

短端流动性还能紧多久？

——由松到紧的三段论

报告导读

为应对疫情冲击，今年春节后，央行持续呵护资金面，保证流动性合理充裕，这也使得流动性的边际变化成为市场的核心关注变量，近期央行边际收紧流动性使得长端利率出现不同幅度调整，如何看待二季度及此后的流动性状况？我们将其分为“由松到紧”的三个阶段：

第一阶段：二季度从确定性的松到近期边际收紧，但尚未到确定性收紧。二季度经济经历了底部反弹，近期短端流动性从较松状态转向边际收紧，但目前经济环境尚不满足流动性确定性收紧的条件，加之专项债发行及特别国债进入议定期，也需要央行货币政策给予配合。

第二阶段：7、8月失业率将面临阶段性上行压力，可能触发央行宽松操作。此时长端利率将形成一个W型的底部，出现一定交易性机会。但需关注三、四季度流动性边际收紧的拐点，从货币政策最终目标的轮转来看，当前最重要的目标是稳就业和稳增长，如果三、四季度经济回到合理区间，稳就业和稳增长重要性逐渐弱化，货币政策将出现边际转向。提示关注三季度末中央政治局会议定调。

第三阶段：确定性收紧。2021年一季度，GDP低基数下，可能上行至10%以上，只要就业没有大问题，货币政策不需要等到有通胀压力或资本流出压力，就会采取前瞻性手段，纠正短端的流动性宽松，实现去债市杠杆，保证一旦出现通胀，货币政策可以顺利收紧，而不是陷入一收紧流动性、债券市场就出现系统性风险隐患的局面，避免央行难以在金融稳定和物价稳定间进行抉择。

综上：四季度才是短端流动性确定性变化最重要的观察期。

风险提示：疫情持续时间长，或二次大爆发，国际上出现金融危机和经济危机导致大萧条。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

相关报告

报告撰写人：李超

数据支持人：李超

正文目录

1. 第一阶段：二季度短端流动性由确定性宽松至 5 月边际收紧	4
2. 第二阶段：7、8 月仍有宽松概率，但需关注三、四季度流动性边际收紧的可能性	7
2.1. 7、8 月失业率存在走高风险，可能触发央行宽松操作	7
2.2. 但需观察流动性边际收紧可能，提示关注三季度末中央政治局会议	9
3. 第三阶段：2021 年一季度经济增速较高，失业稳住的前提下，货币政策进入确定性收紧的可能性大增	11
4. 短端流动性确定性收紧的核心观察点：金融稳定成为货币政策首要目标	12
4.1. 控通胀和防范资本流出较难成为首要目标：目前看未来较长一段时间，通胀高企和资本流出的压力都不大	13
4.2. 金融稳定将成为货币政策首要目标	14
4.2.1. M2 增速大概率继续攀升，存量流动性充裕，要么反映在物价中，要么反映在资产价格中	14
4.2.2. 短端利率长期维持较低水平，容易引发金融机构加杠杆导致债市杠杆率高企	15
4.2.3. 央行需提前解决债券市场杠杆率高企问题，以防止出现金融稳定和物价稳定的两难	16
5. 结论	16
风险提示	16

图表目录

图 1：春节以来央行应对疫情宽松政策及近期流动性调控边际变化	4
图 2：春节后流动性持续宽裕，但 5 月至 6 月初央行边际收紧流动性	5
图 3：非银融资成本同样经历先降后升	5
图 4：10 年期国债到期收益率今年 1 月份以来波动下行，5 月出现调整	6
图 5：全球及美国新冠肺炎当日新增确诊数目	6
图 6：今年内流动性到期状况	7
图 7：我国城镇调查失业率月度环比变动	8
图 8：贷款利率下行有助于扩信用	9
图 9：信用利差下行，有助于企业增加信用债融资	9
图 10：我国央行最终目标最终目标比较多，在判断货币政策取向的时候只能抓住主要矛盾	10
图 11：十八届中共中央政治局会议讨论经济问题汇总	11
图 12：稳就业是当前货币政策首要目标	12
图 13：今年一季度 GDP 增速低，明年一季度预计达 10% 以上	12
图 14：随着经济回暖，明年一季度失业压力也将大大减弱	12
图 15：明年猪油共振概率小	13
图 16：母猪存栏和生猪存栏环比改善	13
图 17：母猪存栏和生猪存栏环比增速回升	13
图 18：目前我国国际收支平衡压力不大	14
图 19：虽然人民币汇率贬值，但市场并未形成强贬值预期	14

