

流动性改善将持续多久？

核心观点

□ 货币政策灵活精准、合理适度

央行2021年工作会议强调了2021年货币政策不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。对应的是相对宽松的货币政策和流动性环境。中央经济工作会议对货币政策定调以来，市场对于此前偏紧的政策预期逐渐有所修正。

□ 11月中旬以来流动性有所改善

自11月中旬以来，央行对跨月和跨年流动性呵护态度明确，且跨年后仍然保持日日有投放的节奏，流动性有所改善并保持相对宽松。

□ 流动性改善将持续多久

流动性改善将持续较长一段时间，可能持续到2月底或两会前。原因在于：首先，基于历史数据回溯，元旦至除夕前夕货币市场利率大多维持在较低水平。其次，人民币汇率升值背景下，央行维持流动性相对宽松的意愿将比较明确。最后，2021年一季度是信用债到期高峰，为了防范可能出现信用违约事件引发金融风险，预计央行仍然会保持相对宽松的流动性环境。

此外，除夕至2月底将面临数据和重要会议的真真空期，货币政策基调和操作风格进行大幅调整的概率较低；2月债券供给相对较少；节后居民和企业资金大幅回流；同业存单到期量明显下降，银行负债端改善，发行压力较小。综合以上诸多因素，流动性维持相对宽松具有一定的持续性，可能持续到2月底或两会（3月5日）前。

未来货币政策在退出的过程中仍将出现有紧有松的节奏变化，这将是影响市场预期和债市波动的重要因素。下一个判断货币政策将如何边际变化的重要时点是：两会以及3月经济数据发布，两会政府工作报告将释放更多政策信号、3月经济数据或提示更多经济边际变化情况。

风险提示：经济、政策超预期。

分析师：胡娟

执业证书编号：S1230519040003

邮箱：hujuan@stocke.com.cn

相关报告

正文目录

1. 货币政策灵活精准、合理适度	4
2. 11 月中旬以来流动性有所改善	4
3. 流动性改善将持续多久?	6
3.1. 历史数据显示除夕前市场利率水平大概率维持低位	7
3.2. 人民币升值背景下货币政策或延续相对宽松	8
3.3. 一季度信用债到期偿还量不低	9

图表目录

图 1: 2020 年 11 月中旬以来 R001、R007 中枢下行较显著	5
图 2: 2020 年 11 月中旬以来 DR001、DR007 中枢下行较显著	5
图 3: 2021 年以来 GC001、GC007 下行较明显	5
图 4: shibor、利率互换、同业存单利率均呈下行态势	6
图 5: R007 中枢向逆回购利率靠拢	7
图 6: 2017-2021 年 R001 在元旦前至除夕的走势	8
图 7: 2020 年 6 月以来, 人民币汇率持续升值	9
图 8: 2021 年 Q1 信用债总偿还量为全年高点	9

1. 货币政策灵活精准、合理适度

央行 2021 年工作会议强调了 2021 年货币政策不急转弯，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。对应的是相对宽松的货币政策和流动性环境。中央经济工作会议对货币政策定调以来，市场对于此前偏紧的政策预期逐渐有所修正。

1 月 4 日-6 日，2021 年中国人民银行工作会议召开，这次会议上再次强调了稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。通常对于狭义流动性的描述，“灵活”“适度”对应货币政策偏松；而出现“闸门”一词和删除“灵活”“适度”说法时，对应货币政策收紧¹。偏松的货币政策体现在资金市场上，近期 SHIBOR 利率和同业存单利率均有所下行。我们预计央行未来一段时间也不会过快过分收紧货币政策。特别是“永煤”事件爆发之后，债券市场遭受显著冲击。央行为了稳定市场，往市场注入了较多的流动性，永煤事件冲击逐渐消退。但是目前信用风险仍然较为集中，未来货币政策将落脚在信用总量投放和信贷结构引导上。

此外，中央经济工作会议明确 2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不急转弯，这意味着今年宏观政策不会大幅收紧，整体有松有紧，精细调控将是最大的亮点。

