

证券研究报告 / 宏观数据

流动性压力有望缓和，预计资金面回归紧平衡

---1月流动性观察及2月展望

报告摘要：

月末流动性收紧不具备可持续性。随着1月末财政支出的投放，跨月资金需求的消退，交易所回购利率的率先回落，说明流动性压力最大的时期基本已过。同时，上周A股持续调整、债券市场大幅加杠杆得到明显控制，短期流动性收紧的效果已经显现。在政策利率保持平稳的背景下，货币市场利率不可能持续偏离政策利率，过于宽松和过度收紧都不具备可持续性。

我们认为，央行此举向市场表明未来资金面回归紧平衡的态度，纠正市场预期对于流动性持续宽松的预期偏差，控制市场加杠杆的风险。结合近期马骏及易纲讲话，我们认为尽管今年货币政策仍会面临退出问题，但短期内还不具备过快收紧流动性的基础，央行率先关注的是资产价格大幅上涨带来的风险。第一步是控制房地产市场的风险，调控房贷发放节奏和总量。

2月流动性缺口整体收敛，但上旬资金面压力较大。全月来看，银行间流动性缺口仅为5000亿左右，较1月份明显收敛，预计新增财政存款-1000亿元以内、而货币政策工具到期5840亿元、银行缴准增加500亿元、M0及库存现金全月增量有限、外汇占款小幅波动。从时点上看，2月上旬春节取现需求、逆回购到期，春节期间MLF到期等因素，导致市场流动性回笼压力不小，预计届时央行将通过14天逆回购+MLF续作等方式维护资金面平稳。2月下旬，随着节后资金逐步回流至银行体系，将部分对冲本月23日的缴税带来的资金面压力。

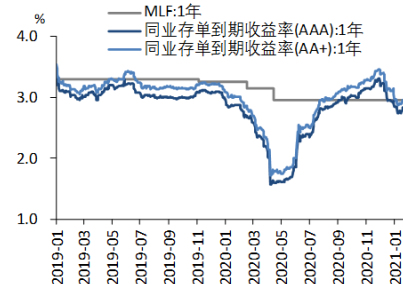
市场近期存在关于2月份实施普惠金融定向降准的猜测，从经验来看具有一定合理性。但我们认为，2月处在一个观察的窗口期，同时资金面压力不大，实施的可能性不高。央行根本目的在于激励银行向中小微企业放贷，而当前微观环境已经有所改变。一是贷款集中度管理自今年开始实施，如果房贷额度得到控制，中小企业得到的信贷资源或许并不紧张。二是疫情对经济的影响需要再评估，这将影响货币政策未来调整的节奏。

债市流动性：上半月跨年资金面相对平稳，下半月受集中缴税，叠加央行最后一周持续回笼资金，资金面明显收紧，引发银行间市场出现小型“钱荒”，DR001升至3%以上，GC001升至6%以上。最后一周，中长端流动性也出现明显收紧。1月份资金面的波动仍是驱动债市的主要逻辑。1月中旬之后，短端利率的上行带动长端利率开始回升，上周四10年期国债收益率升至3.2%，周五随着央行展开净投放操作，以及月末财政投放的大幅增加，10年期国债收益率小幅回落至3.18%。

股市流动性：1月资金供给大幅增加，资金需求明显回落。资金供给方面，1月杠杆资金流入790亿（环比+347亿）、北向资金净流入400亿（环比-173亿）、新发偏股型基金4484亿（环比+2736亿）；资金需求方面，重要股东净减持525亿（环比-278亿），股市募资1105亿（环比-351亿），限售股解禁3991亿（环比-1536亿）。

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

- 《美联储发了“定心丸”》 --20210128
- 《春节就地过年对经济影响不同向，政策不急转弯》 --20210124
- 《拜登政府平稳交接》 --20210124
- 《选民画像》 --20210120
- 《经济完美收官，需评估疫情对2021Q1经济影响》 --20210119

证券分析师：沈新风

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.	2 月银行间流动性展望	4
1.1.	月末流动性收紧不具备可持续性	4
1.2.	2 月流动性缺口整体收敛，但上旬资金面压力较大	4
1.2.1.	财政存款：预计减少 1000 亿元以内	5
1.2.2.	M0、库存现金：先升后降，整体表现均衡	5
1.2.3.	货币政策工具：到期 5840 亿元	5
1.2.4.	银行缴准：增加约 500 亿元	5
1.2.5.	外汇占款：小幅波动	5
2.	货币市场：资金面大幅收紧，各期限利率依次上行	7
2.1.	公开市场操作：央行持续净回笼，资金面大幅趋紧	8
2.2.	资金利率：短端利率大幅上行，中长端利率先降后升	8
3.	实体流动性：票据利率大幅上行，信用利差走窄	9
3.1.	票据&理财：票据转贴现利率上行、各期限理财收益率下行	9
3.2.	信用利差：中票利率同步上行，信用利差多数收窄	10
4.	债市流动性：资金面趋紧带动国债利率上行	10
4.1.	一级市场：利率债净融资规模大幅下降，同业存单融资需求下降	10
4.2.	二级市场：利率债、存单成交升温，各期限国债收益大幅下行	11
5.	股市流动性：资金供给大幅增加，资金需求同步回落	12
5.1.	资金供给：杠杆及机构资金大幅流入，北向资金流入放缓	12
5.2.	资金需求：同步回落	13
6.	海外：美元指数低位徘徊，美债利率上行	15
6.1.	汇率：美元指数稳定在 90 以上，人民币汇率持续升值	15
6.2.	债市：美债利率上行，日德国债利率基本走平	15

图表目录

图 1:	财政存款季节性走势	6
图 2:	2017 年以来政府债券发行情况	6
图 3:	M0 及库存现金环比变动值	6
图 4:	公开市场操作到期情况	6
图 5:	2015 年以来新增人民币存款缴准基数	7
图 6:	2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	7
图 7:	1 月公开市场操作与到期情况	8
图 8:	同业存单利率持续回升至 MLF 利率上方	8
图 9:	隔夜利率大幅上行	9
图 10:	DR007 大幅抬升	9

图 11: 1 月最后一周 3M SHIBOR 利率走高	9
图 12: 1 月各期限同业存单利率明显上行	9
图 13: 票据转贴现利率大幅升破存单利率	10
图 14: 各期限理财收益率小幅下行	10
图 15: 1 月中票利率同步上行	10
图 16: 长短端中票信用利差走窄	10
图 17: 1 月利率债发行规模大幅回升	11
图 18: 1 月利率债净融资规模大幅回落	11
图 19: 1 月同业存单发行规模大幅回落	11
图 20: 1 月 1M 同业存单发行利率大幅上行	11
图 21: 利率债成交量环比上升	12
图 22: 同业存单成交量环比回落	12
图 23: 1 年期国债利率先降后升	12
图 24: 国债收益率曲线平坦上行	12
图 25: 1 月融资买入额大幅增加	13
图 26: 1 月杠杆资金持续流入	13
图 27: 1 月北向资金流入规模小幅回落	13
图 28: 1 月机构资金流入规模大幅增加	13
图 29: 1 月股票市场募资规模小幅下降	14
图 30: 1 月限售股解禁规模小幅回落	14
图 31: 1 月重要股东净减持规模小幅下降	14
图 32: 人民币汇率大幅回升	15
图 33: 美元指数低位徘徊	15
图 34: 1 月美债收益率曲线向上抬升	16
图 35: 1 月中美利差先下后上	16
图 36: 10 年期德国国债利率基本走平	16
图 37: 10 年期日本国债利率基本走平	16
 表 1: 1 月国内政策新闻回顾	 7
表 2: 1 月海外政策新闻回顾	15

1. 2月银行间流动性展望

1.1. 月末流动性收紧不具备可持续性

1月最后一周央行持续净回笼的操作，引发银行间市场出现小型“钱荒”，DR001升至3%以上，GC001升至6%以上。随着1月末财政支出的投放，跨月资金需求的消退，交易所回购利率率先回落，说明流动性压力最大的时期基本已过。同时，上周A股持续调整、债券市场大幅加杠杆得到明显控制，短期流动性收紧的效果已经显现。在政策利率保持平稳的背景下，货币市场利率不可能持续偏离政策利率，过于宽松和过度收紧都不具备可持续性。

从过去几周的观测来看，央行自1月初就开始转为净回笼操作，1月第二周出现50亿元的罕见小额投放，隔夜利率、短端存单利率开始逐步回升。20日缴税前后央行进行短暂的大额逆回购投放，待税期影响结束后，央行再度回归小额投放操作。而月末流动性不增反收的操作，大幅推升短端利率水平。我们认为，央行此举向市场表明未来资金面回归紧平衡的态度，纠正市场前期对于流动性持续宽松的预期偏差，控制市场加杠杆的风险。

结合近期马骏及易纲讲话，我们认为尽管今年货币政策仍会面临退出问题，但短期内还不具备过快收紧流动性的基础，央行率先关注的是资产价格大幅上涨带来的风险。从孙国峰司长近期提出的货币政策目标，物价稳定、汇率稳定、重视就业等条件来看，今年国内通胀压力不大，核心CPI仍处在低位；人民币汇率升值压力不减，而海外经济体今年大概率保持宽松政策，中美利差仍将处在相对高位；国内经济恢复尚不均衡，中小微企业仍需要政策呵护。从这三大来看，尚不支持货币政策的快速转向。目前来看货币政策退出的第一步是控制房地产市场的风险，调控房贷发放节奏和总量。

1.2. 2月流动性缺口整体收敛，但上旬资金面压力较大

从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0和库存现金、银行缴准五个方面来看，2月预计新增财政存款-1000亿元以内、M0及库存现金全月增量有限、货币政策工具到期5840亿元、银行缴准增加500亿元、外汇占款小幅波动，银行间流动性缺口仅为5000亿左右，较1月份明显收敛。

从时点上看，2月上旬春节取现需求、逆回购到期，春节期间MLF到期等因素，导致市场流动性回笼压力不小，预计届时央行将通过14天逆回购+MLF续作等方式维护资金面平稳。2月下旬，随着节后资金逐步回流至银行体系，将部分对冲本月23日的缴税带来的资金面压力。

市场近期存在关于2月份实施普惠金融定向降准的猜测，从经验来看具有一定合理性。2018年及2019年均于1月25日实施，2020年为3月16日实施。但我们认为，2月处在一个观察的窗口期，同时资金面压力不大，实施的可能性不高。央行根本目的在于激励银行向中小微企业放贷，而当前微观环境已经有所改变。一是贷款集中度管理自今年开始实施，如果房贷额度得到控制，中小企业得到的信贷资源或许并不紧张。二是疫情对经济的影响需要再评估，这将影响货币政策未来调整的节奏。

1.2.1. 财政存款：预计减少 1000 亿元以内

财政存款的变动主要由财政收支（公共财政收支以及政府性基金收支）、政府债券发行偿还影响。经历 1 月份的缴税大月，2 月份的财政存款一般会出现明显回落。2015-2019 年新增财政存款均值为-1307 亿元，2020 年同期为 208 亿元。

一方面，考虑到经济已经处在较高景气区间，无论土地收入还是税收收入均表现积极，预计今年财政收支要高于去年同期规模；另一方面，受新增专项债暂未提前下达、国债到期量较高叠加全年发行规模的回落，预计今年 2 月份政府债券净融资规模较小。而去年同期国债、地方债净融资规模分别为 283.90 亿元、4379.22 亿元，即政府债券发行缴款对财政存款的增量贡献要弱于去年。整体来看，**预计今年 2 月财政存款较 1 月明显回落，向市场小幅投放流动性，预计为-1000 至 0 亿元左右。**

1.2.2. M0、库存现金：先升后降，整体表现均衡

一般来说，每年的 1-2 月份受春节取现效应影响，M0 和库存现金往往大幅增加，即资金从银行体系中大量流出，具体规模大小取决于春节时点以及居民线下活跃度。今年大年初一为 2 月 12 日，我们根据春节时点较为接近的 2013 年（2 月 10 日）、2016（2 月 8 日）、2018 年（2 月 16 日）的平均情况作为参考依据，对应 2 月均值为 91 亿元。考虑到就地过年等因素影响，居民走亲访友等线下活跃度走弱，导致居民取现需求整体弱于往年同期，我们初步预计今年 2 月份 M0 和库存现金表现相对均衡，即呈现出 2 月上旬取现需求较强导致资金流出银行体系，待下旬资金逐步回流。

1.2.3. 货币政策工具：到期 5840 亿元

从货币政策工具到期情况来看，**2 月公开市场操作到期 5840 亿元**，整体到期量不大。**2 月 1 日-5 日共有 3840 亿元逆回购到期，2 月 17 日有 2000 亿元 MLF 到期。**考虑到今年春节假期为 2 月 11 日-2 月 17 日。预计央行会提前在 15 号左右进行 MLF 续作，同时适当展开 14 天逆回购操作，以提供春节期间的流动性需求。