图 20: 我国 M2 增速及 M2 占 GDP 比重 (%)	15
图 21: 我国货币乘数高于美国、日本	15
图 22: 债券市场杠杆率环比走高	15

如何看待近期央行边际收紧流动性及未来的流动性状况？我们将其分为“由松到紧”的三个阶段：

第一阶段：今年二季度，从确定性的松到近期边际收紧，但尚未到确定性收紧。

第二阶段：7、8月失业率面临阶段性上行压力，流动性仍有宽松概率，但需关注三、四季度流动性边际收紧的拐点。

第三阶段：2021年一季度，确定性收紧。

下文展开详述。

1.第一阶段：二季度短端流动性由确定性宽松至5月边际收紧

今年春节后，短端流动性持续宽松，从节后首日开市央行开展1.2万亿逆回购操作并降息10BP开始，央行维稳流动性、维稳市场的意图清晰且不断强化，市场流动性保持合理充裕。一方面，节后现金回流为市场注入增量资金，另一方面，央行开展大规模逆回购投放，并于每月中进行常态化MLF操作缓解缴税缴准带来的流动性压力，3月及4月两次降准共释放流动性9500亿元。央行披露3月超储率2.1%，高于历史同期，受益于短端流动性持续宽松，DR007不仅随7天逆回购利率的两次下调实现中枢下移，且持续位于7天逆回购利率下方。

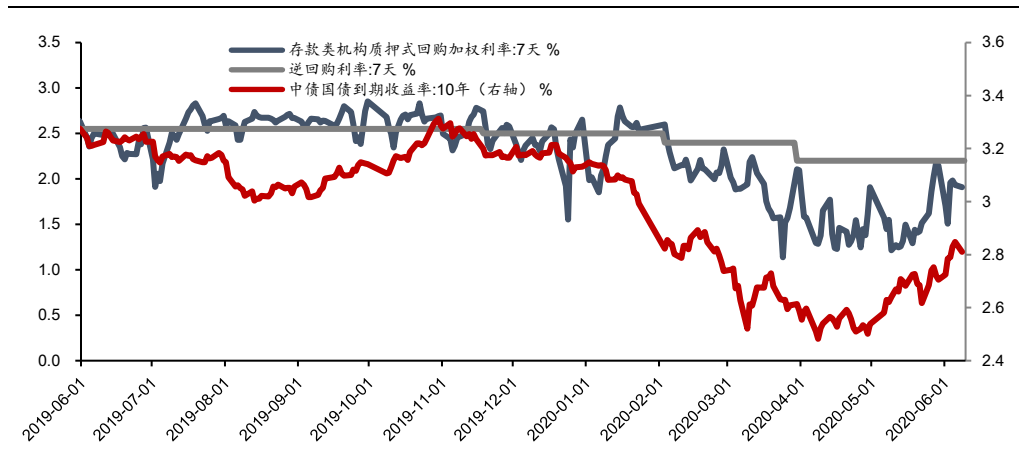
但5月以来央行对流动性把控趋严，不仅持续暂停公开市场操作，且对5月中旬到期MLF减量续作，5月26日重启逆回购仅操作100亿且并未降息，低于市场预期，短端资金成本有所上行。DR007自5月9日的阶段性低位1.2167%开始波动上行，最高于5月28日达到央行3月底降息以来的峰值2.1839%，逼近7天逆回购利率，截至6月8日为1.9073%。非银流动性方面，R007与DR007差值波幅持续降低，银行间市场非银融资压力可控，但GC007同样经历了先降后升的过程，5月中旬以来中枢有所抬升，截至6月8日，已经由5月14日低位1.347%升至1.921%，交易所非银资金成本近期有明显抬升。

图 1：春节以来央行应对疫情宽松政策及近期流动性调控边际变化

日期	事件
1.31	央行安排3000亿元专项再贷款
2.3	央行开展1.2万亿元公开市场逆回购操作并降息10BP，当月MLF利率及LPR同步下行
2.26	央行增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%
3.16	央行决定实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点。
3.30	央行下调7天逆回购利率20个基点
4月初	新增面向中小银行的1万亿再贷款、再贴现额度
4.3	中国人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。
4.15	央行下调1年期MLF利率20个基点
4.20	1年期LPR报价下行20BP至3.85%，5年期LPR报价下行10BP至4.65%
4.24	央行开展二季度TMLF操作561亿元，并降息20BP至2.95%，与MLF利率持平
5.15	减量续作到期MLF
5.26	开展100亿逆回购操作，维持利率不变
6月初	减量续作到期逆回购
6.8、6.9	6月8、9日无逆回购到期，央行累计开展1800亿逆回购操作，并称将于6月15日左右对本月到期的中期借贷便利（MLF）一次性续做，具体操作金额将根据市场需求等情况确定。

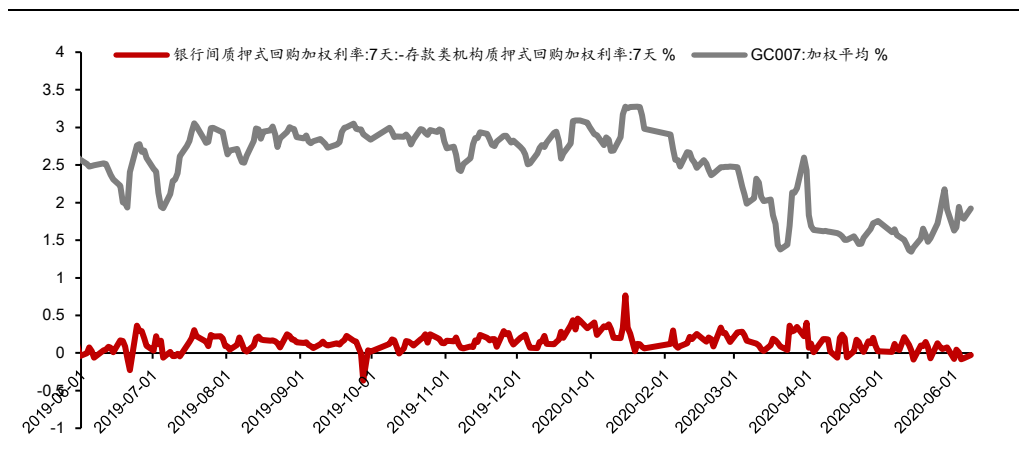
资料来源：人民银行，浙商证券研究所

图 2：春节后流动性持续宽裕，但 5 月至 6 月初央行边际收紧流动性



资料来源：Wind，浙商证券研究所

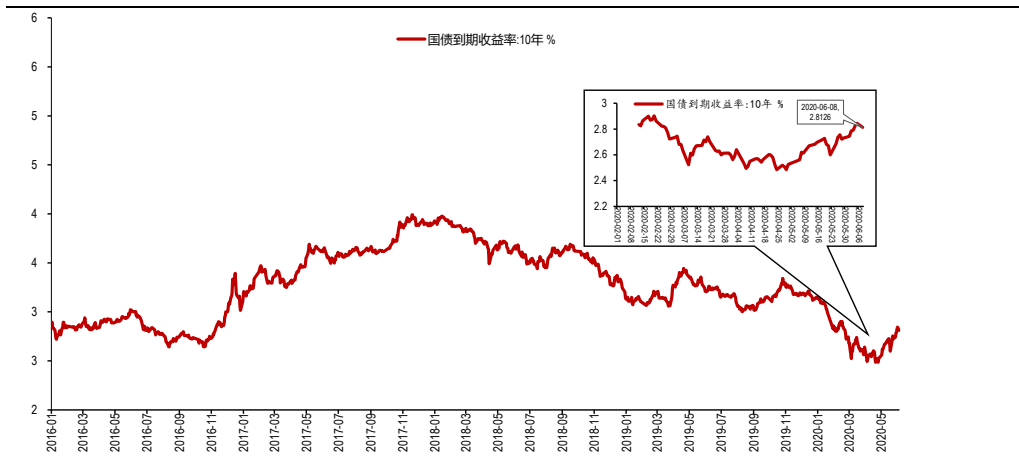
图 3：非银融资成本同样经历先降后升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

受政府债券发行量大增、经济基本面数据确定性反弹及央行收紧短端流动性综合影响，5 月以来 10 年期国债收益率出现较大幅度调整，截至 6 月 8 日，已经由 4 月 29 日的本轮低点 2.4851%上行至 2.8126%，调整幅度近 33BP。

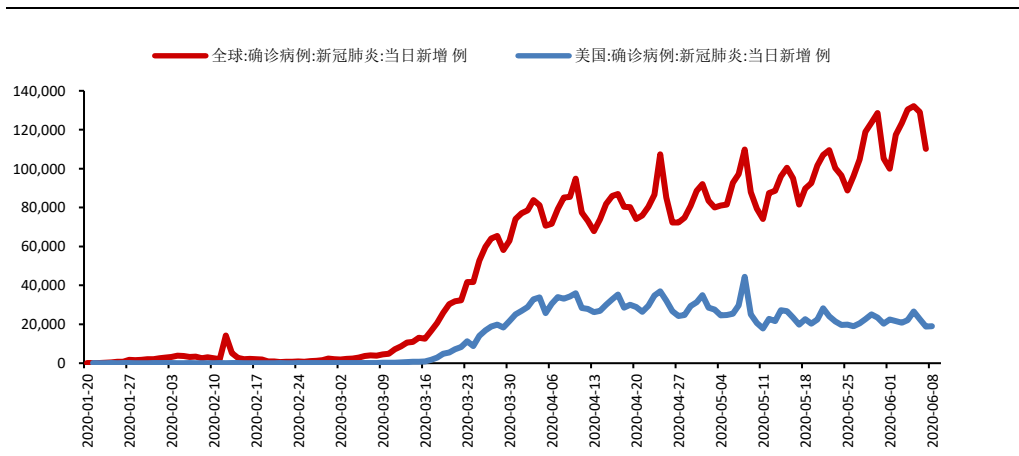
图 4：10 年期国债到期收益率今年 1 月份以来波动下行，5 月出现调整



资料来源：Wind，浙商证券研究所

二季度短端流动性出现由松到紧变化的主要原因在于海外疫情尤其是美国疫情形势逐渐明朗，我国经济数据出现环比改善。一方面，美国疫情每日新增确诊数目自 4 月初突破 3 万例后，持续处于高位震荡状态，但波动有降，6 月 9 日的当日确诊数目已经降至 1.9 万人。另一方面，我国消费、投资数据自 2 月触底后，3、4 月维持向上修复，PMI 也已经连续 3 个月位于 50%荣枯线上方，受出口抗疫物资的拉动，我国出口维持强劲，3、4、5 月贸易顺差持续扩大，超市场预期，动力煤价格、螺纹钢价格、发电耗煤及高炉开工率等高频数据均有明显反弹，显示复工复产进程较快。

图 5：全球及美国新冠肺炎当日新增确诊数目

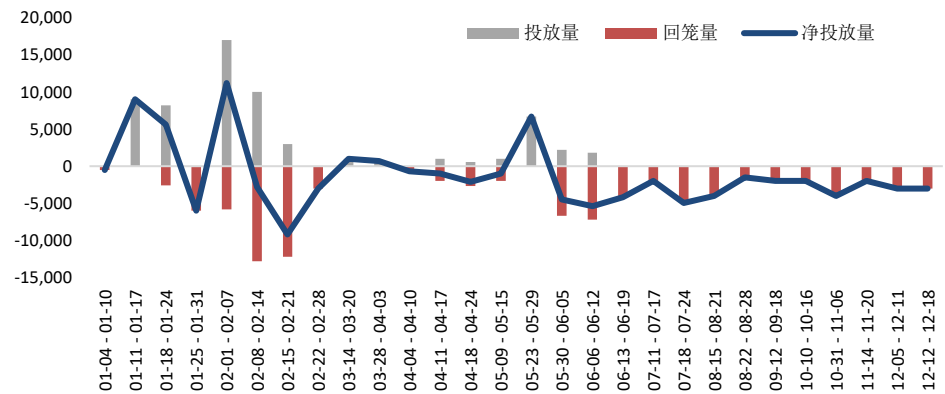


资料来源：Wind，浙商证券研究所

4 月短端流动性宽松很可能是全年最宽松的点。4 月是企业陆续复工复产、经济环比修复的验证期，央行再次降准并大幅下调超额存款准备金利率，保证了市场的流动性充裕。另外，博弈赤字尽量不要货币化形成了 4 月极致的短端利率低点，3 月底政治局会议提出发行特别国债，对于其发行方式的讨论和博弈也随之产生，从央行层面，保证充裕的流动性推动国债收益率创出新低，意味着特别国债通过市场化发行的方式既有充足的市场需求，也有较低的融资成本，由此形成了短端利率的极端低点。我们认为 4 月短端

流动性宽松很可能是全年最宽松的时点，当时的基本面环境与政策博弈均具有一定特殊性，全年流动性最宽松的时刻已过。

图 6：今年内流动性到期状况



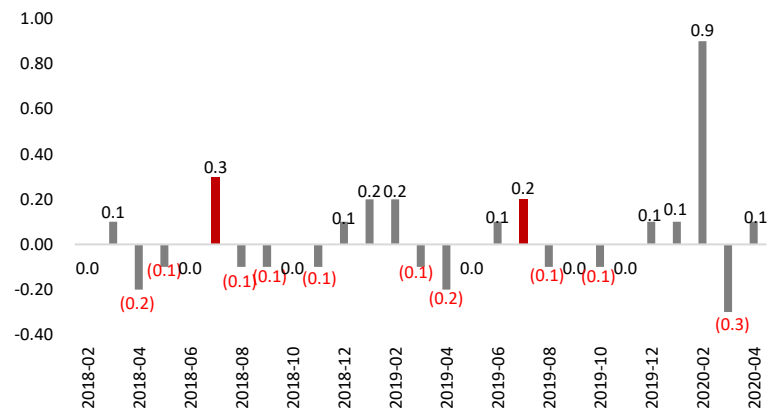
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2.第二阶段：7、8月仍有宽松概率，但需关注三、四季度流动性边际收紧的可能性

2.1. 7、8月失业率存在走高风险，可能触发央行宽松操作

预计三、四季度经济将逐渐靠近合理区间，虽然经济企稳，但7、8月失业率面临阶段性上行压力，使得货币政策仍将有宽松操作。预计三四季度海外疫情将逐渐平息，各国陆续复工复产，生产和消费等经济活动将逐渐恢复，各经济体逆周期政策发力也将加快经济修复进度，对于我国而言，中性预期今年二到四季度，经济增速有望回升到正增长，二季度经济增速或在2-4%之间，三四季度有望回升至6%左右的合理区间，全年经济增速可能在2%~3%之间。但即使经济增速回归合理水平，我们提示年中失业率阶段性上行风险可能对货币政策提出要求，目前我国复工复产已基本完成，但调查失业率仍处于历史高位，2月达到6.2%高点后，3月环比回落0.3个百分点至5.9%，但4月再次上行至6%，与今年失业率年度目标持平，这意味着我国当前用工需求的改善出现了一定瓶颈，仍需要加大逆周期调节力度创造更多就业岗位，将失业率控制在年度目标范围内。尤其7月份进入大学生毕业季，超700万高校毕业生将进入劳动力市场，调查失业率存在二次冲高风险，以前两年调查失业率季节性波动情况来看，其7月季季节性表现约为0.2-0.3个百分点，若叠加今年仍在恢复期的基本面环境，失业率上行幅度存在超过前两年季节性的可能。

图 7：我国城镇调查失业率月度环比变动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

就业为今年最重要的政策底线，若失业率阶段性上行，仍会触发央行宽松操作，预计在 7、8 月失业率阶段性承压期，央行将放松短端流动性调控，并可能有降息操作。同时，三、四季度经济增速恢复至合理区间，也需要扩信用的配合，货币政策维持流动性的宽松有助于扩信用。从社融的角度，扩信用除表内信贷外，企业债及政府债均是主要发力点，此时维持短端流动性及利率低位，有助于传导至广谱利率，不仅将增加实体经济的信贷需求，在不出现大规模违约潮的情况下，信用债收益率也将同步下行，有利于增加企业债券融资，实际上，2-4 月疫情冲击下，社融中企业债券融资分别新增 3894、9819 和 9015 亿元，同比分别多增 3019、6272 和 5066 亿元，主要就是受益于信用债利率的下行。

因此我们认为，7、8 月央行操作及流动性调控可能再次边际放宽，而在此情况下，市场利率在 7、8 月再次下行的逻辑有两个：第一，市场不再担心债市供给，即特别国债的发行方式需要明确；第二，市场博弈的货币政策工具的释放，即货币政策宽松操作如降准降息的落地。若两项逻辑兑现，那么长端利率可能形成一个 W 型的底部，出现一定交易性机会。近期 10 年期国债收益率用 1 个月的时间上行 30 余 BP，这也为一旦货币政策再次宽松留出了利率下行空间，5 月利率大幅上行也与当月政府债券净发行量超万亿直接相关，未来再次出现的概率并不大，因此目前长端利率难以确认确定性上行趋势，直到我们可以确认流动性的确定性收紧，才能判断长端利率上行的中期趋势。

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_4636

