



流动性研究系列（第3期）

当前宽松的资金面能否延续？

■ 核心摘要

第一，春节后我国银行间市场流动性整体处于稳定偏宽松的状态。这表现在一方面衡量短端流动性松紧的 DR007 价格连续两个多月低于 7 天逆回购政策利率；另一方面债券市场短端利率的下行幅度高于长端利率的下行幅度，收益率曲线陡峭化。在 2021 年宏观政策不急转弯的背景下，资金面的持续宽松略超市场预期。

第二，节后资金面的持续宽松既有流动性需求下降的因素，也是央行主动呵护市场的结果。导致流动性需求下降的原因包括政府债券供给的大幅下降、债市的整体杠杆较低以及货币基金的份额快速增加，非银流动性需求降低。从央行行为来看，春节过后，央行短期关注的目标主要是呵护信用债市场，确保 3、4 月份信用债到期高峰时，企业债可以平稳顺利发行。此外，在全年宽信用拐点已至，信用环境逐渐收缩的背景下，也需要货币政策保持短端流动性略微宽松，来确保信用环境不会出现快速的收缩。

第三，短期展望来看，随着通胀压力逐步加大、政府债券供给放量以及金融防风险仍是重要任务，上述支撑资金面宽松的因素都不再成立，货币流动性存在边际收紧的可能，货币环境将转向紧平衡，DR007 中枢可能会有所抬升，围绕 7 天逆回购政策利率上下波动。

首先，二季度我国通胀压力高企，短期将成为央行关注的目标，以 PPI 为代表工业品价格快速上涨，对 CPI 传导效应逐渐显现，未来通胀的高度和可持续性存在较大不确定性，这会掣肘央行的货币宽松。本轮通胀最大的不确定性主要来源于供给端，以印度为代表的新兴经济体疫情再次大爆发，这会大大延迟供给端的恢复。中国的碳中和政策对于大宗商品价格的影响，方向上类似于供给侧改革，PPI 位于高位的时间跨度可能超市场预期。

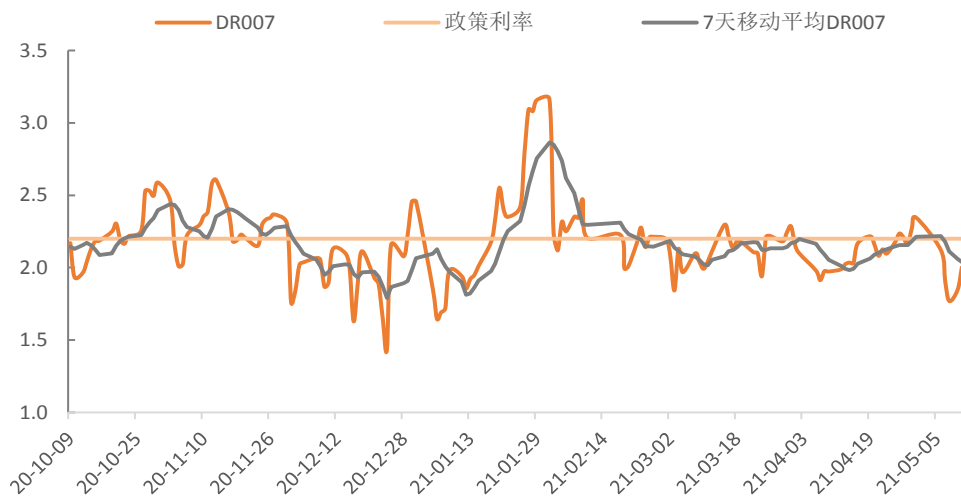
其次，从政府债券供给来看，未来地方债发行节奏将会加快，这会对资金面形成扰动。

最后，当前我国经济增长总体形势较好，呈现供需两旺局面，金融防风险仍是重要任务，这要求货币环境将更多的是紧平衡。对于债券市场，一旦形成货币持续宽松的预期，容易出现滚隔夜加杠杆的行为，央行对债券市场加杠杆行为容忍度较低，通常会选择加大市场利率的波动来打击市场加杠杆的行为。

第四，总结来看，在美联储收紧之前，我国调整政策利率的概率较低，加息难以抑制原材料快速上涨推动的通胀，并可能加大经济下行压力。未来我国货币政策仍将更加强精调微调，总量变化难有亮点，结构工具值得关注。

春节后我国银行间市场流动性整体处于稳定偏宽松的状态，这表现在一方面衡量短端流动性松紧的 DR007 价格连续两个多月保持在 2.1% 左右，低于 7 天逆回购政策利率；另一方面债券市场短端利率的下行幅度高于长端利率的下行幅度，10Y-1Y 国债期限利差走阔，收益率曲线陡峭化。在 2021 年宏观政策不急转弯的背景下，资金面的持续宽松略超市场预期，事实上也是三、四月份债券市场对利空钝化的重要原因。

图表1 DR007 持续低于 7 天逆回购政策利率 (%)

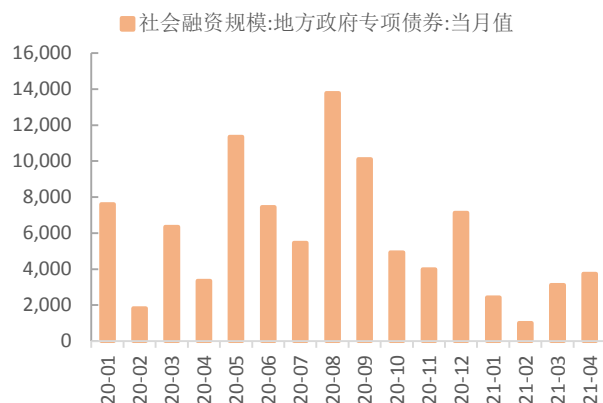


资料来源: WIND, 平安银行, 平安证券研究所

节后资金面的持续宽松既有流动性需求下降的因素,也是央行主动呵护市场的结果。导致流动性需求的原因也是多方面的:其一,一季度地方政府专项债发行 6585 亿,同比下降超过 9000 亿,政府债券供给的大幅下降降低了市场的流动性需求;其二,4 月初市场普遍对资金面较为悲观,债市的整体杠杆较低;其三,股票市场的低迷导致货币基金的份额快速增加,非银流动性需求降低,货币基金通过认购银行发行的同业存单导致资金回流到银行间市场,这体现在同业存单市场量升价低。

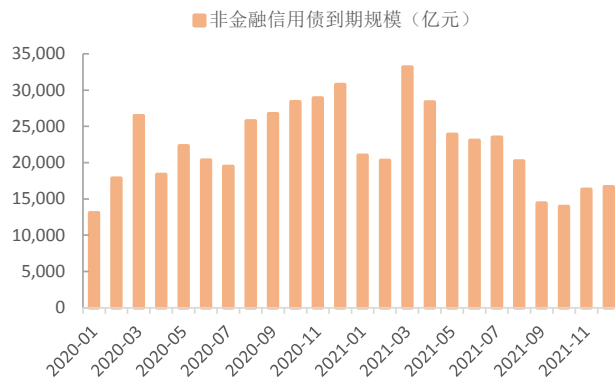
从央行行为来看,我国货币政策为多目标制,在不同阶段央行关注的目标不同。春节过后,央行短期关注的目标主要是呵护信用债市场,确保 3、4 月份信用债到期高峰时,企业债可以平稳顺利发行。永煤事件出现后,信用风险呈现由点向面扩散的迹象,一级市场信用债净融资连续多周为负,信用利差走阔,此后央行增加了对信用风险的关注。2021 年 3、4 月份是信用债到期高峰月份,尤其是国企、城投债到期量较大,信用债的大量到期容易引致信用风险的爆发,尤其是在货币政策偏紧的环境中。如果任由信用风险在一季度爆发,将可能会影响全年的信用债发行,从而加剧宽信用走向紧缩。此外,在全年宽信用拐点已至,信用环境逐渐收缩的背景下,也需要货币政策保持短端流动性略微宽松,来确保信用环境不会出现快速的收缩。