以下为 2021 年中国人民银行工作会议要点：

对 2020 年的工作进行总结和肯定。一是稳健的货币政策更加灵活适度。坚持总量政策适度、降低融资成本、支持实体经济三大政策取向，搞好跨周期设计。二是金融支持稳企业保就业取得预期效果。三是宏观审慎政策框架进一步健全。持续构建要素完备的宏观审慎政策框架。建立逆周期资本缓冲机制。四是金融风险攻坚战取得重要阶段性成果。坚持市场化法治化不动摇，根据形势变化及时调整不同阶段金融风险处置的重点和优先序。五是加强国际金融合作，有序扩大金融业高水平对外开放。六是金融改革取得新进展。七是金融服务和管理呈现新亮点。八是内部管理继续完善。

对 2021 年工作进行部署。一是稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。完善货币供应调控机制，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。二是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。三是落实碳达峰碳中和重大决策部署，完善绿色金融政策框架和激励机制。四是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。五是持续防范化解金融风险。六是深度参与全球金融治理，严密防控外部金融风险，稳步扩大金融双向开放。七是稳健推进人民币国际化。八是深化金融市场和金融机构改革。九是持续改进外汇管理和服务。十是提升金融服务和管理水平。

2. 11 月中旬以来流动性有所改善

自 11 月中旬以来，央行对跨月和跨年流动性呵护态度明确，且跨年后仍然保持日日有投放的节奏，流动性有所改善并保持相对宽松。

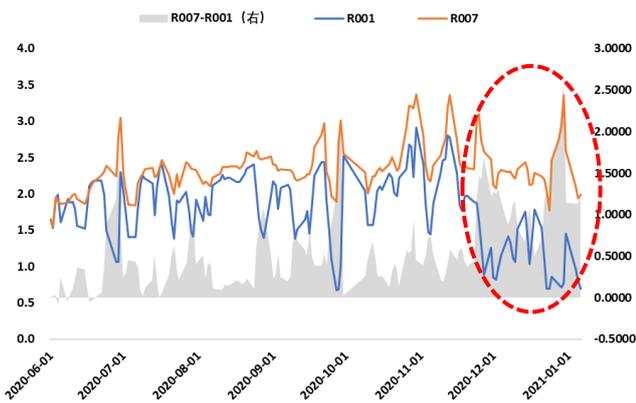
央行操作：持续呵护市场流动性。11 月 25 日交易所市场出现“神秘资金”，11 月 30 日央行非常规投放 MLF2000 亿、12 月 15 日央行超额续作 MLF9500 亿，12 月 21

¹ 孙付、顾楚雨.《未来一段时间宏观政策怎么走？——历次政治局会议及〈货币政策执行报告〉主要措辞梳理》2018.5.25. 浙商证券研究所

日启动 14 天逆回购，并且在此后维持日日有逆回购投放的节奏，1 月 8 日甚至出现 50 亿 7 天逆回购投放。央行一系列的操作表现出明确的呵护市场流动性的态度，资金利率因此呈现较明显的下移。

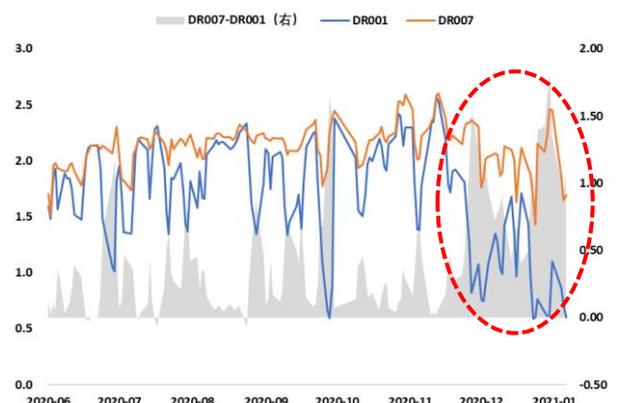
银行间市场：银行间资金利率中枢不断下移。从 11 月 16 日以来的数据看，R001、R007、DR001、DR007 中枢均出现不同程度下移。以 R001 为例，11 月 16 日当周 R001 周均值为 2%，此后的四周均值跌破 2%，在 1.0%-1.5% 之间波动；12 月 21 日当周均值跌破 1%，为 0.97%，此后基本保持在 1% 以下（除 12 月 31 日），1 月 6 日 R001 为 0.82%。

图 1：2020 年 11 月中旬以来 R001、R007 中枢下行较显著



资料来源：WIND、浙商证券研究所

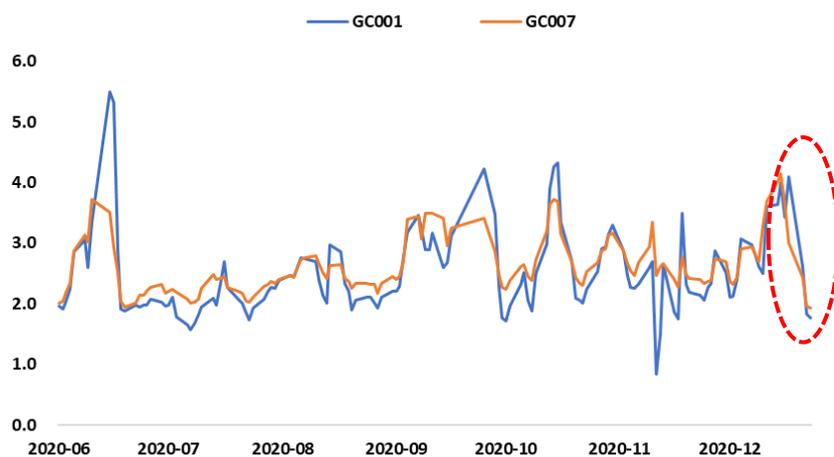
图 2：2020 年 11 月中旬以来 DR001、DR007 中枢下行较显著



资料来源：WIND、浙商证券研究所

交易所市场：跨年后资金利率呈现较明显的下行。2021 年 1 月 4 日 GC001 由年底的高位回落约 150bp 至 2.62%，此后跌破 2%。

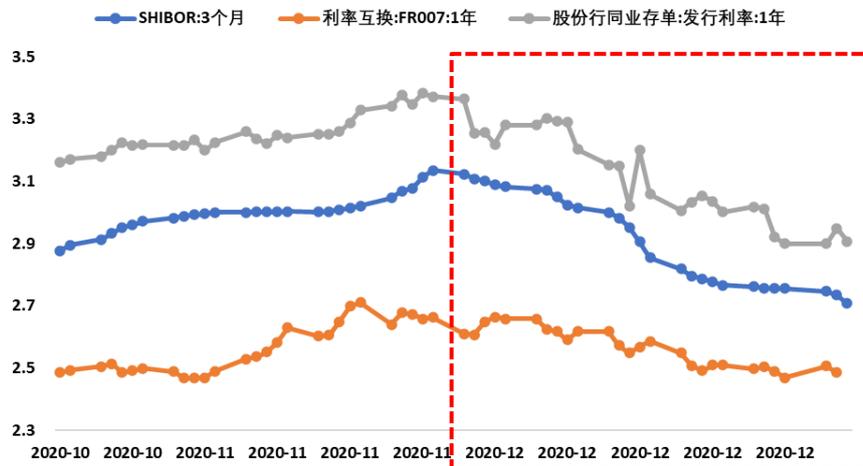
图 3：2021 年以来 GC001、GC007 下行较明显



资料来源：WIND、浙商证券研究所

此外，shibor、利率互换、同业存单利率均表现出下行态势。其中 3 个月 shibor 从 11 月的高点下行约 43bp 至 2.7%，股份行 1 年期同业存单发行利率从 3.38% 的高位回落至 2.9%。

图 4: shibor、利率互换、同业存单利率均呈下行态势



资料来源: WIND、浙商证券研究所

3. 流动性改善将持续多久?

