



“钱荒”之后

新年伊始，资金面紧张导致短端利率突破近三年中枢并大幅上行，“钱荒”甚嚣尘上。

我们认为，此次“钱荒”发生的主要原因如下：1) 央行在1月份通过“缩量”逆回购的方式收紧流动性，对冲财政支出投放的同时，纠正市场对流动性的过度乐观，给资本市场乐观情绪降温；2) 出口延续了高速增长，贸易顺差创历史记录，恰逢春节前企业结汇需求增加，结售汇飙升导致银行间人民币流动性临时收紧；3) “北水南下”创历史新高也对银行间流动性收紧起到了推动作用。

我们认为“钱荒”不会持续：短期来看，不论是“春节效应”还是利率债融资，都不会导致流动性过度紧张。“就地过年”的政策指导下，春节期间旅行人数将大幅减少，因此居民现金需求将是相对可控的。另外，我们预计3月全国“两会”之前利率债的供应量较低，全年国债发行也会比去年明显减少，因此对流动性影响较小。相比2013年“钱荒”和2016年“债灾”时期，此次的流动性紧张程度甚微，对金融市场和实体经济的影响有限，而且整个政策和宏观背景也比前两次“钱荒”乐观。

纵然“钱荒”不会持续，我们认为货币政策正常化依然是今年的大趋势，但并不会影响实体经济的复苏：疫情后，中国经济的复苏是由出口拉动，而非流动性主导。出口带动下，制造业平稳健康发展，产能利用率显著回升，因此流动性边际退出的影响有限。此外，消费的复苏也不受流动性收紧的影响，而是更多依赖疫情期间转化的额外储蓄作为支撑。

长期来看，中国将摆脱由投资主导的经济增长，转向由生产力、创新和技术进步带动的高质量增长。在“十四五”规划中，经济增长将不再着重强调GDP目标，为了配合健康可持续性的发展，央行的长期目标也将以稳定宏观杠杆为主。加上国内国际双循环和金融市场的改革开放，我们认为汇率在货币政策中的重要性也将提高。中国经济对流动性的依赖必将逐渐减少。

林琰

宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

蔡瑞, CFA

策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣, PhD

宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021年2月4日

相关报告:

[《12月中国宏观数据点评——制造业弯道超车，消费引擎可期》](#)
(2021-01-19)

[《12月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》](#) (2021-01-15)

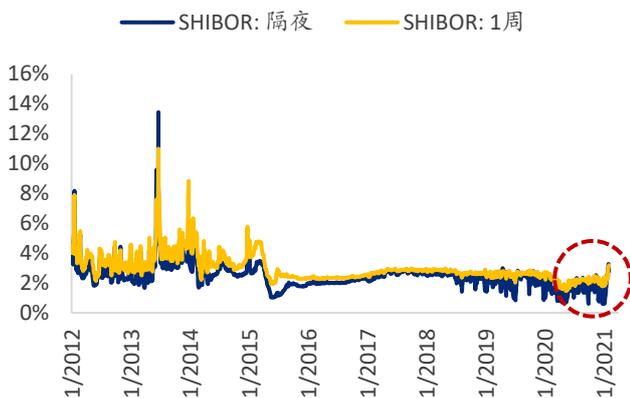
[《2021年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》](#) (2020-12-08)

[《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#) (2020-12-08)

● “钱荒”为何出现？

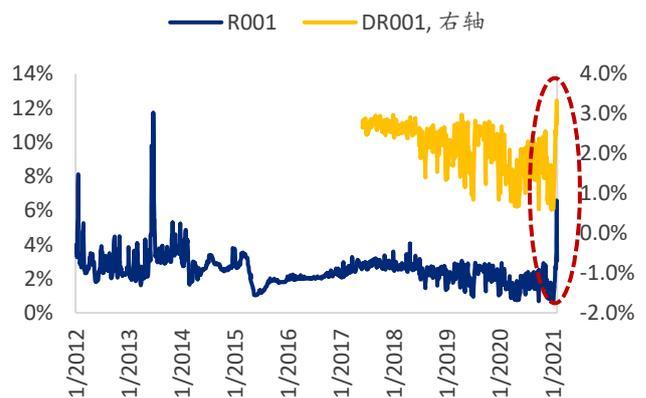
新年伊始，银行间市场资金利率出现大幅上行，短端利率突破了近三年的中枢，使得市场担心货币政策拐点已经来临。具体来看，1月份资金利率处于明显上行通道，隔夜上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）、1周 SHIBOR、银行间市场隔夜回购利率（R001）、存款类机构隔夜回购利率（DR001）、R007、DR007 分别大幅上行 218.9、69.0、513.4、223.4、179.9 和 70.2 个基点，其中 DR001 和 DR007 在 1 月 29 日分别收报 3.33% 和 3.16%，凸显了银行间流动性紧张，“钱荒潮”再度来袭。

图表 1：SHIBOR 系列今年 1 月持续上升



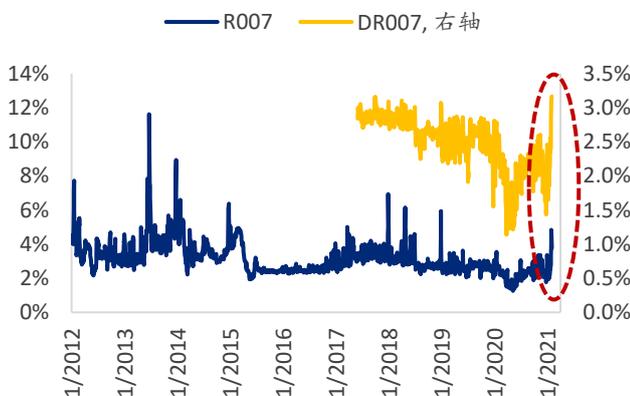
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：R001 和 DR001 上升幅度较大



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：R007 先升后降，DR007 升至历史高位

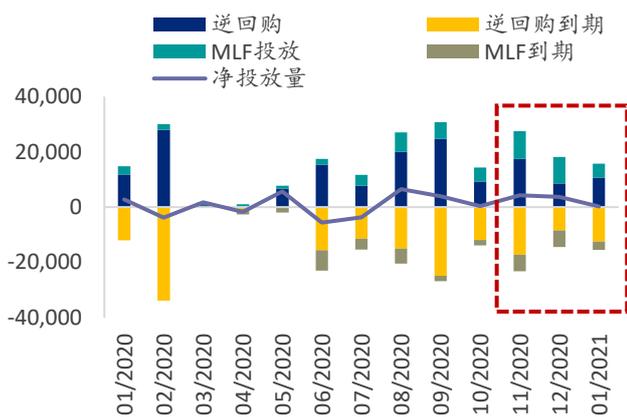


资料来源：CEIC，浦银国际

央行减少货币投放量是此次“钱荒”发生的主要原因。由于新增财政存款、银行缴准、货币政策工具到期等因素，叠加春节期间居民提款增加的影响，市场原本预计中国央行将在新年伊始进行流动性呵护，缓解银行间流动性压力。但现实是，央行1月份在公开市场的货币净投放量出现断崖式下跌。

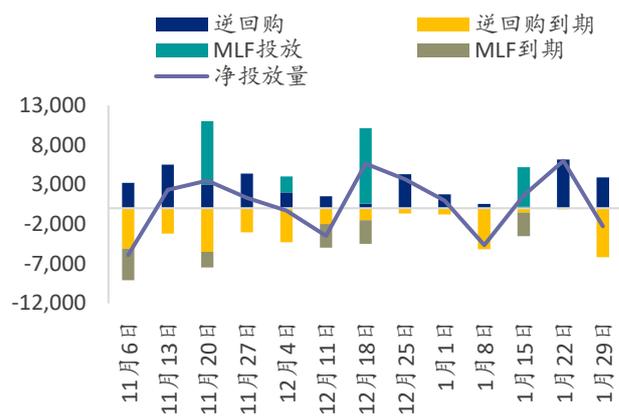
相较于去年11月和12月净投放资金分别达到4,300亿元和3,700亿元，央行1月仅向市场投放240亿元，导致市场陷入短期“钱荒”。其中，央行在1月15日仅续作5,000亿元的中期借贷便利操作(MLF)，规模远低于2020年11月(8,000亿元)和12月(11,500亿元)。1月，央行通过逆回购投放资金10,690亿元，月内逆回购到期12,450亿元，净回笼资金1,760亿元。