图表2 今年一季度地方债融资同比大幅下降(亿元)



资料来源: Wind, 平安银行, 平安证券研究所

图表3 2021 年 3、4 月是非金融信用债到期高峰



资料来源: Wind, 平安银行, 平安证券研究所

短期展望来看，随着通胀压力逐步加大以及政府债券供给放量，上述支撑资金面宽松的因素都不再成立，货币流动性存在边际收紧的可能，货币环境将转向紧平衡，DR007 中枢可能会有所抬升，围绕 7 天逆回购政策利率上下波动。具体来看如下：

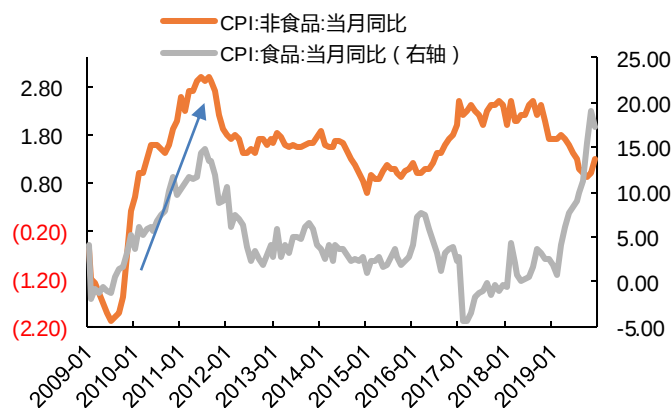
首先，二季度我国通胀压力高企，短期将成为央行关注的目标，以 PPI 为代表工业品价格快速上涨，对 CPI 传导效应逐渐显现，未来通胀的高度和可持续性存在较大不确定性，这会掣肘央行的货币宽松。

本轮通胀的上行主要源于全球大宗商品价格上行，由于低基数效应，二季度国内将看到通胀明显上行，4 月 PPI 同比增速高达 6.8%，后续仍有上行空间。从需求、供给以及金融属性来看，全球大宗商品的价格目前已经进入高价区，短期可能仍有上行压力，但波动将会加剧。这主要是由于：1) 需求端，中国经济复苏上行空间不大，疫苗对欧美国家经济的修复更多的体现在服务业，这对大宗商品需求拉动有限；2) 供给端，疫苗的逐渐推广会逐步缓解新兴市场资源国的大宗商品供给；3) 美元指数短期继续大幅走弱的概率较低。不过，短期来看，由于需求快速扩张、供给恢复相对缓慢，大宗商品价格仍有上行空间。其中，最大的不确定性主要来源于供给端，以印度为代表的新兴经济体疫情再次大爆发，这会大大延迟供给端的恢复。此外，中国的碳中和政策对于大宗商品价格的影响，方向上类似于供给侧改革，但幅度短期难以确认。刚刚召开的 4.30 政治局会议提到“要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好，凝神聚力深化供给侧结构性改革”，这里的供给侧结构性改革包括绿色经济转型。近期发改委和工信部联合发文，要求将继续压缩粗钢产量以确保实现 2021 年全国粗钢产量的同比下降。碳中和政策的实施可能会导致上游大宗商品的供需进一步失衡，增大价格上行的压力，不排除会延长 PPI 同比增速处于高位的时间跨度。

面对可能的高通胀压力，央行会如何反应呢？回顾 2010 年历史可以发现，通胀通常只有表现为持续的全面的上涨时，央行才可能会采取加息抑制通胀。2010 年通胀上行是全面的，食品分项同比增速自 2009 年 11 月以来跳升，并在 2010 年 11-12 月达到了两位数的增速；而非食品分项的同比增速也自 2010 年起转正，尤其是居住价格对 CPI 的拉动十分明显。此外，2010 年通胀持续时间较长，7 月以来，CPI 同比增速连续 22 个月高于 3%，直到 2012 年年中才重回 3% 以下。除了抑制通胀预期，央行 2010 年加息还存在以下两点考量：1) 大幅攀升的房价；2) 持续高增的信贷增速。