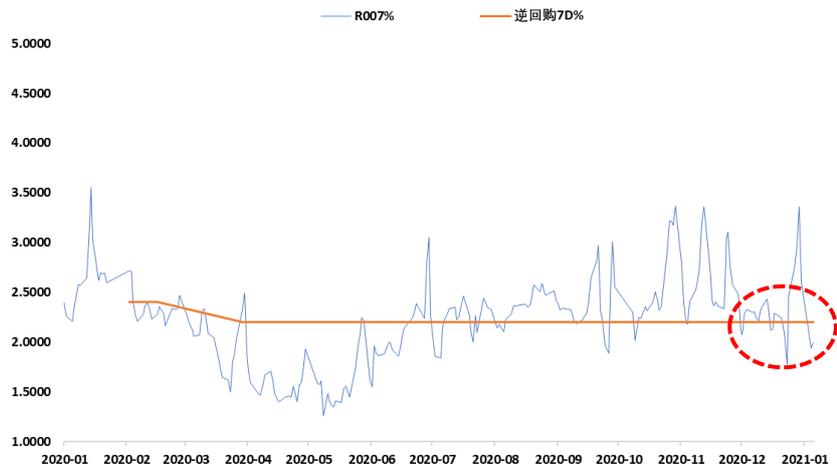
流动性改善将持续较长一段时间,可能持续到 2 月底或两会前。原因在于:首先,基于历史数据回溯,元旦至除夕前夕货币市场利率大多维持在较低水平。其次,人民币汇率升值背景下,央行维持流动性相对宽松的意愿将比较明确。最后,2021 年一季度是信用债到期高峰,为了防范可能出现信用违约事件引发金融风险,预计央行仍然会保持相对宽松的流动性环境。

此外,除夕至 2 月底将面临数据和重要会议的真空期,货币政策基调和操作风格进行大幅调整的概率较低;2 月债券供给相对较少;节后居民和企业资金大幅回流;同业存单到期量明显下降,银行负债端改善,发行压力较小。综合以上诸多因素,流动性维持相对宽松具有一定的持续性,可能持续到 2 月底或两会(3 月 5 日)前。

未来货币政策在退出的过程中仍将出现有紧有松的节奏变化,这将是影响市场预期和债市波动的重要因素。下一个判断货币政策将如何边际变化的重要时点是:两会以及 3 月经济数据发布,两会政府工作报告将释放更多政策信号、3 月经济数据或提示更多经济边际变化情况。

相比 11 月中旬之前,目前 R007 中枢已经明显向政策利率(7 天逆回购利率)靠拢,反映当前的货币政策边际宽松,流动性相对充裕。资金面的相对宽松将维持到何时,是目前市场关心的主要问题。

图 5: R007 中枢向逆回购利率靠拢



资料来源: WIND、浙商证券研究所

3.1. 历史数据显示除夕前市场利率水平大概率维持低位

观察元旦前 10 个交易日至除夕这段时间 R001 的变化情况, 寻找其变化特征。

【-10 至 0】²期间: R001 基本呈下行走势, 2017 年和 2018 年的下降幅度较其他年份偏小, 主要是受当时货币政策偏紧的影响。年底最后一个交易日隔夜利率一般都会出现跳升。

【0 至+5】期间: R001 从上年末最后一个交易日的高点回落, 基本回到【-5】的利率水平。【+5】之后 R001 逐渐回升至【-10】利率水平附近。此后 R001 的走势与当时距离除夕的天数以及当时货币政策有较大关联。

2017 年和 2020 年除夕相对较早, 2017 年除夕在元旦后的第 19 个交易日之后, 2020 年除夕在元旦后的第 17 个交易日之后。从图中可以看到 2017 年和 2020 年 R001 在回升至略高于【-10】利率水平后没多久便开始下行, 大约在除夕前的 7 个交易日开始下行。

然而 2018 年和 2019 年除夕相对较晚, 2018 年除夕在元旦后的 33 个交易日之后, 2019 年除夕在元旦后的 25 个交易日之后。受到货币政策有所差异的影响, 2018 年和 2019 年 R001 的走势有一定差别。2019 年元旦后 R001 升至略高于【-10】利率水平后保持一段时间平稳小幅波动, 并在除夕前 10 个交易日开始震荡下行, 基本表现出节前的季节性特征。但 2018 年由于货币政策偏紧, R001 从元旦后的高位小幅回落后, 在除夕前的 10 个交易日又逐渐上行。

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_346



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn