

2021年01月31日

流动性“变盘”，这次不一样

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

当前与2020年4月之后的流动性“变盘”，长短端利率表现迥异，缘于两次触发调整的微观机理、政策重心等不同，市场演绎路径也会有所不同。

● **与2020年4月之后类比，都是流动性回归常态过程，但长短端利率表现迥异** 1月中旬以来，资金成本出现阶段性快速抬升，与2020年4月之后经历类似，是应对意外冲击下，流动性环境从非常宽松到回归常态的结果。为缓解疫情和信用违约冲击，央行分别在2020年2月和11月开始引导资金成本下降，信用债融资成本下降、规模扩张。冲击缓解后，流动性环境逐步回归常态，利率均回升。两次流动性“变盘”，资金市场的表现大相径庭，2020年4月之后短端利率相对平稳、存单利率抬升显著，1月中旬以来的市场利率表现则相反。2020年4月之后，短端利率逐步回到利率走廊下限附近波动，而存单利率持续抬升、6个月存单利率一度超过MLF利率50BP；而2021年1月中旬以来，短端利率快速上涨，R001跳升至6.59%、创2013年“钱荒”以来新高，而存单利率变化相对较小。

● **两次流动性“变盘”的微观机理、政策重心等不同，市场影响自然会有所不同** 机构当下不缺“长钱”、但“滚隔夜”杠杆交易拥堵，是导致近期短端利率更为敏感的原因。前一阶段，打击资金空转过程中，银行负债端压力上升、超储率一度降至1%附近，银行发行存单补充负债，带动长端资金利率持续上涨。当前阶段，银行不缺“长钱”、超储率12月底预计或已回升至2%以上，而机构“滚隔夜”杠杆交易较多、占比一度超过90%，因此对短端资金利率表现的非常敏感。两次“流动性”变盘面临的宏观环境、政策重心的不同，是导致市场反应不同的核心原因。前一阶段正经历经济修复、信用扩张的过程，政策对资金空转等问题容忍度较低，但打击结构性存款套利行为的同时，仍时常平抑短端资金波动。当前阶段，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度加杠杆行为；但在内需景气见顶、信用收缩的背景下，公开市场回笼资金时也没有释放明显收紧信号。

● **综合政策、经济等因素，重申：债市的中期确定性、股市的估值阶段性承压** 伴随事件冲击的影响减弱，前期过度宽松的流动性环境短期难以再现；但“紧信用”的大背景下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用收缩已然开始；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”；但资产泡沫、通胀预期等，使得短期也较难明显宽松。综合来看，长端利率债的中期下行趋势较为确定，短期或仍受到资金面等因素干扰，而权益类资产需警惕估值压缩风险。经验显示，社融增速见顶领先长端利率债拐点1-2个季度左右，“紧信用”与“宽货币”下，长端利率债一般趋于下行。信用收缩阶段，权益类资产估值出现压缩、一般滞后1个季度左右；本轮信用收缩自2020年11月开始，参考历史规律，当下权益类资产需警惕估值压缩风险。

● **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-拨开流动性紧张的“迷雾”》-2021.1.29

《宏观经济点评-2020年财政：支出扩张，“退潮”不改》-2021.1.28

《宏观经济专题-信用收缩阶段，估值多承压》-2021.1.28

目 录

1、 流动性“变盘”，这次不一样	3
2、 研究结论：当前流动性“变盘”不同于2020年4月之后	7
3、 风险提示	7

图表目录

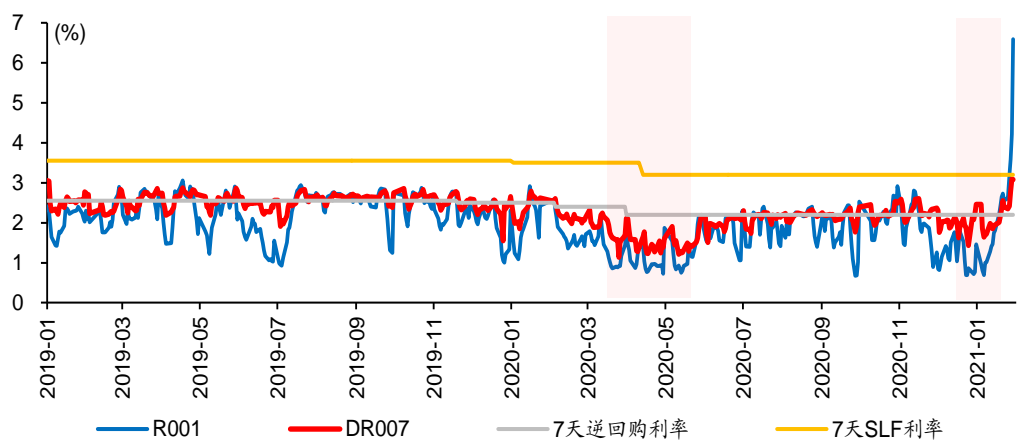
图 1： 2020年2月至6月、2020年11月至2021年1月，流动性从宽松到紧张	3
图 2： 流动性宽松使得企业融资成本降低	3
图 3： 流动性宽松下，信用债融资明显增加	3
图 4： 2020年下半年，存单利率一度大幅超过MLF利率	4
图 5： 当前存单净融资并没有明显增加	4
图 6： 结构性存款压降下，同业存单融资增多	4
图 7： 2020年12月超储率或回升至2%以上	4
图 8： 当前“滚隔夜”突出的同时，流动性分层加剧	5
图 9： 广义基金以持有信用债为主，受信用风险影响较大	5
图 10： 2020年底，GDP增速超过2019年底，投资回落	5
图 11： 2020年底，社融增速已出现明显回落	5
图 12： 2020年上半年企业融资成本低于结构性存款利率	6
图 13： 2020年3-5月逆回购多暂停，2021年初小幅投放	6
图 14： “紧信用”环境，多对应“宽货币”	6
图 15： 2021年3月和4月信用债到期高峰	6
图 16： 社融顶部拐点领先长端收益率拐点	7
图 17： 信用环境的变化一般同步略领先于估值变化	7

当前与 2020 年 4 月之后的流动性回归常态过程中，长短端利率表现迥异，缘于两次触发调整的微观机理、政策重心等不同，市场表现也会有所不同。

1、流动性“变盘”，这次不一样

近期，流动性从非常宽松到持续紧张，引起广泛讨论，有人认为当前与 2020 年 4 月之后的情况较为类似。年初以来，隔夜利率 R001，从不到 1% 上涨至 1 月底的 6.58%；尤其是 1 月下旬，流动性紧张的同时，公开市场连续多日回笼资金，加剧了市场对流动性的担忧。有人认为，当前流动性变化与 2020 年 4 月前后较为类似，未来流动性环境变化可参考 2020 年 6 月至 11 月的情况。

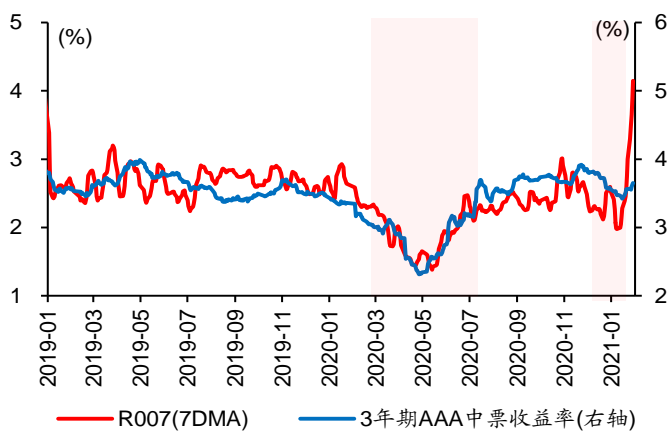
图1：2020 年 2 月至 6 月、2020 年 11 月至 2021 年 1 月，流动性从宽松到紧张



数据来源：Wind、开源证券研究所

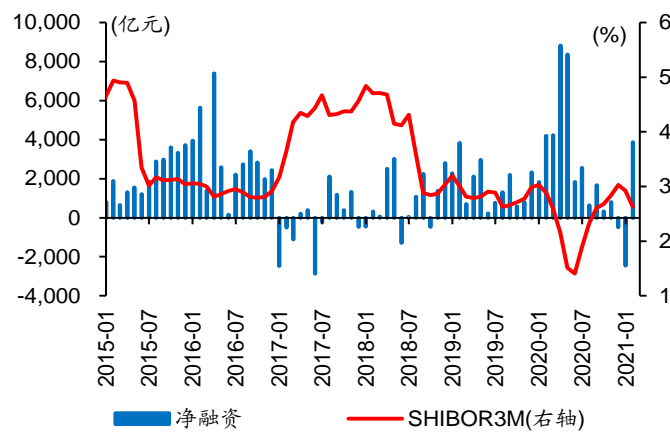
两个阶段货币市场利率从回落到上涨，都是应对意外冲击下，流动性从非常宽松到回归常态的结果。为了缓解疫情冲击和永煤违约带来的信用冲击，央行分别在 2020 年 2 月和 11 月开始引导货币市场利率回落，信用债融资成本随之下降，信用债融资规模相应的明显扩张。随着冲击逐步缓解，央行逐步回笼资金、引导流动性环境回归常态，资金利率均随之回升。

图2：流动性宽松使得企业融资成本降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

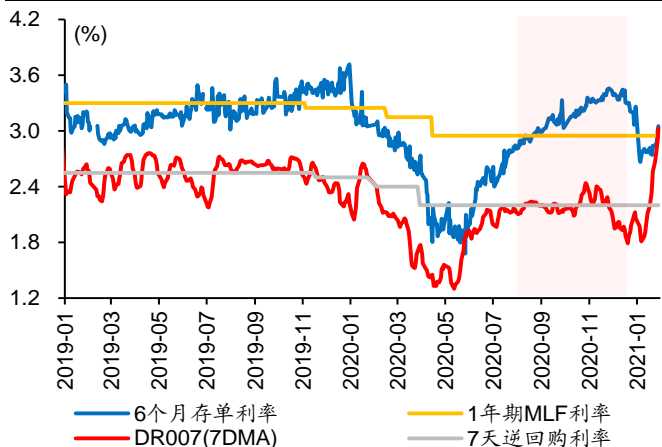
图3：流动性宽松下，信用债融资明显增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

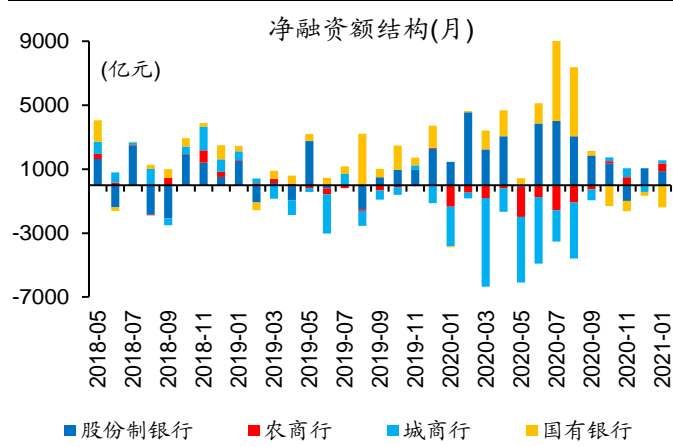
但两次流动性“变盘”，资金市场的表现大相径庭，2020年4月之后短端利率相对平稳、存单利率抬升显著，1月中旬以来的市场利率表现则相反。2020年4月之后，短端利率逐步回到利率走廊下限附近波动，而存单利率持续抬升、6个月存单利率一度超过MLF利率50BP；而2021年1月中旬以来，短端利率快速上涨，R001跳升至6.59%、创2013年“钱荒”以来新高，而存单利率变化相对较小。

图4：2020年下半年，存单利率一度大幅超过MLF利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

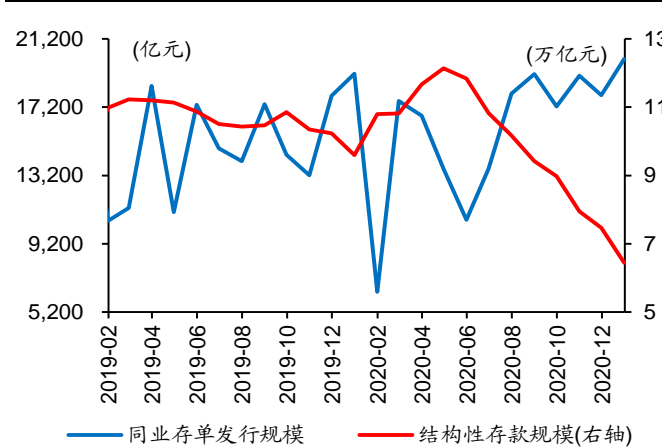
图5：当前存单净融资并没有明显增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

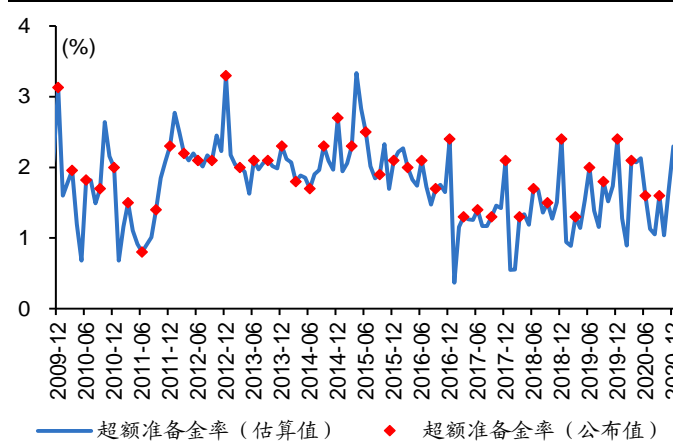
机构当下不缺“长钱”、但“滚隔夜”杠杆交易拥堵，是导致近期短端利率更为敏感的原因。前一阶段，打击资金空转过程中，银行负债压力上升、超储率一度降至1%附近，银行发行存单补充负债，带动长端资金利率持续上涨。当前阶段，银行不缺“长钱”、超储率12月底预计或已回升至2%以上，而流动性宽松和资金风险偏好回落下，机构“滚隔夜”杠杆交易较多、占比一度超过90%，对短端资金利率非常敏感（详情参见《拨款流动性紧张的“迷雾”》）。

图6：结构性存款压降下，同业存单融资增多



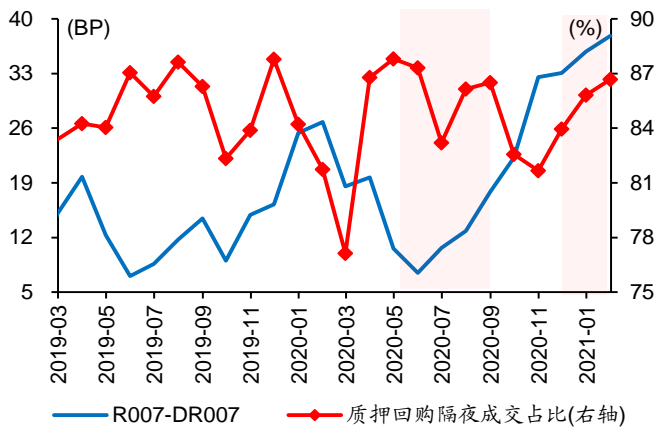
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020年12月超储率或回升至2%以上



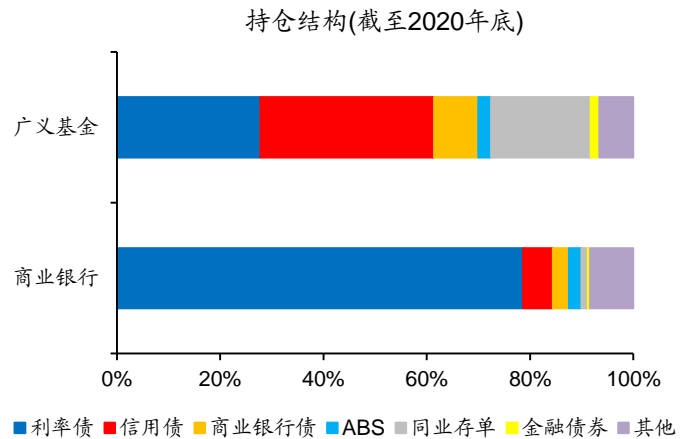
数据来源：Wind、中国货币网、开源证券研究所

图8: 当前“滚隔夜”突出的同时, 流动性分层加剧



数据来源: Wind、开源证券研究所

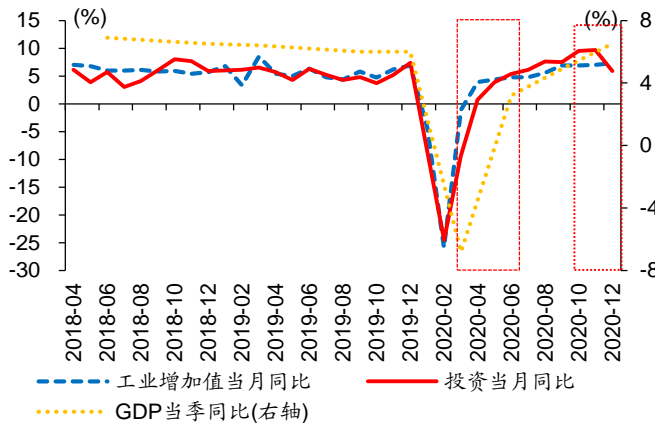
图9: 广义基金以持有信用债为主, 受信用风险影响较大



数据来源: Wind、开源证券研究所

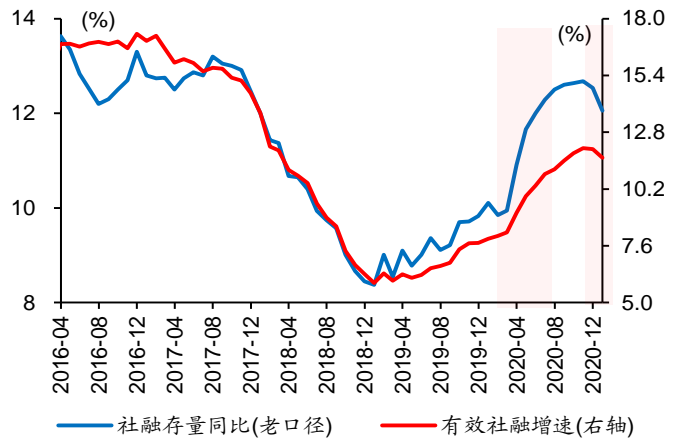
宏观环境也明显不同, 2020 年经济修复、信用扩张, 2021 年景气回落、信用收缩。2020 年国内疫情平复后, 生产、经营活动逐步恢复, 经济进入逐步修复通道; 同时, 以财政为代表的托底政策, 推动信用加速扩张。随着政策“退潮”, “稳增长”相关链条开始走弱, 拖累投资回落; 同时, 信用环境开始进入收缩通道, 社融增速从 2020 年 10 月的 10.7% 回落至 12 月的 10.3%。

图10: 2020 年底, GDP 增速超过 2019 年底, 投资回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

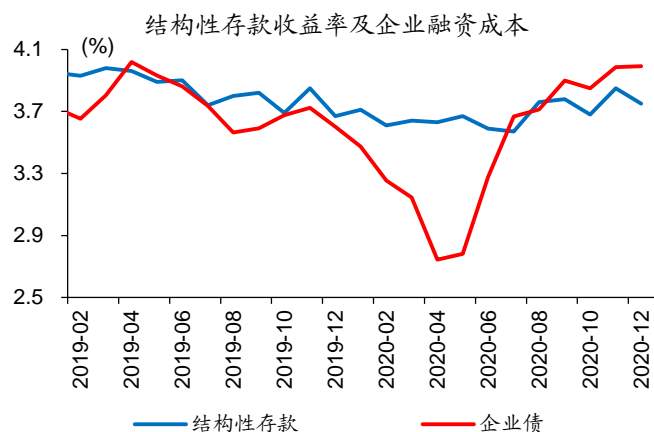
图11: 2020 年底, 社融增速已出现明显回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

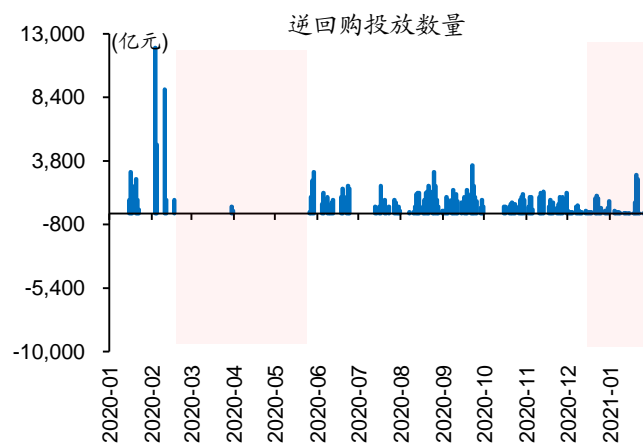
宏观形势的不同, 使得货币政策重心不同, 前一阶段打击资金空转、当前阶段意在“警告”市场过度加杠杆行为。疫情期间的流动性宽松, 使得资金空转较为突出, 部分企业通过低成本融资购买较高收益的结构性存款套利; 随着经济逐步修复, 当局开始打击结构性存款套利行为, 但仍时常平抑短端资金波动。当前阶段, 政策借助短端资金波动上升, 来“警告”市场过度加杠杆行为; 但在内需景气见顶、信用收缩的背景下, 公开市场回笼资金时也没有释放明显收紧信号。

图12: 2020年上半年企业融资成本低于结构性存款利率



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 2020年3-5月逆回购多暂停, 2021年初小幅投放



数据来源: Wind、开源证券研究所

伴随事件冲击的影响减弱, 前期过度宽松的流动性环境短期难以再现; 但“紧信用”的大背景下, 货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下, 信用收缩已然开始; 如果流动性持续紧张, 可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时, 再贷款再贴现等工具, 及贷款展期、信用债等集中到期, 决定了货币政策不能“急转弯”; 但资产泡沫、通胀预期等, 使得短期也较难明显宽松。

图14: “紧信用”环境, 多对应“宽货币”

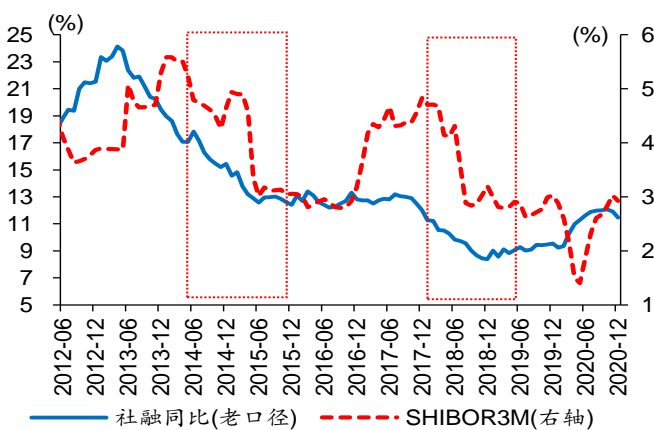
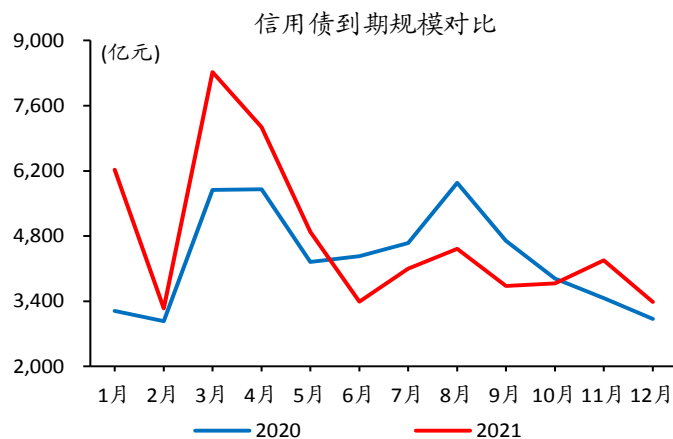


图15: 2021年3月和4月信用债到期高峰



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_18373

