，加快补齐租赁住房短板。
2021年2月	《关于加强个人经营性贷款管理防范信贷资金违规流入房地产市场的通知》	在贷款的申请和审批环节，各个银行审慎向近期申请过个人住房按揭贷款或购买住房的客户发放个人经营性贷款，针对经营贷来购房的行为，防止信贷资金转入与借款人经营活动无关的账户。
2021年1月	2021年中国银保监会工作会议	严格落实房地产贷款集中度管理制度和重点房地产企业融资管理规定。

资料来源：政府网站、中国人民银行、开源证券研究所

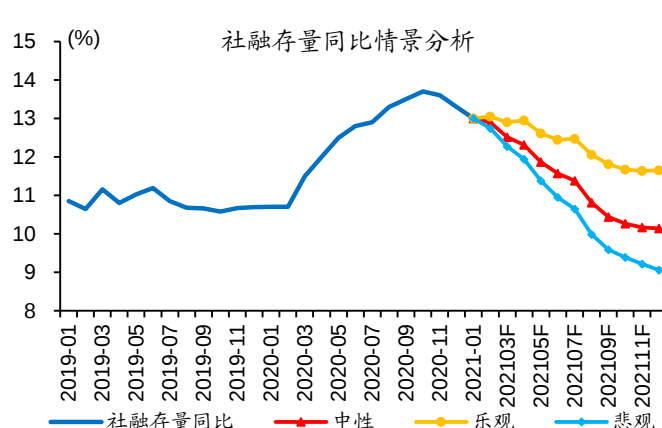
政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境也不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用环境已进入收缩通道，社融增速连续2个月明显回落。我们判断，中性情景下，社融增速仍将加速回落，年底或回落至10%左右。如果货币流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。经验显示，信用“收缩”阶段，政策搭配以“宽货币”和“紧信用”为主，并适时适度采取对冲措施。近期央行也明确强调要防止信用收缩。

图7: “紧信用”环境, 多对应“宽货币”



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 中性情景下, 2021年社融或回落至10%左右



数据来源: Wind、开源证券研究所

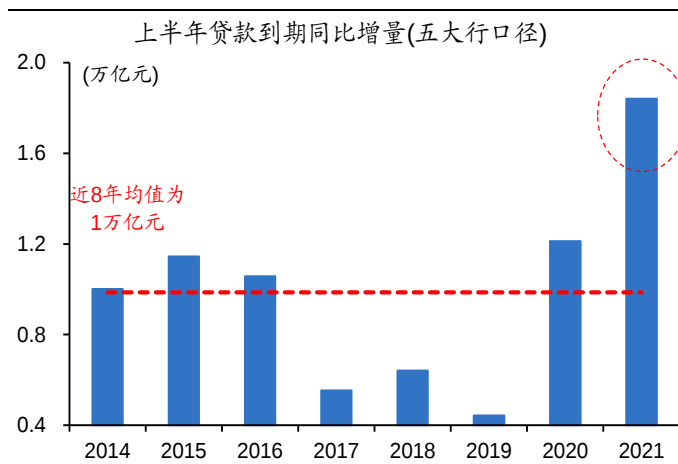
伴随信用加速“收缩”，下一阶段需关注，贷款展期和债券等集中到期，对政策操作和流动性环境潜在影响。2020年共有7.3万亿元贷款本息实施延期，使得很大一部分贷款到期偿付压力延期到2021年，仅五大行2021年上半年贷款到期规模同比多增近1.8万亿元。同时，信用债和地方债到期规模也明显增加，尤其是3月和4月，信用债合计到期超1.6万亿元、较2020年同期多增近5000亿元（详情参见《信用“收缩”年，再融资压力的结构分化》）。

表4: 2020年疫情期间推出的货币政策工具或到期

时间	政策工具	额度/释放资金(亿元)	使用情况	备注	期限
2月7日	专项再贷款	3000	执行完毕	不超过最近一次公布的一年期LPR减100个基点; 财政贴息50%, 企业实际融资成本约1.25%	1年
2月26日	再贷款再贴现专用额度	5000	执行完毕	支持地方法人银行向复工复产中小微企业发放优惠利率贷款	1年
2月28日	引导金融机构增加低息贷款	3000	/	定向支持受疫情影响较大的个体工商户	/
3月13日	政策性银行专项信贷额度	3500	执行完毕	民营小微企业专项信贷额度	/
3月31日	支持小微企业融资	3000	截至9月底, 已达3500亿元	支持金融机构全年发行小微企业融资券	/
3月31日	促成中小微企业应收账款融资	8000	截至11月初, 完成1.1万亿元	推动核心企业和国有大行等子应收账款融资平台对接, 全年促成中小微企业通过应收账款融资	/
4月3日	增加再贷款、再贴现额度	10000	截至5月7日, 已使用7052亿元	面向中小银行, 以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款	3个月、6个月、1年三个档次, 利率(不含扶贫再贷款)分别为2.2%、2.4%、2.5%
6月1日	普惠小微企业贷款延期支持工具	400	截至2020年底, 累计支持普惠小微企业贷款延期本金共8737亿元	预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约3.7万亿元	延期还本付息政策再延长至2021年3月31日, 已明确延期
6月1日	普惠小微企业信用贷款支持计划	4000	截至2020年底, 累计支持发放小微企业信用贷款共4808亿元	预计信用贷款支持可带动地方法人银行新发放普惠小微企业信用贷款约1万亿元	延期还本付息政策再延长至2021年3月31日, 已明确延期
/	调增政策性银行全年信贷额度	6000	/	/	/