图表 4：2020 年至今公开市场操作与到期情况 (月度, 亿元)



资料来源：CEIC, 浦银国际

图表 5：去年 11 月至今公开市场操作与到期情况 (周度, 亿元)



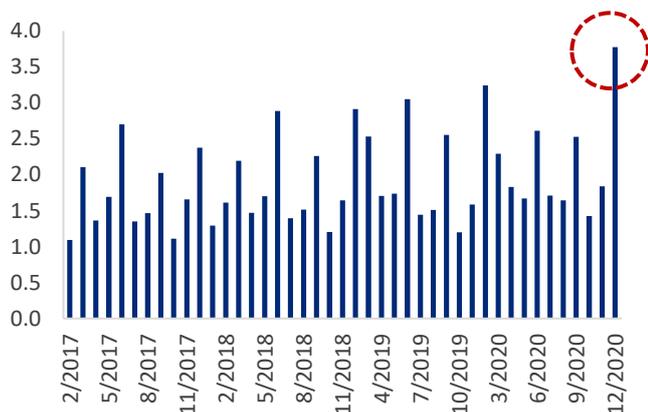
资料来源：Wind, 浦银国际

在1月27日至29日的公开市场操作公告中，央行对逆回购“缩量”给出了解释，即对冲月末财政支出的大幅增加。去年12月，财政支出总计约3.8万亿元，创历史新高，同比增长约0.6万亿元。今年1月的财政支出预计将高于过往同期水平，央行通过逆回购“缩量”对冲财政支出投放，防止流动性过剩。

此外，我们认为央行“缩量”间接纠正了市场对流动性的过度乐观。为平抑“永煤”事件后信用债市场的紧缩，央行在去年12月超预期开展9,500亿元MLF，创单次历史记录。此外，中央经济工作会议提出货币政策“不急转弯”的说法，这可能让市场误认为流动性会一直保持宽松，从而引发了今年1月初的股市和房地产过热。因此，央行在1月份用逆回购“缩量”的方式来给市场降温，显示出央行实施货币政策正常化的决心。

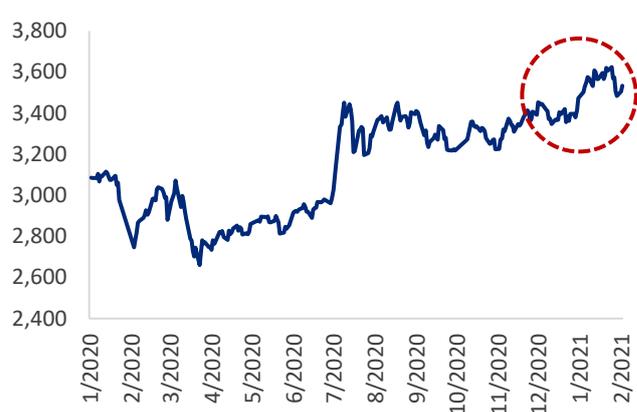
2月始，央行公开操作并没有发出明显的政策信号，2月1日至2日净投放共计1,760亿元，2月3日净回笼800亿元，2月4日逆回购全额冲销了当日的到期值，净投放为零。

图表 6: 2020 年末财政支出 (万亿元) 创新高



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 7: 2021 年初上证指数涨幅显著



资料来源: FactSet, 浦银国际

除了央行减少货币投放量的因素，结售汇飙升、“北水南下”也对银行间流动性收紧起到了推动作用。

2020 年 12 月，出口延续了高增长，贸易顺差创历史记录（详情请见[《12 月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》](#)）。贸易顺差持续扩大增加了外贸企业的外汇收入，恰逢春节前企业结汇需求增加以支付薪金、奖金和供应商结算，导致了银行代客结售汇飙升。去年 12 月净结汇规模已攀升至 2014 年以来的最高水平，达到 652.2 亿美元。结售汇飙升导致银行间人民币流动性收紧，从而推动资金利率大幅上行。但考虑到兑换的人民币最终仍将回流银行，结售汇造成的流动性压力将会是短暂、且不可持续的。

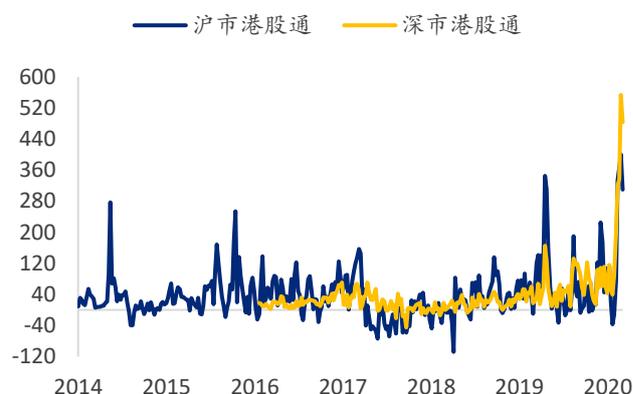
1 月，资金大规模南下，沪、深两市港股通净买入额飙升，达到历史高位。其中，沪市港股通净买入合计 1,179.5 亿元，显著高于 11 月的 299.0 亿元和 12 月的 112.4 亿元；深市港股通净买入合计 1,415.7 亿元，同样显著高于 11 月（240.7 亿元）和 12 月（395.0 亿元）。“北水南下”抽走了银行间的部分流动性，间接推高了资金利率。南下资金趋势较难预测，短期内可能保持在高位，正如我们在年度策略展望（《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》）的判断，在报告中我们强调了 2021 年“港股比 A 股好”这一判断。

图表 8: 2020 年末银行代客结售汇差额 (亿美元) 飙升



资料来源: CEIC, 浦银国际

图表 9: 今年 1 月南下资金净买入 (亿元) 创新高



资料来源: CEIC, 浦银国际

• 相较 2013 年和 2016 年, 此次“钱荒”程度如何?

相比 2013 年“钱荒”和 2016 年“债灾”时期, 今年 1 月的流动性紧张程度甚微。

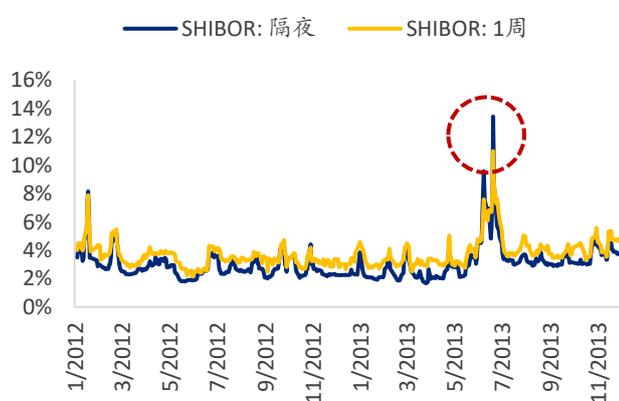
2013 年 6 月, 在政策层面的因素 (银监会出台规范商业银行理财业务的文件), 资本回流的因素 (美联储退出 QE 日渐明朗), 以及时点性和情绪性的因素的综合作用下, 隔夜 SHIBOR 在三天内飙升 495.8 个基点, 甚至引发交易延迟。相比之下, 此次资金利率的整体上升幅度较小, 因此的流动性紧张程度远低于 2013 年“钱荒”时期。

2016 年四季度, 债券市场掀起一轮违约潮, 叠加央行收紧流动性以及美联储加息的影响, R007 经历多次快速、大幅度上涨, 对市场的流动性造成显著的扰动。而此次资金利率上升较稳定, 并非频繁发生且影响较短, 1 月下旬 R007 已开始回落。

同时, 政策和宏观背景也不一样。2013 年是经过了一段货币政策紧缩期后, 2010 至 2012 年央行总共加息 5 次, 所以经济还受着影响, 国内 M2 增长从 2013 年 4 月的高点 (16.1%) 降到 2013 年底的 13.6%。另外, 外围经济也受到各国退出宽松货币政策的打击, 从而令中国的出口增长从 2013 年年中开始大幅放缓。2016 年的宏观背景也很严峻, “去杠杆”让 M2 增速从 2016 年初的 14.0% 掉到年底的 11.3%, 而出口更是负增长, 可以说 2016 年是内忧外患的一年。

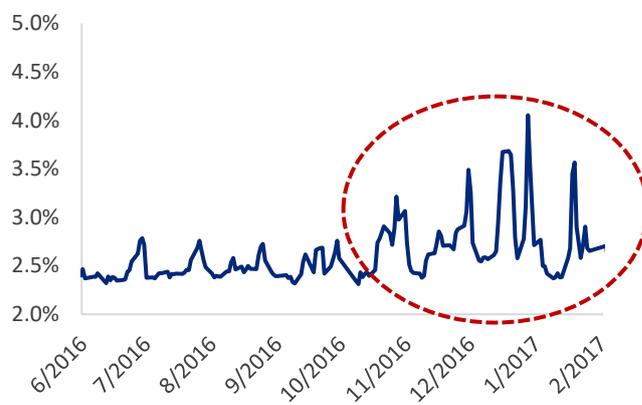
相较于前两次的“钱荒”，2021年的宏观背景要乐观很多，虽然我们预计M2增速也会随着货币政策正常化而放缓，可是由于本身基数并不高，我们估计M2增速会从2020年底的10.1%减慢到今年年底的8.5%。另外，今年的经济增长动力将会是由制造业和消费双引擎带动（详情请见[《2021年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》](#)），企业利润将保持健康，出口贸易顺差也会提高整个经济的资金量，所以我们认为这次的“钱荒”将是短暂的。

图表 10：2013年6月SHIBOR短时间内飙升



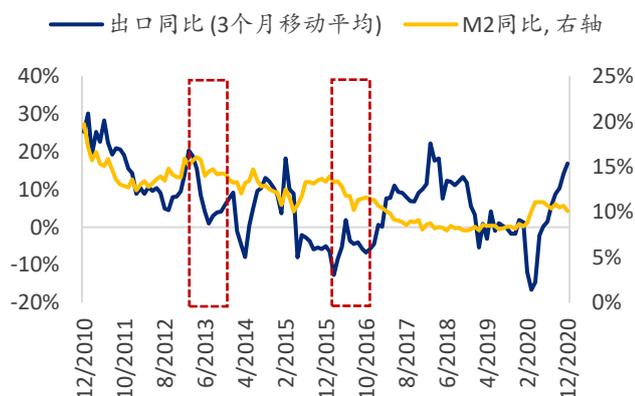
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11：2016年四季度R007经历多次快速上升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：2021年的宏观基本面比前两次“钱荒”乐观



注：红框分别为2013年和2016年

资料来源：CEIC，浦银国际

“钱荒”会不会影响经济复苏？

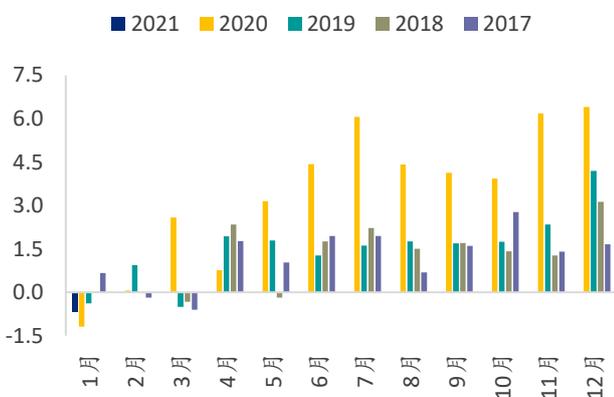
短期流动性展望

短期来看，不论是“春节效应”还是利率债融资，都不会导致流动性过度紧张。

“就地过年”的政策指导下，居民春节期间的现金需求是可控的。根据交通运输部的估算，今年春运期间预计将发送旅客11.52亿人次左右，同比下降20%，比2019年同期下降60%。因此，居民对通过商业银行提取资金的需求不会出现意外激增。尽管如此，中国央行仍然拥有多种政策工具，可以用来满足节日期间的流动性需求。按照以往的经验，央行将会通过续作MLF、开展“7+14”天逆回购组合的方式，满足市场短期的资金需求，保持流动性合理充裕。

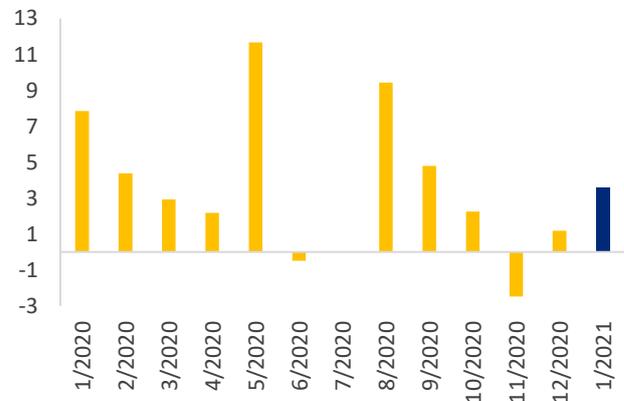
利率债的供应量较低，对流动性影响较小。除了去年受疫情影响，每年一季度是中央政府债券发行的淡季，今年1月中央政府债券净融资额为负(-679亿元)。地方政府债方面，今年1月净融资3,593亿元，同比大幅减少4,258亿元。对于年初政府债券发行异常平静的情况，我们认为可能的原因是，局部疫情的反弹影响项目进度、以及缺乏有吸引力的投资项目。我们预计，可能要等到3月全国“两会”才有今年明确的发债方向，因此利率债的发行短期内将不会激增，从而不太可能出现利率债供应增加所导致的流动性压力。

图表 13: 今年1月中央政府债券(千亿元)净融资额为负



资料来源: Wind, 浦银国际

图表 14: 今年1月地方政府债(千亿元)融资同比明显下降



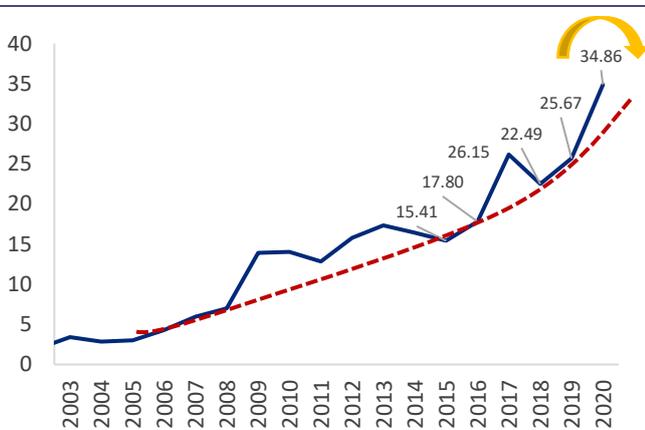
资料来源: Wind, 浦银国际

整年展望，随着疫情受到控制，特别国债的发行需求将大幅降低甚至大概率是不需要的，只是这一项就已经可能让今年的国债发行比去年少 1 万亿元。另外，经济增速回归正常轨道后，财政赤字也需要相应减少，所以今年受利率债发行的流动性波动将会比去年明显降低。

中长期流动性展望

流动性的边际收窄符合今年的货币政策大方向，中国的货币政策将逐步回归正常化。虽然当前已经过了流动性最充裕的时期，但我们认为货币政策将不会出现“急转弯”，毕竟新冠疫情尚未完全结束，尤其是考虑到疫情的反弹仍将对中小企业产生显著的负面影响。我们预计，温和的货币紧缩政策最快也要在 2021 年下半年出台；相比去年央行为应对疫情而向市场紧急注入流动性，今年上半年的货币环境将在同比基础上自动恢复正常。

图表 15：2020 年新增社融（万亿元）增长显著



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_18211