1.2.4. 银行缴准：增加约 500 亿元

通常来看，一季度中 1 月和 3 月往往是银行集中放贷的月份，2 月份存贷款规模相对较小。从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，2016-2020 年间，2 月份新增银行存款平均为 4405 亿元，2020 年同期为 5276 亿元。考虑到 1 月份以来，银行房贷投放的监管力度加强，我们按照基准假设估计今年 2 月份贷款投放额度与去年大体持平，即 2 月份用于缴准的新增存款规模为 5000 亿元左右，若按照 9.4% 的存款准备金率来估算，**预计 2 月缴准规模近 500 亿元左右，向市场回笼流动性相对有限。**

1.2.5. 外汇占款：小幅波动

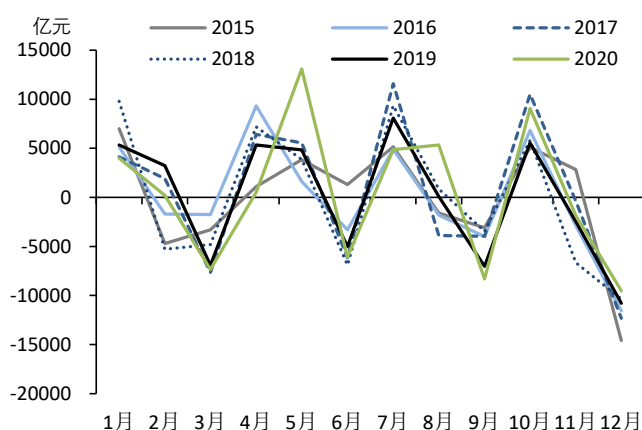
去年 12 月银行结售汇差额大幅增加，出现 2014 年以来的最高值，当月增加 4357.62 亿元。其中，银行代客结售汇差额为 4266.80 亿元，主要为货物贸易贡献。同时，从跨境资本流动来看，12 月境内银行代客涉外收付款差额为 3535.83 亿元，其中货

物贸易、直接投资与证券投资是主要净流入来源。而同期外汇占款依然保持净流出，12月环比减少328.70亿元。可以看出尽管居民和企业的结汇意愿加强，但当前主要集中在商业银行购汇阶段，中央银行暂未出手干预。

根据外汇局的官方解释，12月结售汇顺差的大幅增加与季节性因素有关。一方面，四季度是外需的高峰期，外贸订单相对集中。中国对外出口保持高增长，11-12月份贸易顺差高达5000亿元。另一方面，临近春节，很多企业需要节前支付职工工资和奖金等，收结汇意愿较强。

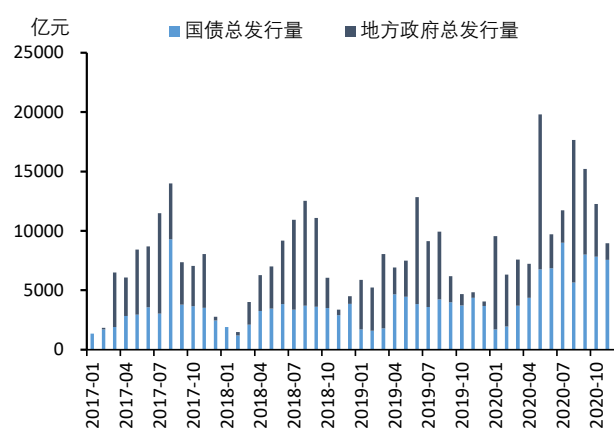
目前来看，至少在今年上半年内，由于境外投资的持续流入，海外复苏仍有望带动贸易顺差保持不小规模，外汇收支仍保持在较高水平。如若结售汇差额持续增加，将导致人民币升值压力较大，那么央行确实存在增加外汇占款的可能性。但从短期来看，通过外汇占款被动释放流动性的空间不大。一方面，从当前外汇局态度来看，结售汇差额大幅增加的持续性还有待观测，12月有季节性因素影响，仍有企业保留外汇进行境外采购；另一方面，随着汇率市场化改革的深入，央行的干预度也逐步减少，对于人民币升值的容忍度也有所增加。同时，海外经济复苏，导致美元阶段性下行压力缓和，也有助于人民币升值步伐放缓。

图 1：财政存款季节性走势



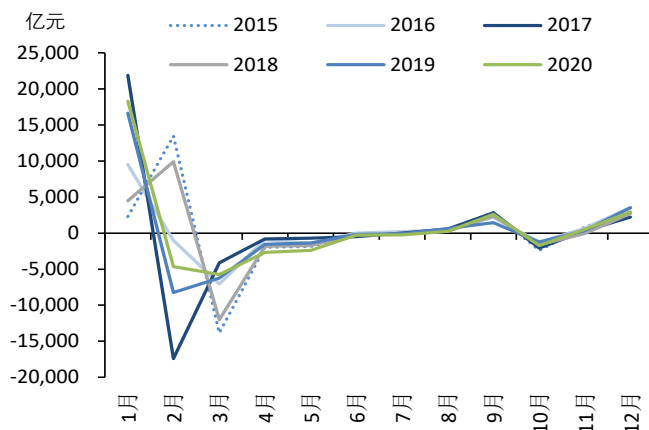
数据来源：东北证券，Wind

图 2：2017 年以来政府债券发行情况



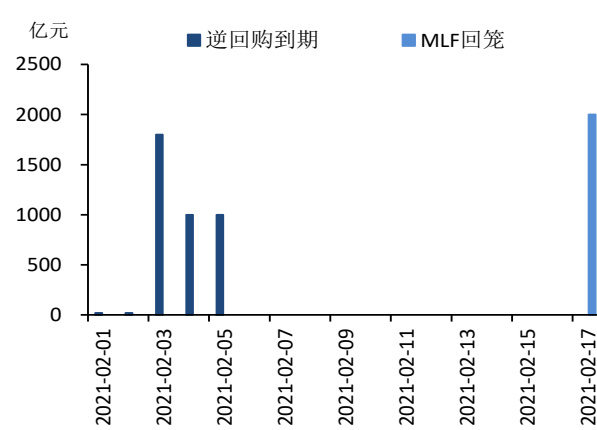
数据来源：东北证券，Wind

图 3：M0 及库存现金环比变动值



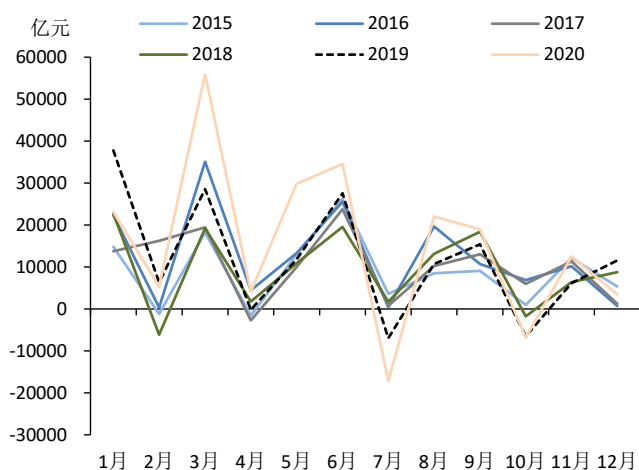
数据来源：东北证券，Wind

图 4：公开市场操作到期情况



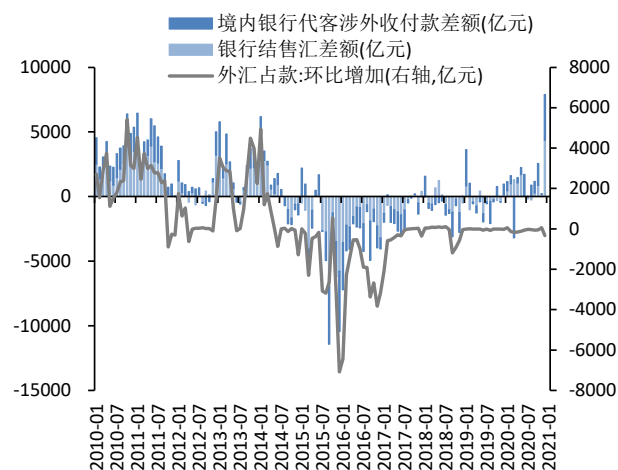
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况



数据来源: 东北证券, Wind

2. 货币市场: 资金面大幅收紧, 各期限利率依次上行

表 1: 1 月国内政策新闻回顾

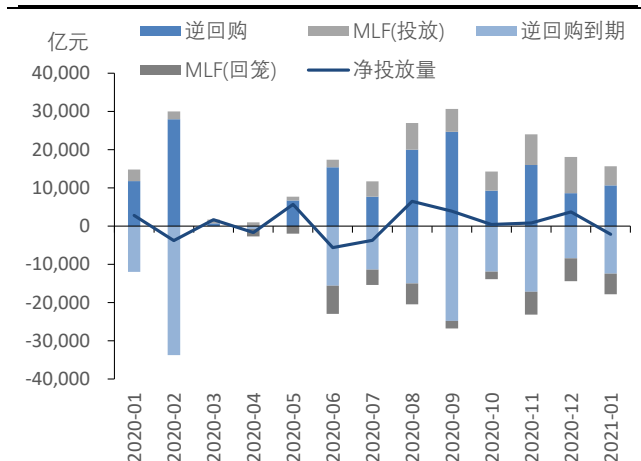
时间	内容
1 月 4 日	中国人民银行工作会议总结 2020 年主要工作, 会议要求, 2021 年人民银行系统要坚持稳中求进工作总基调, 继续做好“六稳”“六保”工作。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度; 继续发挥好结构性货币政策工具和信贷政策精准滴灌作用, 构建金融有效支持小微企业等实体经济的体制机制; 加快完善宏观审慎政策框架, 将主要金融活动、金融机构、金融市场和金融基础设施纳入宏观审慎管理; 持续防范化解金融风险。
1 月 13 日	中国人民银行货币政策司司长孙国峰撰文称, 要健全现代货币政策框架, 搞好跨周期政策设计, 坚持以币值稳定为首要目标, 更加重视就业目标, 保持宏观杠杆率基本稳定。保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。
1 月 15 日	中国人民银行副行长陈雨露在国新办新闻发布会上表示, 2021 年, 稳健的货币政策会更加灵活精准、合理适度, 继续保持对经济恢复必要的支持力度。2021 年是“十四五”开局之年, 人民银行会坚持“稳”字当头, 不急转弯, 根据疫情防控和经济社会发展的阶段性特征, 灵活把握货币政策的力度、节奏和重点, 保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配, 以适度货币增长支持经济持续恢复和高质量发展。
1 月 26 日	央行货币政策委员马骏: 个人认为从今年开始应该永久性取消 GDP 增长目标, 而把稳定就业和控制通货膨胀作为宏观政策最主要的目标; 杠杆率上升非常快, 要求货币政策开始调整, 但货币政策转向不能太快, 货币条件要适应广义财政赤字的调整。
1 月 27 日	中国人民银行行长易纲称, 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。

数据来源: 东北证券, 公开资料整理

2.1. 公开市场操作：央行持续净回笼，资金面大幅趋紧

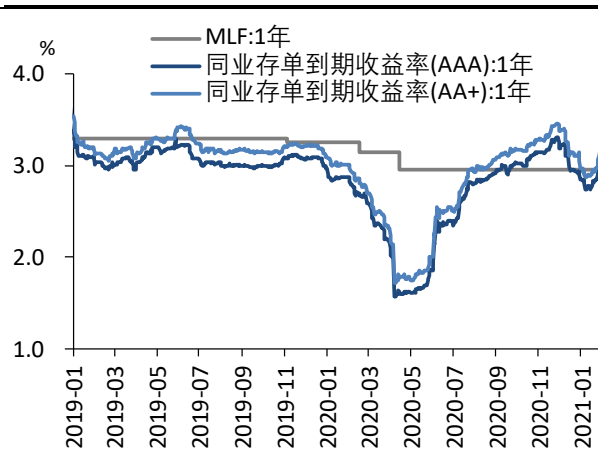
上月(1月1日-1月31日)，央行共投放资金15690亿元，到期17855亿元，净回笼2165亿元(不含国库定存)。其中，逆回购净回笼1760亿元；MLF净回笼405亿元。最后一周，逆回购净回笼2300亿元。1月份整体流动性缺口较大，且央行在公开市场净回笼资金，银行间资金面大幅趋紧，同业存单收益率转为上行，最后一周1年期存单利率快速回升至MLF利率上方。

图 7：1 月公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 8：同业存单利率持续回升至 MLF 利率上方



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：短端利率大幅上行，中长端利率先降后升

1月7天交易所回购利率先降后升，上半月跨年后资金面相对平稳，下半月受集中缴税，叠加央行最后一周持续回笼资金，资金面明显收紧。截至1月29日，DR001当月上行223.31BP至3.33%，创2015年4月以来新高。GC001当月上行116.70BP至5.43%，1月28日最高逼近10%，创两年新高。银行间流动性分层情况加剧，截至1月29日，R007较上月末上行179.87BP至4.39%，DR007较上月末上行70.22BP至3.16%，二者差值明显走阔。

1月中下旬后，1M SHIBOR 利率开始走高，最后一周3M SHIBOR 利率开始上行。二者较上月末分别上行4.10BP、36.70BP至2.7020%、2.7560%，最后一周，分别上

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_18354