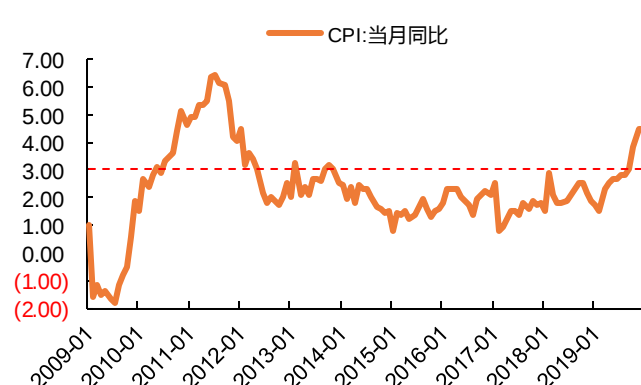
目前来看，当前我国通胀压力主要存在工业品领域，PPI 同比与 CPI 同比，尤其是核心 CPI 同比存在较大分化，但考虑到 PPI 增速高度和可持续性的不确定性，以及对 CPI 传导效应逐渐显现，通胀短期将成为央行关注的目标，并掣肘央行的货币宽松。近期央行发布的《一季度货币政策执行报告》也表示，大宗商品价格的大涨是多方面因素推动，虽然我国不存在长期通胀和通缩的基础，但需对大宗商品涨价给我国不同行业、不同企业带来的差异化影响保持密切关注，综合施策保供稳价，及时有效管理预期。5 月 12 日的国常会也认为，要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行。

图表4 CPI 中的食品项和非食品项同步上涨 (%)



资料来源：Wind，平安银行，平安证券研究所

图表5 CPI 连续高于 3% 持续了 22 个月 (%)



资料来源：Wind，平安银行，平安证券研究所

其次，从政府债券供给来看，未来地方债发行节奏将会加快，这会对资金面形成扰动。2020 年地方政府债的额度为 3.75 万亿新增专项债和 0.98 万亿一般债。今年公布的额度略微下降，新增专项债为 3.65 万亿和 0.82 万亿一般债，合计下降 2600 亿元。但一季度地方债融资同比下降超过 9000 亿，这意味着未来地方债发行节奏将会加快。从过去经验来看，二、三季度通常是发行的高峰期，可以预计 5 月份地方债的发行将会明显放量，这会增加银行间市场的流动性需求，从而对资金面形成扰动。

最后，当前我国经济增长总体形势较好，呈现供需两旺局面，金融防风险仍是重要任务，这要求货币环境将更多的是紧平衡。4.30 的政治局会议对经济增长形势的判断整体偏乐观（虽然也指出了结构不均衡），认为要充分利用好“当前稳增长压力较小的窗口期”。目前我国存在多方面的金融风险，如一线城市和热门二线城市的房地产价格仍存在上行压力、地方债债务风险高企亟需化解等，本次政治局会议也提到要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。此外，对于债券市场，一旦形成货币持续宽松的预期，容易出现滚隔夜加杠杆的行为。从 2020 年 5 月央行打击资金空转以及 2021 年 1 月短端利率飙升可知，央行对债券市场加杠杆行为容忍度较低，通常会选择加大市场利率的波动来打击市场加杠杆的行为，这也说明市场融资利率持续低于政策利率可能难以为继。

总结来看，自春节以来，为应对信用债到期高峰，我国货币环境整体呈现稳定偏宽松态势。进入五月份之后，随着通胀压力逐步加大、政府债券供给放量以及金融防风险仍是重要任务，我国货币流动性有望边际收紧，DR007 将更多的围绕 7 天逆回购政策利率上下波动。近期，部分新兴市场国家相继加息，加拿大也削减了资产购买规模。但我们认为，我国当前调整政策利率的概率较低，加息难以抑制原材料快速上涨推动的通胀，并可能加大经济下行压力。未来我国货币政策仍将更加强调精调微调，总量变化难有亮点，结构工具值得关注。

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_19537

