

流动性研究系列（第1期）

短期利率飙升，后续如何演绎？



■ 核心摘要

第一，近期银行间市场流动性趋紧，短期利率出现飙升。DR007从2021年初低点1.65%震荡攀升至月末的3.16%，上行幅度超过150BP。

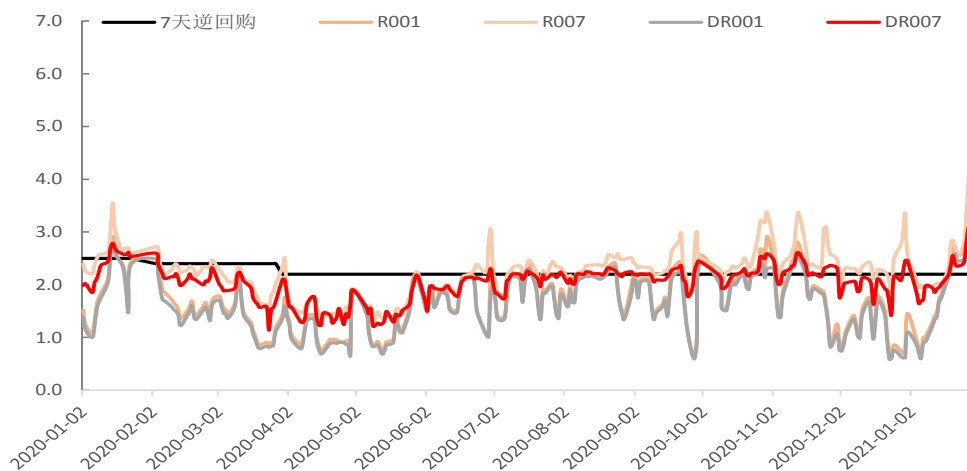
第二，导致利率短期飙升的主要原因是，针对前期永煤事件采取的阶段性宽松政策具备了退出条件。其一，从信用债市场看，1月份信用债融资大幅改善，信用利差高位回落，信用债市场情绪大幅好转，为宽松政策退出奠定了基础；其二，从回购市场看，市场对货币宽松形成了一定乐观预期，1月份银行间市场隔夜质押式回购占比多次超过90%，债券市场存在一定程度的加杠杆。这说明了央行此前的宽松带来了新的风险，从而加速央行退出阶段性宽松；其三，从房地产市场看，一线城市二手房交易价格和交易量都有一定程度的回暖，尤其是学区房市场，房价上涨较快，这也决定了央行此前的货币宽松难以持续。

第三，上周货币政策的大幅收紧，是对前期阶段性货币宽松的修正，并不意味着货币政策的全面转向。接下来货币政策将继续回归稳健操作态势，引导市场利率围绕政策利率上下波动。其一，2020年底的中央经济工作会议已经确定了2021年政策不急转弯的主线；其二，“永煤事件”的影响已经逐步淡去，货币市场利率需要从低位回升到政策利率附近；其三，2021年上半年信用债到期量较大，非金融企业偿还债务的压力较大，这需要货币政策给予一定程度的支持；其四，在美联储没有大幅退出宽松之前，中国央行上调公开市场操作利率的概率较小。

第四，短期展望，我们预计央行将于2月1日开始重启流动性投放，满足春节的流动性缺口，确保资金平稳跨节。在投放工具上，与往年采取降准、CRA等偏长期资金投放工具不同，今年将更多的使用公开市场操作+MLF投放的方式，这样在确保资金平稳跨节的同时，也有助于节后流动性的回笼。

近期银行间市场流动性趋紧，短期利率出现飙升。DR007从2021年初低点1.65%震荡攀升至月末的3.16%，上行幅度超过150BP。1月份的最后一周利率出现飙升，DR007从1月25日的2.42%上行至3.16%，上行幅度超过70BP。最近十个交易日，DR007均值为2.64%，超越7天逆回购政策利率44BP，DR007较7天逆回购政策利率的偏离幅度最高达到96bp。观察有非银机构参与的银行间全部质押式隔夜回购利率R001，1月28日最高成交价高达15%。

图表1 银行间市场利率出现飙升 (%)



资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

通常而言，春节之前居民流动性取现需求旺盛，央行都会主动投放流动性弥补流动性缺口。而自1月中旬以来，银行间资金面趋紧。1月25日央行货币政策委员马骏在中国财富50人论坛举办的研讨会上表示，某些领域存在泡沫，如股市和部分城市的房价，与流动性和杠杆有关，“货币政策有必要进行适度转向”。那这是否意味着货币政策将会转向收紧？后续又将如何演绎？

我们认为，近期央行操作的调整更多是对12月银行间市场流动性过于宽松的纠偏，打破宽松预期下资本市场加杠杆的行为，与“不急转弯”的政策主线并不矛盾，上半年稳健货币政策的基调没有变化。预计自2月1日起，央行将开始启动明显的流动性投放行为，帮助平抑春节前的流动性缺口。

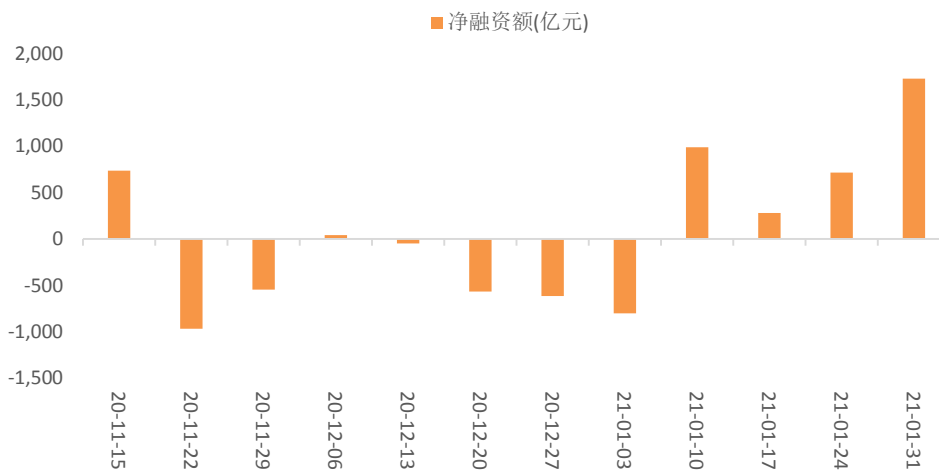
1. 近期利率为何飙升？

自2020年5月份央行出于打击资金空转，叠加经济的持续复苏，市场对疫情期间出台的宽松货币政策预期开始转向悲观。从短端利率来看，DR007基本围绕7天逆回购政策利率上下波动。不过，自11月下旬尤其是12月以来，货币政策再次转为略微宽松。从12月份至1月中旬，DR007只有12月末两个交易日利率高于7天逆回购政策利率，其余31个交易日利率水平均低于政策利率；隔夜DR001利率水平多次回到0.6%左右，这一水平甚至低于疫情期间隔夜利率，可见流动性之宽裕。

导致12月以来货币政策加大流动性投放的主要原因在于缓解永煤事件对信用债带来的冲击。永煤事件出现后，信用风险呈现由点向面扩散的迹象，一级市场信用债净融资连续多周为负，信用利差走阔。从历史来看，也曾多次出现在货币偏紧的周期中，由于事件的冲击导致货币政策短暂转向宽松。如2019年中包商银行事件加剧流动性分层，6月中旬，央行宣布包括增加2000亿再贴现额度、1000亿SLF额度在内的多项中小银行流动性支持举措，从5月至7月底，DR007中枢下降30BP以上。

从过去经验来看，上述由于事件冲击带来的货币阶段性宽松通常持续2个月左右。政策退出的主要原因是信用风险得到缓释，信用债市场融资恢复正常，或者是宽松的货币政策导致市场情绪乐观，资产市场出现加杠杆行为，甚至酝酿了新的风险。而房地产市场的回暖或者火热则会进一步加快宽松货币政策的退出。

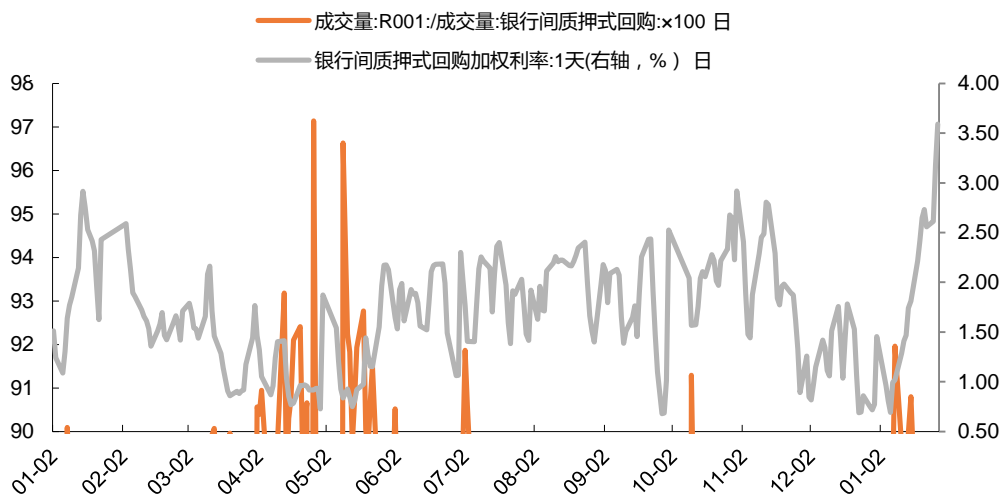
图表2 信用债市场净融资恢复正常（亿元）



资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

站在当前时点来看，前期为应对永煤事件负面冲击而采取的阶段性宽松政策，确实具备了退出条件：其一，从信用债市场看，1月份信用债融资大幅改善，信用利差高位回落，信用债市场情绪大幅好转，这说明前期的阶段性货币宽松起到了效果，为政策退出奠定了基础；其二，从债券市场看，市场对货币宽松形成了一定乐观预期，1月份银行间市场隔夜质押式回购占比多次超过90%，债券市场存在一定程度的加杠杆。从2020年5月份央行打击资金空转可知，央行对债券市场加杠杆行为容忍度较低，这也说明了央行此前的宽松带来了新的风险，从而加速央行退出阶段性宽松；其三，从房地产市场看，一线城市二手房交易价格和交易量都有一定层度的回暖，尤其是学区房市场，房价上涨较快，这也决定了央行此前的货币宽松难以持续。在1月的最后一周里，人民银行通过公开市场净回笼资金2300亿元，与前一周5980亿元的净投放形成了鲜明反差，央行的快速边际收紧修正了市场的宽松预期，甚至部分投资者认为央行将会全面收紧，流动性转向紧缩的拐点到来，这也在一定程度上加剧了债券市场和股票市场的调整。

图表3 银行间市场隔夜质押式回购占比多次超过90%



资料来源：WIND，平安银行，平安证券研究所

图表4 1月末最后一周持续回收流动性(%)



资料来源: WIND,平安银行, 平安证券研究所

图表5 2020年下半年一线城市二手房价格攀升



资料来源: WIND,平安银行, 平安证券研究所

2. 短期货币政策会全面转向收紧吗?

在货币市场利率随人民银行资金净回笼而显著上升之时, 市场中有投资者认为货币政策转向收紧的拐点到来。我们认为, 上周货币政策的大幅收紧, 是对前期阶段性货币宽松的修正, 接下来货币政策将继续回归稳健操作态势, 引导市场利率围绕政策利率上下波动。货币政策的转弯包括货币流动性转弯、宽信用转弯以及政策利率变化转弯。货币流动性转弯在2020年5月已经发生, 2021年的政策转弯更多的体现在宽信用转弯, 政策利率变化的转弯大概率不会发生。

其一, 2020年底的中央经济工作会议已经确定了大的政策基调, 强调要保持政策的连续性、稳定性、可持续性, 提出2021年主线是“不急转弯”。2021年1月26日, 易纲行长在出席世界经济论坛达沃斯议程会视频会议上表示, “货币政策会继续在支持经济复苏、避免风险中平衡, 我们确保采取的政策具有一致性、稳定性、一贯性, 而不会过早放弃支持政策。”

其二, “永煤事件”的影响已经逐步淡去, 货币市场利率需要从低位回升到政策利率附近。扭转市场前期的宽松货币政策预期, 但并不意味着货币政策全面转向收紧。信用债市场融资已经连续四周转正, 银行间市场隔夜质押回购占比多次超过90%, 机构在宽松的预期下存在继续加杠杆的动力, 叠加一线城市的房地产市场持续回暖, 前期阶段性宽松的货币政策需要退出, 市场的宽松预期也需要扭转。

其三, 2021年上半年信用债到期量较大, 非金融企业偿还债务的压力较大, 这需要货币政策给予一定程度的支持。2021年信用债的到期主要集中在1月份和3-5月份, 信用债的大量到期容易引致信用风险的爆发, 尤其是在货币政策偏紧的环境中。如果任由信用风险在一季度爆发, 将可能会影响全年的信用债发行, 从而加剧宽信用走向紧缩。因此, 恰恰相反, 在信用风险相对较高时期, 反而是博弈货币政策可能会再次转向宽松。

其四, 当前疫情发展、疫苗接种速度以及疫苗有效性仍然存在较高不确定性, 国内货币政策没有到全面收紧的时候。受

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_18273

