

年末流动性分析和 2020 年货币政策展望

——周期末端观察（四）

摘要

18 日，央行公告，以利率招标方式开展了 2000 亿元逆回购操作。其中，7 天期逆回购中标量为 500 亿元，中标利率 2.5%；14 天期逆回购中标量为 1500 亿元，中标利率 2.65%，较前次的 2.7% 下调了 5BP。值得注意的是，自 2018 年 4 月以来，央行 14 天期逆回购操作的利率一直维持在 2.7% 的水平。而最近一次 14 天期逆回购利率下降发生在 2016 年 2 月 2 日，由 2.7% 降至 2.4%。

点评

国内货币政策“灵活适度”开启。在 11 月-12 月的顶层定调之下，我们认为未来货币政策执行将更多取决于经济周期的运行，短期的经济压力加大需要货币政策逆周期调节的“灵活”，但是长期的经济调结构过程未完成决定了货币政策逆周期调节的“适度”。12 月 18 日人民银行将 14 天期逆回购操作下调 5BP，即提供了跨年的流动性需求，又保证了货币政策的稳健性。

关注年末全球市场的流动性测试。国内而言，随着 12 月流动性总体情况的稳定，我们认为央行在 MLF 续作和逆回购流动性投放之后，总体流动性将呈现稳定。关注国外流动性压力的变化情况。美联储 9 月开启了扩表的路径，以对冲回购市场的流动性紧张。但是总体来看银行流动性投放的意愿不强，关注未来流动性变化情况。

关注 2020 年货币政策的定向流动性释放。总体而言，国内货币政策在短周期库存周期回升和中周期经济下行压力之下，货币政策仍将维持中性的节奏。但是在 2020 年目标压力之下，短周期的逆周期存在流动性偏宽松的投放状态。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289 号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[国内“保稳定”，关注流动性](#)

——宏观经济观察 012

2019-12-09

[第一场雪后，待跌入冬季](#)

——宏观经济观察 011

2019-12-02

[夕阳无限好](#)

——华泰期货宏观年报

2019-11-25

[宏观资产负债表](#)

——2020 年宏观经济展望（一）

2019-11-22

[周期、黄金及其他](#)

——2020 年宏观经济展望（序）

2019-11-12

[经济企稳和风险释放仍需时日](#)

——宏观经济观察 010

2019-11-18

5BP、14天是货币政策“灵活”、“适度”的落实

· 11月28日金稳委会议：加强逆周期调节

金稳委第十次会议研究防范化解重大金融风险攻坚战进展“取得阶段性成果”和下一步思路举措“……加大逆周期调节力度……”。

· 12月06日政治局会议：经济工作紧扣目标任务

2019年三大攻坚战取得关键进展,2020年要实现第一个百年奋斗目标“全面建成小康社会”(根本标志在于人均国内生产总值超过3000美元),坚决打好三大攻坚战,确保实现脱贫攻坚目标任务,确保实现污染防治攻坚战阶段性目标,确保不发生系统性金融风险。

· 12月12日中央经济工作会议：实现目标，稳字当头

我们预计2020年将成为金融服务于实体经济的显效年。

对于实体经济,会议指出“经济下行压力加大”。历史上有三次中央经济工作会议提及“经济下行压力加大”,分别为2008年、2014年以及2019年的会议提及。在2009年我们通过增加投资的方式对冲这一压力(中游扩产能针对下游——全球信用周期的下行);2015年我们通过增加流动性的方式对冲这一压力(金融加杠杆针对上游——全球产能周期的下行)。那么到了2020年,在国内经历了主动的信用压缩和产能收紧之后,对冲方式的选择空间预计将加大。

对于金融服务,会议强调了“我国金融体系总体健康,具备化解各类风险的能力”,释放了对于金融积极乐观的一面。也就意味着未来金融有效服务于实体的阶段将开启,真正发挥金融职能的大时代将开启。为此,我们注意到在“房住不炒”指导下的地方政府,2019年金融副省长密集任命,重点工作第一条就强调了新时代的发展理念,即导向“不平衡不充分”。其中变动最大的在于对于“就业”,从2018年的最后一条“加强保障和改善民生”上升到2019年第三条“确保民生特别是困难群众基本生活得到有效保障和改善”(2014年“加强保障和改善民生工作”为最后一条)。而对于货币政策,会议提法转向了“灵活适度”(2015年的中央经济工作会议提及¹),随着2020年美国信用周期的变化以及中国库存周期的改善,货币政策灵活性将加强,应对“不平衡不充分”预计将有更多结构性政策出台。

¹ 2016年,随着流动性供求形势发生变化,银行体系流动性出现一定缺口。中国人民银行综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具(SLO)、中期借贷便利(MLF)、常备借贷便利(SLF)等多种工具,灵活提供长、中、短期流动性。普降存款准备金率0.5个百分点,补充长期流动性缺口。开展中期流动性常态化操作,丰富MLF期限品种,操作期限由3个月扩展至6个月、1年。不断完善公开市场操作机制,

年末流动性相对稳定，关注明年1月流动性压力

逆周期调节灵活性：短期内，非美外需改善下库存周期将开启，但内需依然不足，11月数据生产强但消费弱，需要流动性推动消费。但是长期因素仍制约流动性的扩张不能是大水漫灌——人口结构在面临2010年的拐点情况之下，若没有技术周期的真实改进，实体仍将处在杠杆去化的大周期，相应的货币流动性将呈现出“逆周期”特征。

· 央行：流动性到期后的对冲

临近年底，央行重启了流动性投放，16日月内纳税申报截止日央行超量续作了MLF，3000亿；17日500亿国库现金定存到期；18日央行重启2000亿逆回购，500亿7天期逆回购维持利率不变，1500亿14天期逆回购提供跨年流动性，同时下调了14天期逆回购5个基点，向市场释放了稳定流动性的预期。我们认为当前短期内央行货币政策的操作重心在于提供跨年的流动性，平抑市场波动。

从经济周期来看，中国正在经历库存周期的底部，未来的方向将逐渐展望向上，在这一背景下，尽管长期结构性调整因素和外部冲突因素带来的经济下行压力仍将存在，但是短期内在通胀相对高位的情况下，我们认为央行货币政策操作在多周期的碰撞中伴随着周期波动更趋灵活，但是总体仍将维持中性。

由于11月下旬以来央行连续暂停逆回购，所以从目前这个时点来看，12月剩余时间内暂时没有逆回购到期且没有MLF到期。流动性到期压力较低，但是2020年1月将有2575亿元TMLF到期。

表：12月流动性情况

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
2日	3日	4日	5日	6日	7日	8日
				MLF到期1875亿 续作3000亿		
9日	10日	11日	12日	13日	14日	15日
				MLF到期2860亿 (顺延至16日)		
16日	17日	18日	19日	20日	21日	22日

从2016年2月18日起建立公开市场每日操作常态化机制，进一步提高流动性管理的精细化程度。

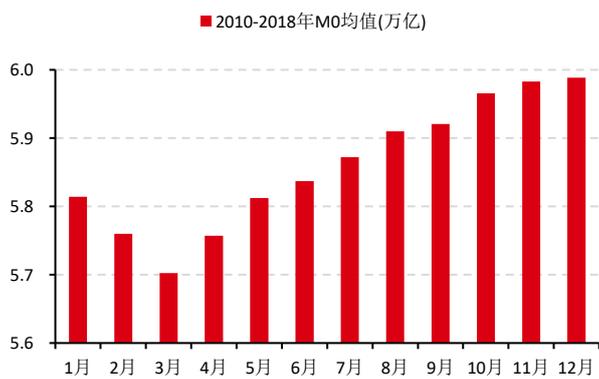


来源：光大证券

· 私人部门：提现需求在 1 月

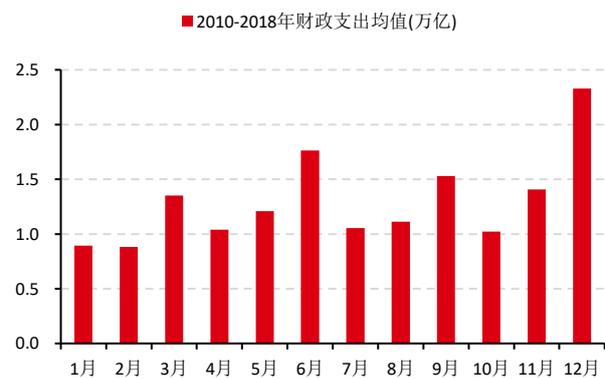
岁末年初影响流动性的一个重要因素是居民和企业的提现需求。从 M0 的变化来看，年末 M0 增加规模平均在 3000 亿元左右，而 1 月 M0 增加额近几年大多超额过万亿，而 2018 年由于春节较晚导致现金需求滞后。所以 12 月居民和企业现金需求虽有增加，不过压力不大。2020 年春节在 1 月末，类似 2017 年，预计居民资金需求大概率仍将超万亿。

图 1: M0 季节性变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

图 2: 财政支出季节性变化



数据来源：Wind 华泰期货研究院

· 主权部门：财政支出带动

财政存款变化方面，财政支出存在明显的季节性特征，季末通常是财政支出比较集中的时间，尤其二、四季末开支额通常大幅增加，每年 12 月是财政支出的大月。而季度首月是缴

税比较集中的月份，尤其每年1月是缴税大月。因此，可以看到财政存款在年末大幅减少，可以为市场流动性形成一定补充，而1月财政存款基本净增加，将构成一定的流动性需求。

未来货币政策执行将取决于经济周期

在11月-12月的顶层定调之下，我们认为未来货币政策执行将更多取决于经济周期的运行，短期的经济压力加大需要货币政策逆周期调节的“灵活”，但是长期的经济调结构过程未完成决定了货币政策逆周期调节的“适度”。12月18日人民银行将14天期逆回购操作下调5BP，即提供了跨年的流动性需求，又保证了货币政策的稳健性。

· 中国经济的发动机如何运行决定了货币政策总体基调

在原有的土地财政下，通过地方竞赛驱动了经济的增长。随着中国经济的转型和升级需要，在“房住不炒”政策的指导下，房地产经济从“黄金时代”走向“白银时代”，12月中央经济工作会议明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”。在“不炒”的定位基础上，目前看政策将通过因城施策达到稳定房地产市场预期的目的。我们注意到在这一稳定的背景下，2019年全国已有超过160城发布了各种人才政策，与2018年同期相比，上涨超40%。

表：近期城市人才政策

城市	政策概要
东方	住房租赁补贴（最高2000元/月）、购房补贴（最高2.4万元/年）
海口	住房租赁补贴（最高2000元/月）、购房补贴（最高2.4万元/年）
南宁	购房补贴（最高200万元）
青岛	安家费（最高15万元）、住房补贴（最高1500元/月）
汕头	住房补助（最高2.4万元/年）
柳州	购房补贴（最高600万元）、生活补贴（最高1700元/月）
宁波	安家补助（最高800万元）、购房补助（最高60万元）
无锡	住房补贴（最高1500元/月）
三亚	住房租赁补贴（最高5000元/月）、购房补贴（最高6万元/年）
苏州	购房补贴（最高500万元）、薪酬补贴（最高12万元）
吉林	税后安家补贴（最高200万元）
厦门	人才补贴（最高5万元/人）、购房补贴（最高200万元）、租房补贴（最高1万元/年）
杭州	生活补贴（最高5万元）
绍兴	房票补贴（最高35万元）
常德	创业补贴（最高500万元）、生活补贴（最高4000元/月）、购房补贴（最高20万元）
南通	购房补贴（最高150万元）、生活津贴（最高3000元/月）

郑州 生活补贴（最高 5.4 万元）、购房补贴（最高 10 万元）

来源：安居客

而更长期来看，对于经济发展结构的转型从存量的扩张到增量的创造，意味着土地要素的投入产出模型也将由过去的“一次性出让”进入到“以租代售”模式，其背后是土地产出效率的二次提升——从城市工业效率到农村土地效率。一方面，随着城镇化进程的持续推进到今天，新的《土地管理法》将在 2020 年施行，农村土地的市场化流转将进一步释放土地要素效率；另一方面，结合技术赶超带动的农业科技投入，农业产业链的规模化生产或成为可能，意味着农村土地承载的农业种植效率将得到真正意义上的释放。

展望 2020 年货币政策的流动性增量流向何处，我们依然可以从年末的经济工作会议中找到答案。会议提出坚持“巩固、增强、提升、畅通”的八字方针，明确提出鼓励资金流向的三大领域——引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域，促进产业和消费“双升级”。

具体来看，12 月 17 日国家发展改革委举行新闻发布会。发布会上，国家发展改革委新闻发言人表示，明年将加快补齐铁路、公路、水运等交通基础设施领域的短板，为经济社会高质量发展提供有力支撑。

铁路方面，推进川藏铁路规划建设，加快推进长江沿江高铁、沿海高铁等“八纵八横”高铁骨干通道项目和中西部铁路建设，积极支持京津冀、长三角、粤港澳大湾区等重点城市群、都市圈城际铁路、市域铁路规划建设，推进枢纽配套工程和铁路专用线等“最后一公里”项目建设。

公路方面，加快公路网骨干线路建设，包括对支撑国家重大战略具有重要意义的地方高速公路建设。同时，还将推进百万公里农村公路建设。大力支持集中连片特困地区通大型易地扶贫搬迁集中安置点公路、通抵边自然村公路和乡村旅游公路等项目建设，进一步满足贫困地区居民基本交通出行需要。

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_8254