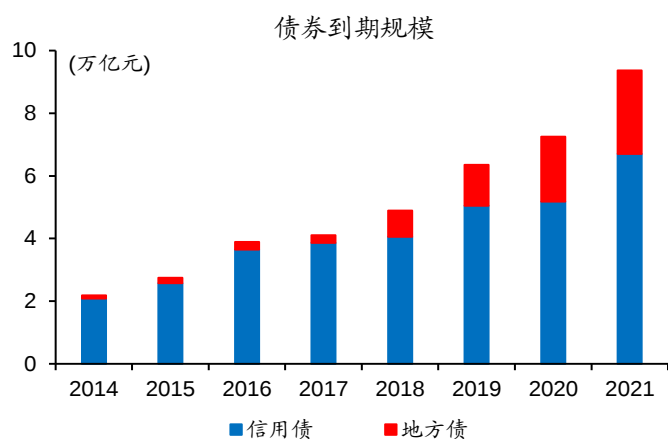
资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

图9: 2021年上半年, 五大行贷款到期明显增加



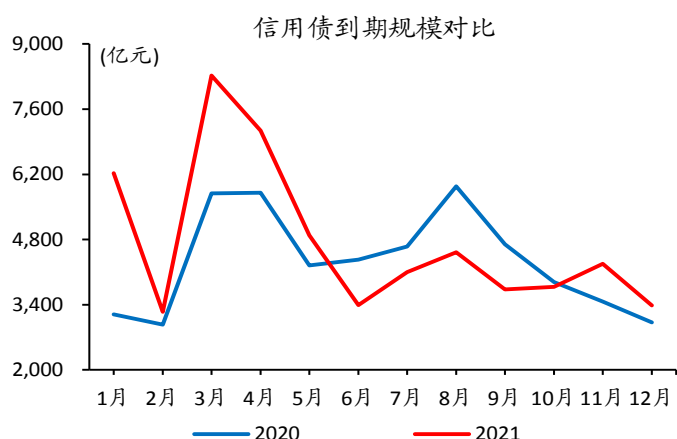
数据来源: Wind、开源证券研究所

图10: 2021 年地方债、信用债到期合计约 9.4 万亿元



数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰



数据来源: Wind、开源证券研究所

总体来看, 货币市场利率中枢中短期或相对平稳, 资金波动或有所加大、但无需过度反应。随着压降结构性存款等影响减弱, 银行“水位”回归正常, 12月超储率回升至2.2%; 结合最新政策表态来看, 货币市场利率中枢中短期或维持相对平稳, 资金利率或宽幅区间震荡。重申观点: 债市不必过于悲观, 短期调整提供了更好的配置时点, 伴随信用“收缩”影响逐步显现, 长端利率或重回下行通道。

图12: 2020 年 12 月, 超储率已回升至 2.2%

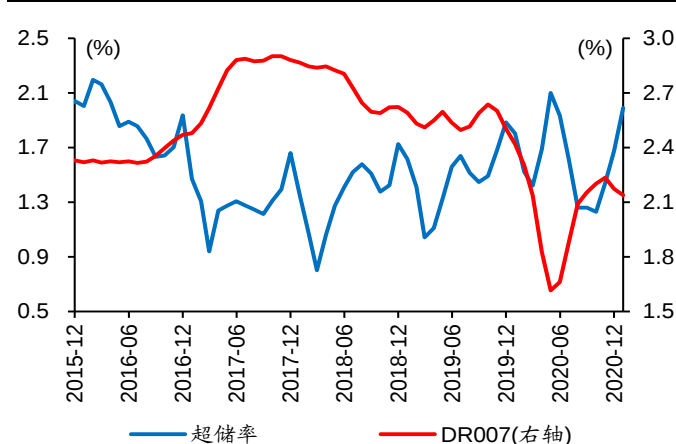
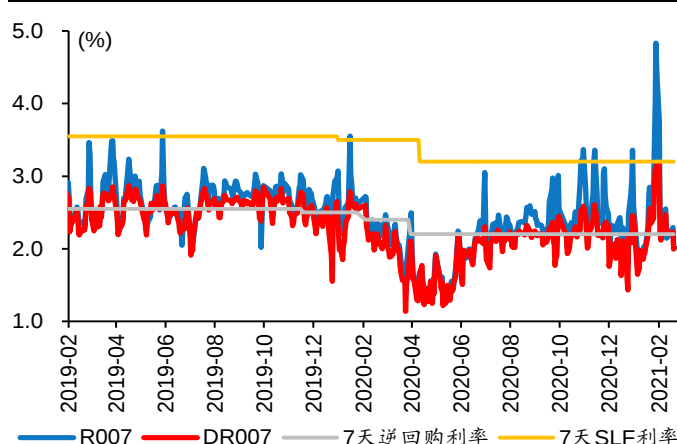


图13: 货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡



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_17986

