

宏观

证券研究报告

2021年02月02日

如何评估春节前后的流动性环境？

从元旦后的宽松到1月底的钱紧，开年以来银行间流动性在短时间内经历了大幅波动。事后来看，流动性的骤然收紧既有必然性也有偶然性。

必然性在于元旦前后的宽松流动性环境并非当前基本面状态下的常态，收敛仍然是短周期维度下货币政策的主要特征。国企信用风波后，近期信用溢价已经有所回落，一级市场发行情况也明显好转，因此流动性过度宽松的窗口已经关闭。偶然性在于流动性的短期收敛速度超出市场预期，可能与央行尝试矫正金融机构的杠杆行为有关。

目前跨节流动性缺口仍然高达0.8-1万亿，随着杠杆行为消退和春节临近，近期央行可能加大公开市场投放力度，流动性的非常规宽松和明显偏紧可能都不是常态。预计逆回购和MLF是流动性投放的主要方式。

节奏上，预计本周流动性环境边际缓和，下周流动性小幅转紧，资金面可能紧平衡跨年。预计央行在本周前半段继续以7天逆回购维护流动性紧平衡，本周周中启动14天逆回购投放、停止7天逆回购投放；可能在本周后半段或者春节前1周进行MLF投放。因此，跨年流动性的悬念可能保留到节前最后几个工作日。

风险提示：央行投放力度低于预期；财政支出力度低于预期；国内外疫情形势超预期

作者

宋雪涛 分析师
SAC执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

- 1 《宏观报告：风险定价 | 高估值躁动转向价值平衡-2月第1周资产配置报告》 2021-02-01
- 2 《宏观报告：经历一场疫情后，中国制造的产业趋势出现哪些变化？》 2021-01-28
- 3 《宏观报告：美联储何时开始缩减QE？》 2021-01-26

内容目录

一、流动性拐点并不是现在，而是去年 5 月	3
二、流动性再度收敛的必然性是此前过度宽松的短期因素结束，货币政策回归正常化	4
三、流动性快速收敛的偶然性是对银行间机构加杠杆的矫正，不会持续收紧	5
四、资金面不会一直紧张，更不会出现钱荒，预计央行将加大投放力度，资金面紧平衡过年	5

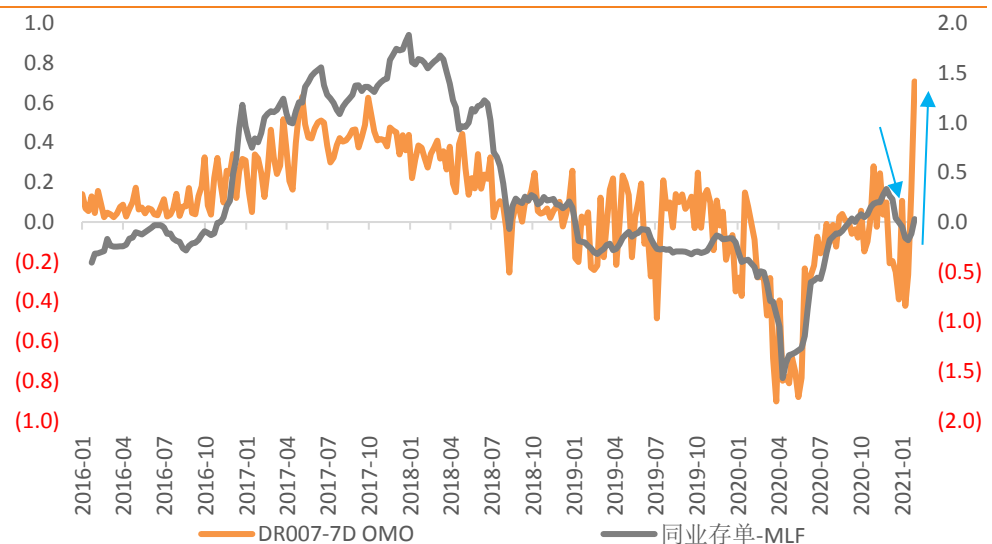
图表目录

图 1：1 月下旬银行间流动性从 12 月过度宽松骤然转紧%	3
图 2：流动性溢价在央行连续净回笼后升至过去一年的最高水平%	3
图 3：1 月中旬以后信用债发行情况明显好转	4
图 4：国企信用风波导致信用溢价大幅上升，近期有所回落（BP）	4
图 5：流动性收紧后银行间质押式回购成交量高位回落（亿元）	5
表 1：近年春节前的央行流动性操作（亿元）	6
表 2：春节前央行公开市场操作日历参考	6

一、流动性拐点并不是现在，而是去年 5 月

从元旦后的宽松到 1 月底的钱紧，开年以来银行间流动性在短时间内经历了大幅波动。开年阶段，在去年 12 月央行公开市场净投放和跨年金融机构超储释放的作用下，流动性环境相当宽松，1 月上旬 DR001 均在 1% 以下；但与此同时，央行开始收敛公开市场投放力度，每日投放缩量至 50 亿直到 20 亿，流动性随之在 1 月中旬开始收紧，DR001 升至 1%-2% 区间附近；1 月下旬，进入缴税高峰期，央行小幅加大投放力度但后续均缩量回笼，导致流动性在下月骤然收紧，DR001 最高升至 3.33%，是 2015 年 2 季度以来的最高水平。整个 1 月，央行通过逆回购和 MLF 缩量续作累计回笼流动性 2165 亿。

图 1：1 月下旬银行间流动性从 12 月过度宽松骤然转紧%



事后来，流动性的骤然收紧既有必然性也有偶然性。必然性在于元旦前后的宽松流动性环境并非当前基本面状态下的常态，收敛仍然是短周期维度下货币政策的主要特征，这一特征始于去年 5 月；偶然性在于流动性的短期收敛速度超出市场预期。要理解这种必然性和偶然性并预判后续流动性走势，本质上需要把握央行进行货币政策和流动性管理的基本逻辑。

图 2：流动性溢价在央行连续净回笼后升至过去一年的最高水平%



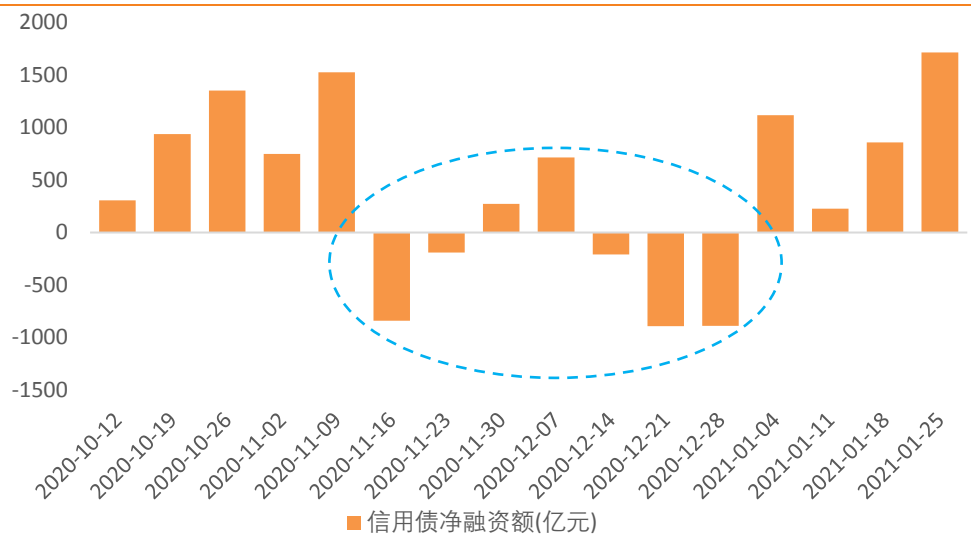
二、流动性再度收敛的必然性是此前过度宽松的短期因素结束，货币政策回归正常化

央行货政司司长孙国峰近期在《健全现代货币政策框架》一文中指出，货币政策的首要最终目标是维护币值稳定，对内而言即意味着保持通胀稳定；货币政策的中介目标是保持M2和社融增速同（反映潜在产出的）名义GDP增速基本匹配。这一中介目标涵盖了“保持宏观杠杆率基本稳定”的思路（杠杆率=债务/名义GDP），也是去年年底中央经济工作会议的明确要求。相比之下，国内疫情散发、人民币升值等问题暂时只是次要逻辑。

马骏近期提到今年“名义GDP增速在10.5%左右”，因此要将社融增速降至与名义GDP增速相近的水平，除了削减广义财政赤字之外（中性估计收缩1.36万亿），需要央行从信贷、影子银行等渠道压缩融资规模（较20年收缩0.8-2.2万亿），而流动性过度宽松与这一目标是相悖的。

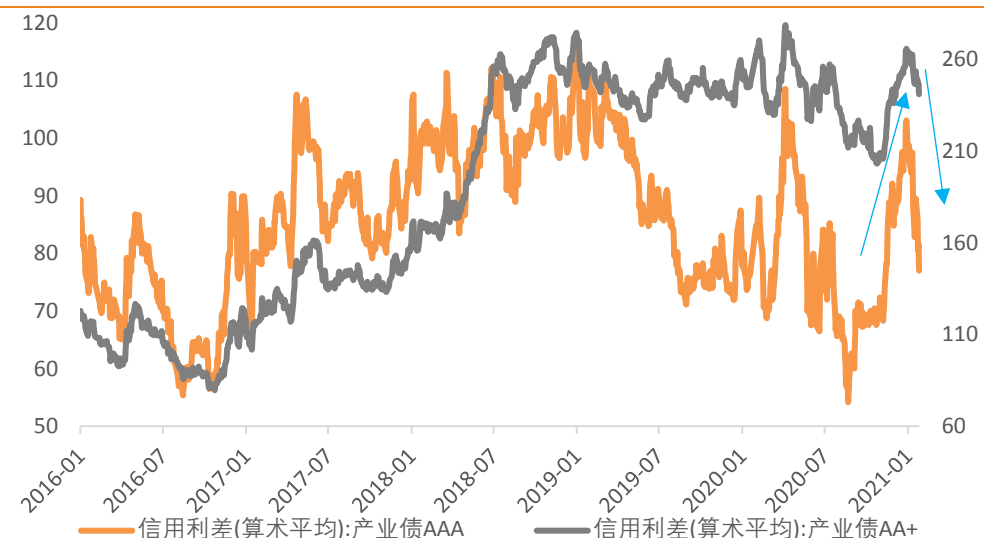
国企债券违约风波（11月中旬）后，信用溢价一度大幅上升，近期信用溢价已经有所回落，一级市场信用债发行情况也明显好转。同时，跨年流动性缺口较大（12月下旬）的阶段已经过去。因此央行将此前投放的短期流动性陆续回收，流动性过度宽松的窗口已经关闭。

图3：1月中旬以后信用债发行情况明显好转



资料来源：WIND，天风证券研究所

图4：国企信用风波导致信用溢价大幅上升，近期有所回落（BP）



资料来源：WIND，天风证券研究所

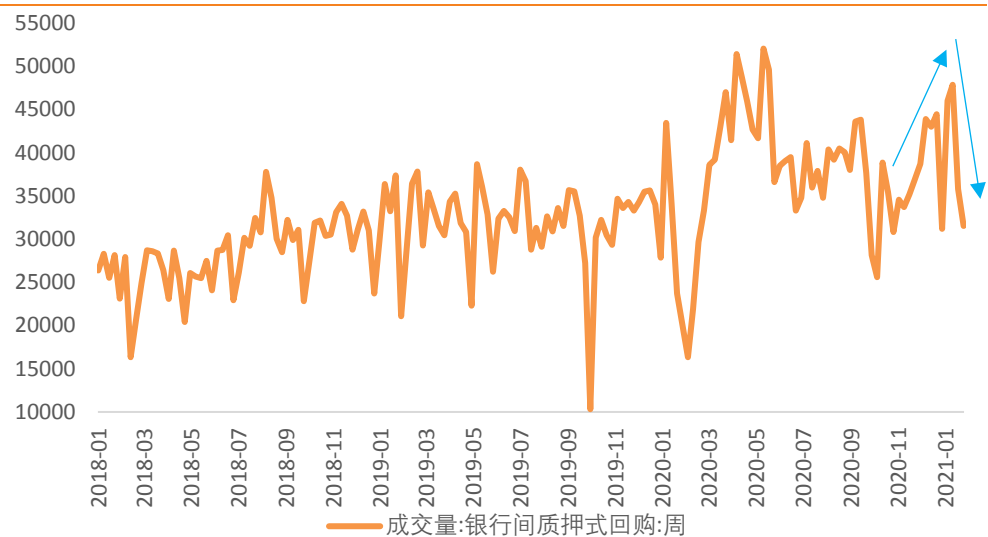
三、流动性快速收敛的偶然性是对银行间机构加杠杆的矫正，不会持续收紧

虽然流动性在 1 月逐渐收敛有其必然性，但如此大幅的转向应该也不仅仅是货币政策常态化回归的结果，可能还与央行尝试矫正金融机构的杠杆行为有关。

宽松流动性使得机构有动机在银行间加杠杆。以银行间质押式回购为例，其日成交量从 11 月初的 2.9 万亿最高升至 1 月 7 日的 4.98 万亿，接近 20 年 5 月前后的较高水平，这是历来央行所不乐见的“资金空转”局面。随着近期流动性快速收紧，回购日成交量已经回落至 3.2 万亿，基本回到了近两年的平均水平。

房地产和股市更多涉及货币政策的中长期取向，对于流动性短期的骤然收紧来说，只是次要逻辑。近期楼市火热主要是以上海等大城市为主，央行有基于宏观审慎的差异化房贷政策等众多结构性政策工具可以选择，货币政策的全局性收缩并不是最优解，更何况从收紧银行间流动性到抑制房地产过热需要经过多个环节的传导，政策显效的时滞长、效率低。上周交易所市场连续出现大额资金融出，上周五尾盘 GC001 从日内高点 8% 降至 1% 附近，因此相比于银行间，央行似乎展现了更多呵护意图。

图 5：流动性收紧后银行间质押式回购成交量高位回落（亿元）



四、资金面不会一直紧张，更不会出现钱荒，预计央行将加大投放力度，资金面紧平衡过年

距离除夕还有 6 天，央行尚未投放春节流动性，相信我们在 // 宽松的跨年流动性环境能不

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_18257



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn