

2021年01月29日

## 拨开流动性紧张的“迷雾”

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)**

yangfei1@kysec.cn

证书编号: S0790520070004

**马洁莹 (联系人)**

majieying@kysec.cn

证书编号: S0790120080081

近期流动性的紧张，与公开市场回笼、短端交易拥堵等有关，银行不缺“长钱”。信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋于缓和，但难明显宽松。

● **近期流动性的突然紧张，与公开市场回笼、杠杆交易放大短端波动等因素有关**近期的流动性紧张，表现为短端利率的大幅跳升，而非银行缺“长钱”。1月中旬以来，货币市场利率明显上涨，尤其是短端利率上升较快，DR001 接连突破 2% 和 3%，远超过 7 天逆回购利率的 2.2%；R001 和 GC001 上涨更快，分别达到 4.2% 和 6.4%。同时，存单利率有所上涨，但幅度相对较小，存单净融资也未明显放量，一定程度反映银行并不缺“长钱”，2020 年底超储率预计或已回升至 2.3%。短端利率的大幅变化，与公开市场持续回笼、市场对货币收紧担忧等有关；机构杠杆行为带来的交易拥堵，放大了短端利率的波动。财政缴税因素消退后，央行连续回笼资金，加之近期关于货币与资产泡沫的部分观点，引发大家对货币政策收紧的担忧。而前期非常宽松下，机构“滚隔夜”加杠杆行为增多，银行隔夜质押回购成交占比接近 87%，使得隔夜交易非常拥堵、对短端利率变化更加敏感。

● **流动性变化背后的货币政策思路很明晰，短期避免资产泡沫，中期思路未变**流动性环境边际变紧，主要缘于信用风险影响逐步缓和下，央行回收流动性，避免过于宽松带来资产泡沫。前期流动性环境非常宽松，主要为了缓解信用违约的冲击；而央行通过 MLF、窗口指导等引导市场预期，并没有明显宽松加码操作。流动性宽松“呵护”下，1 月信用债净融资达 4000 亿元、创近 11 个月来新高；同时，机构杠杆行为增多、资金空转迹象显现等，使得流动性回笼的迫切性上升。市场结构和货币传导机制变化下，应跳出传统框架理解货币政策；公开市场重要性凸显，“量”根据短期需要调整，“价”的中期信号意义更强。银行与非银同业往来的增多、非银影响增强，使得流动性分层加剧、资金波动容易被放大；而货币供应方式和传导机制变化下，公开市场操作重要性越来越凸显，短期“量”变是市场需求和政策调控平衡的结果，而“价”层面并没有释放货币收紧的信号。

● **信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋缓和，但难明显宽松**信用收缩下，货币流动性环境不具备持续收紧的基础，否则实体融资受到的冲击较大。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；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”。短期流动性波动，并没有改变全年“宽货币”和“紧信用”搭配，近期央行也明确强调要防止信用收缩。随着月底财政资金投放等，流动性紧张局面或趋于缓和，但经济景气高位、通胀预期升温等，使得货币流动性环境短期难明显宽松。经验显示，1 月财政缴税后，财政资金投放增多，普惠金融定向降准考核一般在 1 季度、1 月底居多；随着春节临近，央行也会加大公开市场操作等稳定流动性，叠加春节就地过年增多、取现压力下降，预计流动性紧张局面或趋于缓和，但较难回到前期非常宽松的情况。

● **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

《宏观经济专题-城市住房问题，值得提到更高位置》-2021.1.26

## 目 录

1、 一问：近期，流动性突然非常紧张的原因 .....	3
2、 二问：流动性变化背后，货币政策思路 .....	5
3、 三问：流动性环境，未来演绎路径 .....	6
4、 研究结论 .....	8
5、 风险提示 .....	8

## 图表目录

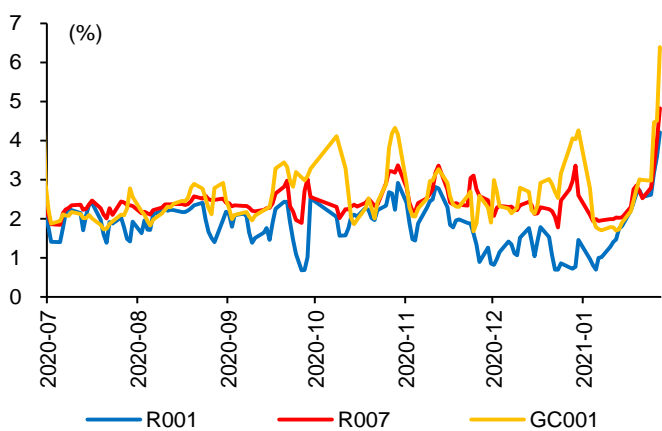
图 1： 近期，隔夜利率大幅跳升 .....	3
图 2： 存单利率回升至 MLF 利率附近 .....	3
图 3： 存单净融资仍处于低位 .....	3
图 4： 2020 年 12 月超储率或回升至 2%以上 .....	3
图 5： 1 月中旬以来，逆回购从净投放到净回笼 .....	4
图 6： 近期，隔夜成交规模和占比大幅提升 .....	4
图 7： 1 月中旬以来，大行质押回购成交规模先升后降 .....	4
图 8： 2020 年 11 月和 12 月 MLF 净投放与前 2 个月相当 .....	5
图 9： 2020 年 4 季度，上交所质押回购成交大幅抬升 .....	5
图 10： 2021 年 1 月信用债净融资创近 11 个月新高 .....	5
图 11： 信用冲击后，流动性从非常宽松到逐步回归常态 .....	5
图 12： 机构同业派生、央行货币供给变化非常明显 .....	6
图 13： 利率走廊模式已基本成型 .....	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： 经验显示，春节前后短端利率多会回落 .....	7
图 17： 当前经济景气处于高位 .....	7
图 18： 社融顶部拐点领先长端收益率拐点 .....	7
图 19： 社融领先经济 2 个季度左右 .....	7
表 1： 近期，关于资产泡沫关注度较高 .....	4

近期流动性的紧张，与公开市场回笼、短端交易拥堵等有关，银行不缺“长钱”。信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋于缓和、但难明显宽松。

## 1、一问：近期，流动性突然非常紧张的原因

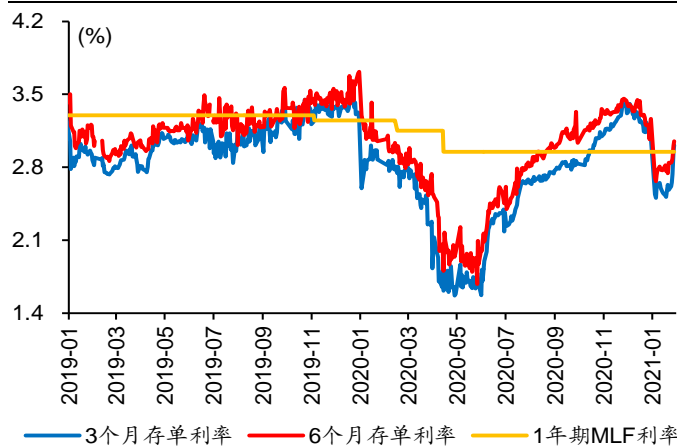
近期的流动性紧张，表现为短端利率的大幅跳升，而非银行缺“长钱”。1月中旬以来，货币市场利率明显上涨，尤其是短端利率上升较快，DR001 接连突破 2% 和 3%，远超过 7 天逆回购利率的 2.2%；R001 和 GC001 上涨更快，分别达到 4.2% 和 6.4%。同时，存单利率有所上涨、但仍在 MLF 利率附近，存单净融资也没有明显放量，一定程度反映银行并不缺“长钱”，我们推算的 2020 年底超储率在 2.3% 附近。

图1：近期，隔夜利率大幅跳升



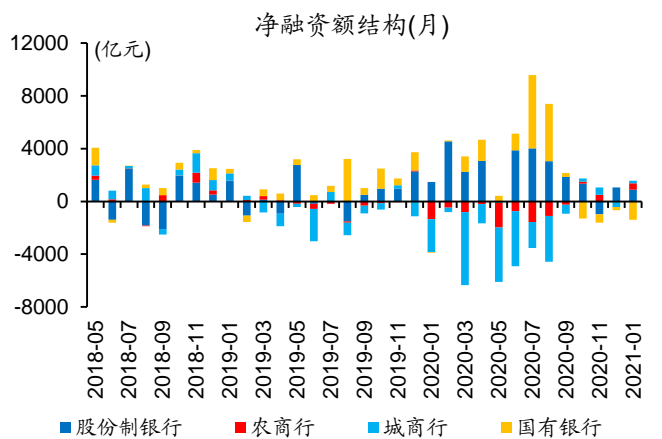
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：存单利率回升至 MLF 利率附近



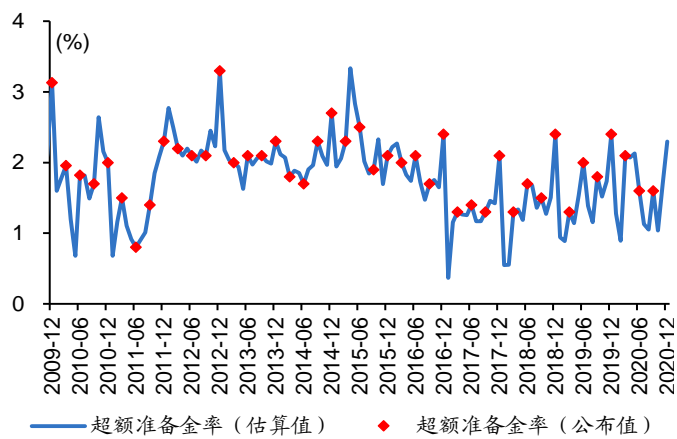
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：存单净融资仍处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年 12 月超储率或回升至 2% 以上

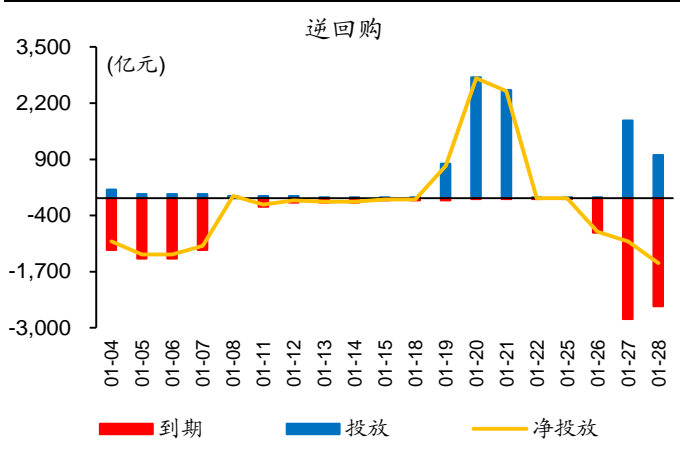


数据来源：Wind、开源证券研究所

短端利率的大幅变化，与公开市场持续回笼、市场对货币收紧担忧等因素有关。1月中旬，货币市场利率开始明显上涨，与财政缴税临近等有关，央行加大逆回购投放来缓解资金压力。缴税因素消退后，央行连续回笼资金，加之近期关于货币与资产

泡沫的部分观点，引发大家对货币政策收紧的担忧，货币市场利率继续上涨。

图5: 1月中旬以来, 逆回购从净投放到净回笼



数据来源: Wind、开源证券研究所

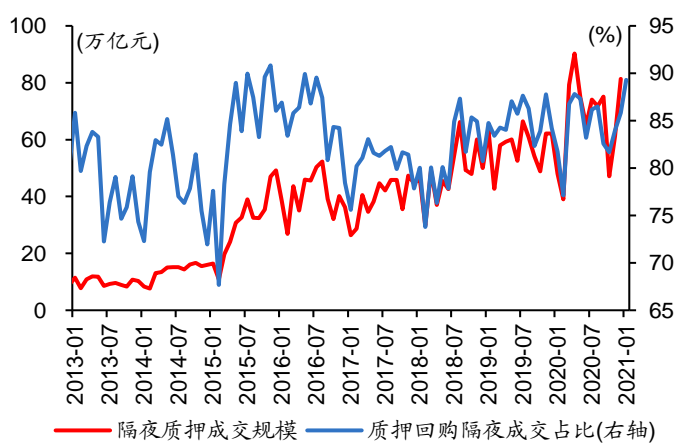
表1: 近期, 关于资产泡沫关注度较高

时间	相关人士	会议/文件	主要内容
2020年12月1日	郭树清	《完善现代金融监管体系》	完善现代金融监管体系... <b>房地产是现阶段我国金融风险方面最大的“灰犀牛”。</b>
2020年12月30日	证券时报	《机构争相抱团核心资产, 负面效应或在路上》	今年的A股市场上热门的核心资产大放异彩, 但统计显示, <b>大多数个股的上涨原因中, 业绩增长只是次要因素, 很多个股涨幅2/3以上靠估值推动, 公募等机构资金抱团扎堆则是其估值较高的主因。真正的估值, 从来不是“人云亦云”出来的。当前机构抱团的核心资产未来会不会瓦解, 还是要回到常识上来, 不应该演变成一个笑话。</b>
2021年1月15日	陈雨露	2020年金融统计数据新闻发布会	密切关注重要领域的资产价格, 在保持物价稳定的同时, <b>通过发现审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险, 以切实维护金融稳定。</b>
2021年1月15日	孙国峰	2020年金融统计数据新闻发布会	目前经济已经回到潜在产出水平, 企业信贷需求强劲, 货币信贷合理增长, <b>说明当前利率水平是合适的... 不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比, 目前的存款准备金率水平都不高。</b>
2021年1月26日	马骏	“中央经济工作会议解读与当前经济形势分析”专题研讨会	<b>“有些领域的泡沫已经显现, 去年我国几个主要的股市指数都大幅上升, 接近30%, 在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市, 不可能与货币无关。另外, 最近上海、深圳等地房价涨得不少, 这些都与流动性和杠杆率的变化有关。未来这种情况是否会加剧, 取决于今年货币政策要不要进行适度的转向, 如果不转向, 这些问题肯定会继续, 会导致中长期更大的经济、金融风险。”</b>

资料来源: 中国人民银行、证券时报、开源证券研究所

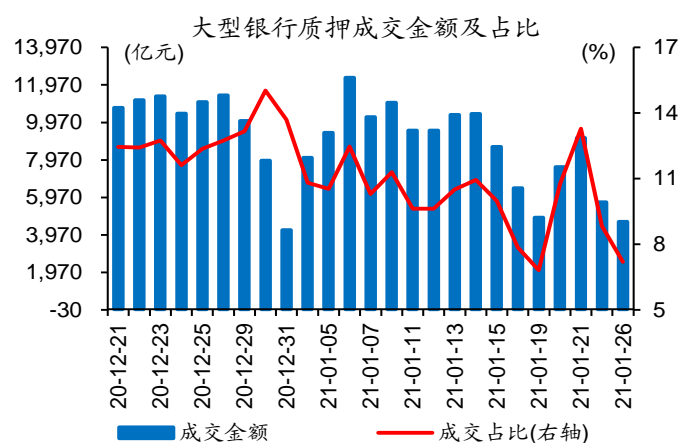
机构“滚隔夜”杠杆行为带来的交易拥堵, 放大了短端利率的波动。2020年11月中旬, 流动性开始明显转向宽松, 机构“滚隔夜”加杠杆行为增多; 银行间质押回购隔夜成交占比, 由2020年10月的81.7%上升至2021年1月的86.7%, 截至1月27日, 隔夜质押成交规模已接近65万亿元、较2020年1月增长35%。“滚隔夜”杠杆加足下, 机构行为对短端利率变化更加敏感, 大行融出减少进一步加大资金波动。

图6: 近期, 隔夜成交规模和占比大幅提升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 1月中旬以来, 大行质押回购成交规模先升后降

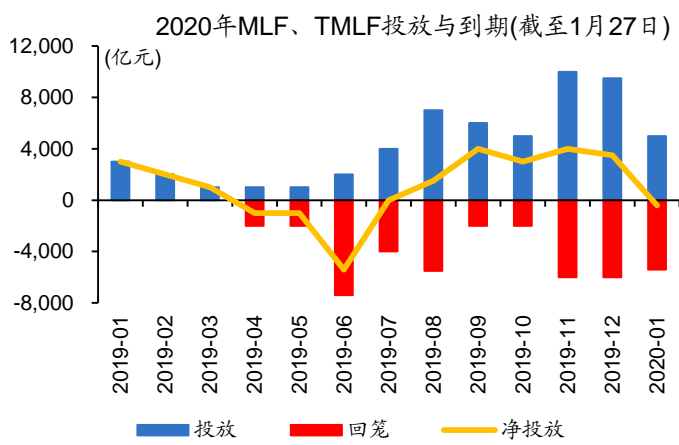


数据来源: 中国货币网、开源证券研究所

## 2、二问：流动性变化背后，货币政策思路

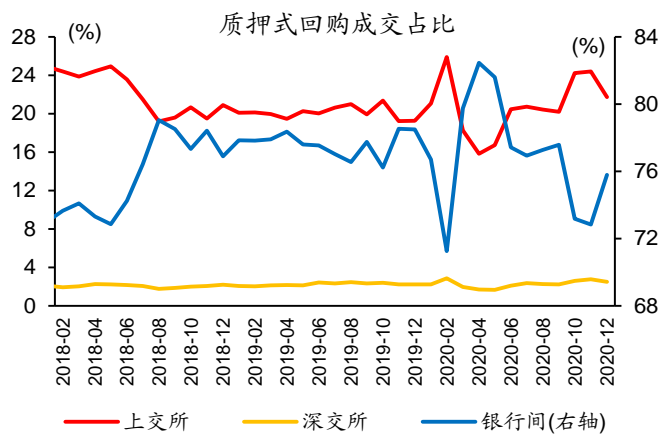
前期流动性环境非常宽松，主要为了缓解信用违约的冲击；而央行通过 MLF、窗口指导等引导市场预期，并没有明显宽松加码操作。2020 年 11 月永煤违约后，货币市场流动性一度非常紧张，信用债融资断崖式下滑；央行通过 MLF 投放、指导大行资金融出等，引导流动性转向宽松。尤其是 11 月和 12 月交易所资金融出增多，明显缓解了非银机构流动性压力，而逆回购和 MLF 净投放与 9 月、10 月基本相当。

图8：2020 年 11 月和 12 月 MLF 净投放与前 2 个月相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

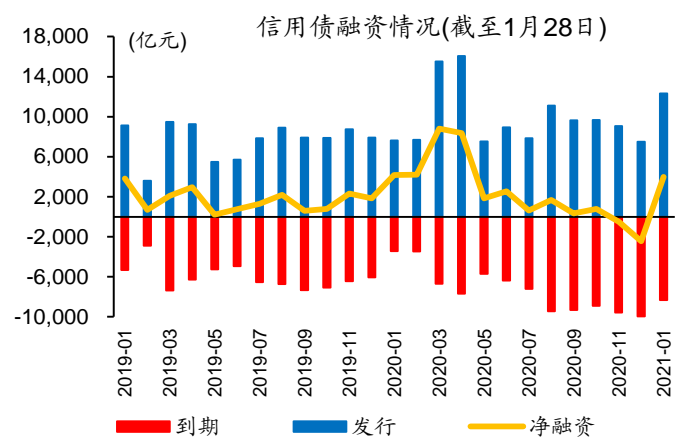
图9：2020 年 4 季度，上交所质押回购成交大幅抬升



数据来源：Wind、中国货币网、开源证券研究所

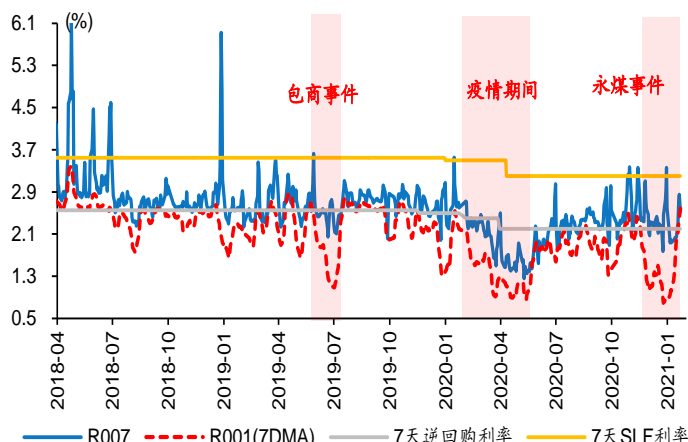
随着信用风险的影响逐步缓和，央行开始部分回收流动性，避免过于宽松环境带来资产泡沫等。流动性宽松“呵护”下，信用债融资逐步修复，1 月净融资规模达 4000 亿元、创近 11 个月来新高；同时，机构杠杆行为增多、资金空转迹象显现等，使得流动性回归常态的迫切性上升。类似包商事件和疫情冲击后，央行通过减少公开市场投放等方式回笼资金，引导货币市场利率回归利率走廊附近波动。

图10：2021 年 1 月信用债净融资创近 11 个月新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

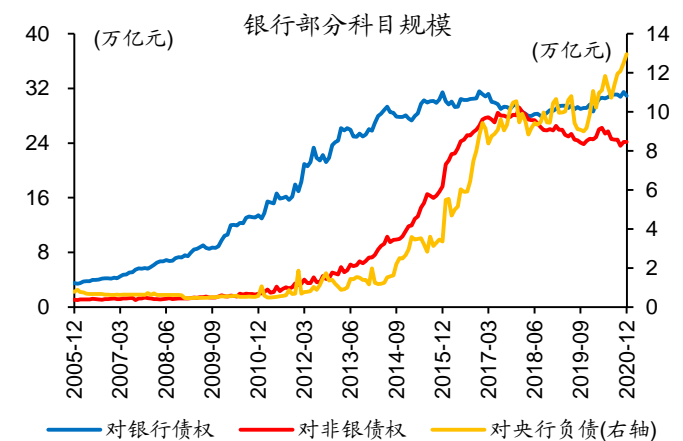
图11：信用冲击后，流动性从非常宽松到逐步回归常态



数据来源：Wind、开源证券研究所

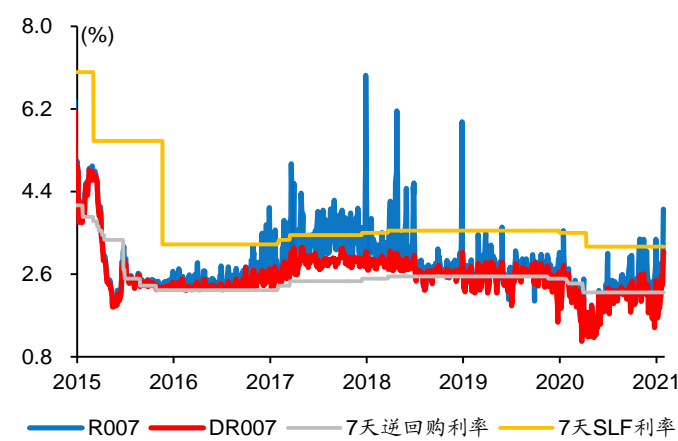
货币传导机制和市场结构变化下，应跳出传统框架理解货币政策；公开市场重要性凸显，“量”根据短期需要调整，“价”的中期信号意义更强。银行与非银同业往来的增多、非银影响增强，使得流动性分层加剧、资金波动容易被放大；而货币供应方式和传导机制变化下，公开市场操作重要性越来越凸显，短期“量”变是市场需求和政策调控平衡的结果，而“价”层面并没有释放货币收紧的信号。

图12: 机构同业派生、央行货币供给变化非常明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: 利率走廊模式已基本成型

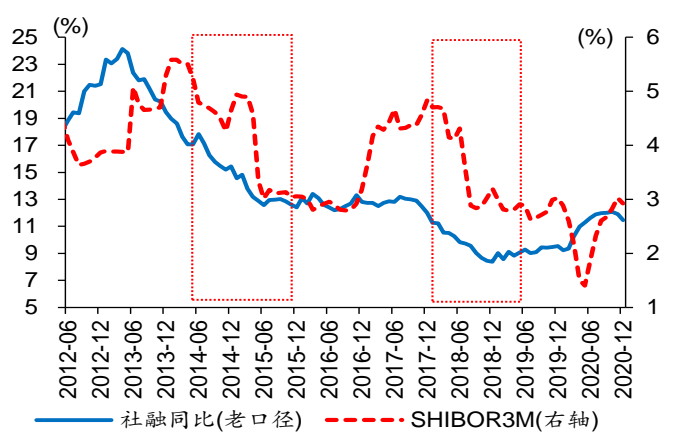


数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、三问：流动性环境，未来演绎路径

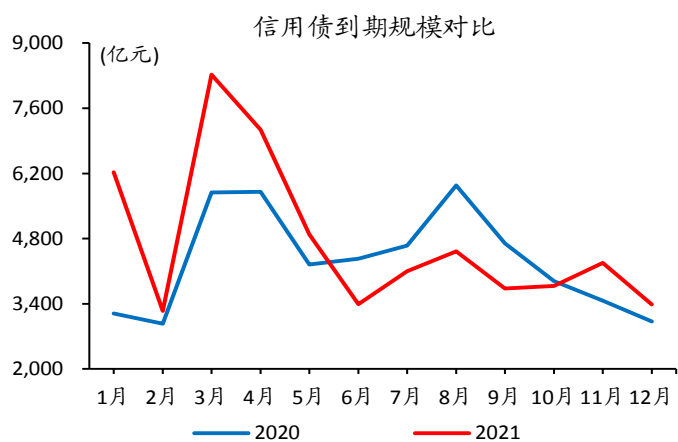
信用收缩下，货币流动性环境不具备持续收紧的基础，否则实体融资受到的冲击较大。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”。短期流动性波动，并没有改变全年“宽货币”和“紧信用”搭配，近期央行也明确强调要防止信用收缩。

图14: “紧信用”环境，多对应“宽货币”



数据来源: Wind、开源证券研究所

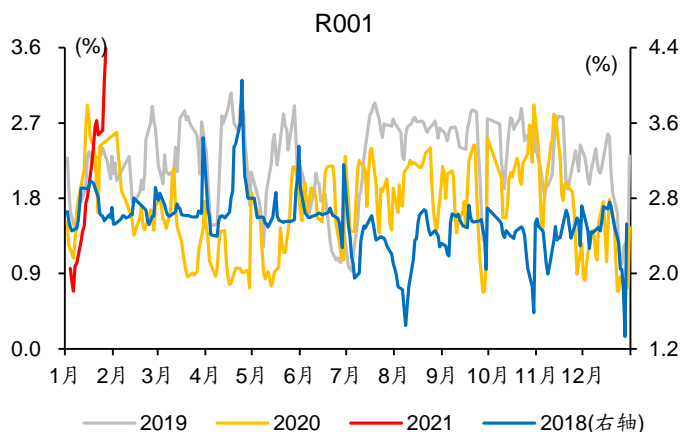
图15: 2021年3月和4月信用债到期高峰



数据来源: Wind、开源证券研究所

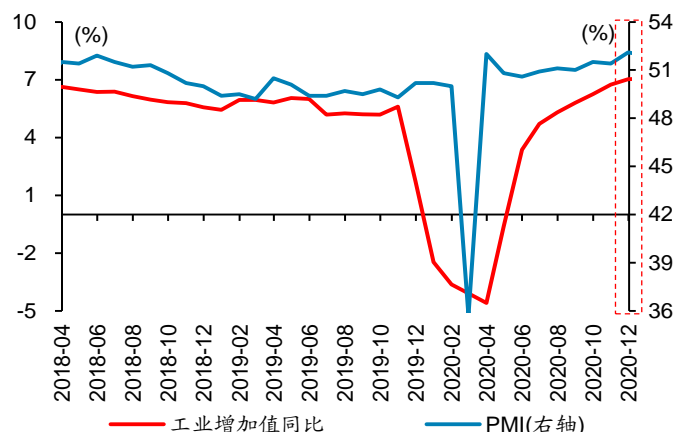
随着月底财政资金投放等，流动性紧张局面或有所缓和，但经济景气高位、通胀预期升温等，使得货币流动性环境短期难明显宽松。经验显示，1月财政缴税后，财政资金投放增多，普惠金融定向降准考核一般在1季度、1月底居多；随着春节临近，央行也会加大公开市场操作等稳定流动性，叠加春节就地过年增多、取现压力下降，预计流动性紧张局面或将趋于缓和。但是，内需景气处于高位、生产活动强劲，决定货币政策没有进一步松的基础；同时，主要经济体疫苗接种加快下，外需加快修复，带动国内输入型通胀预期升温，也使得货币流动性环境短期难明显宽松。

图16: 经验显示，春节前后短端利率多会回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 当前经济景气处于高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

对债市而言，长端利率债配置价值逐步修复；但流动性收敛过程中，短期交易操作难度较大。近期债市调整，推动长端利率债配置价值修复，为稳定资金提供配置机会；伴随信用收缩影响逐步显现、国内需求见顶回落，经济基本面对债市支持显现，长端利率或重回下行通道，维持10年中国国债收益率低点或回到3%以下的判断。但短期交易难度较大，建议等待央行操作和流动性平稳的确认。

图18: 社融顶部拐点领先长端收益率拐点



图19: 社融领先经济2个季度左右



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\\_18388](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18388)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn