



2023 年 1 月 12 日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱：huangtingli@jinxinqh.com



春节流动性缺口有多大？

内容提要

春节前银行体系通常面临缴税和取现的双重压力，而今年跨节资金扰动因素较往年明显增多，具体而言：1. 取现需求是主要的资金缺口，今年将是疫情以来首次未鼓励就地过节，居民取现需求或较之有所增长，通过往年 M0 的变动，预计今年取现规模或在 1.7 万亿以上。2. 缴税大月+地方债提前批发行带来财政存款回笼，一方面，1 月份作为传统的缴税大月，企业缴税对银行体系流动性形成明显抽离影响，过去五年 1 月政府存款单月新增均值在 8000 亿左右；另一方面，各地相继启动发行提前批地方债，加剧财政存款回笼压力。3. MLF 到期+银行年初信贷集中投放加大资金需求，1 月 17 日将有 7000 亿 MLF 到期规模，同时银行年初在早投放早受益的原则下有较大的冲信贷动力，加大了银行对基础货币的需求。总的来看，今年春节前资金缺口可能在 3.2 万亿以上，假设 MLF 等额续做，缺口也将达到 2.5 万亿以上。

从往年央行对春节资金波动的应对来看，通常在春节前开展一系列流动性提前安排，并在此期间创设了诸如 TLF、TMLF、CRA 的新型货币政策工具，且超额续作 MLF 和 14 天期逆回购操作成为最近两年的主要流动性投放工具，同时在宽松周期中，降准也往往成为流动性的补充工具。

考虑到 M0 和财政存款都是短期波动，春节后存在回流效应，因此央行采取阶段性工具对冲或是主要手段，MLF+逆回购加量（包括 14 天期的跨节资金）的投放方式或仍是首选，同时 12 月降准刚刚落地也对流动性有所补充，连续降准概率较低。而从降低居民负担、激发消费潜力、降低提前偿还贷款压力等方面来看，降息仍有一定必要性，但通胀和汇率仍是制约，对降息不能有过高期待。央行态度仍是资金面的关键，短期经济弱复苏背景下，预计资金面收紧风险较小。预计央行节前将维持积极投放维稳市场情绪，关注大额资金缺口下资金面分层的风险。

风险提示

经济重启力度超预期，房地产政策效果超预期

一、事件

央行 1 月 11 日开展 650 亿元 7 天期和 220 亿 14 天期逆回购操作，逆回购加量且重启 14 天逆回购，维稳跨春节流动，并向市场释放稳定信号。那么今年春节资金缺口到底有多大，往年央行又是如何应对春节资金面波动的呢？今年央行又会如何操作，春节前资金面将如何变化？

二、春节资金缺口有多大

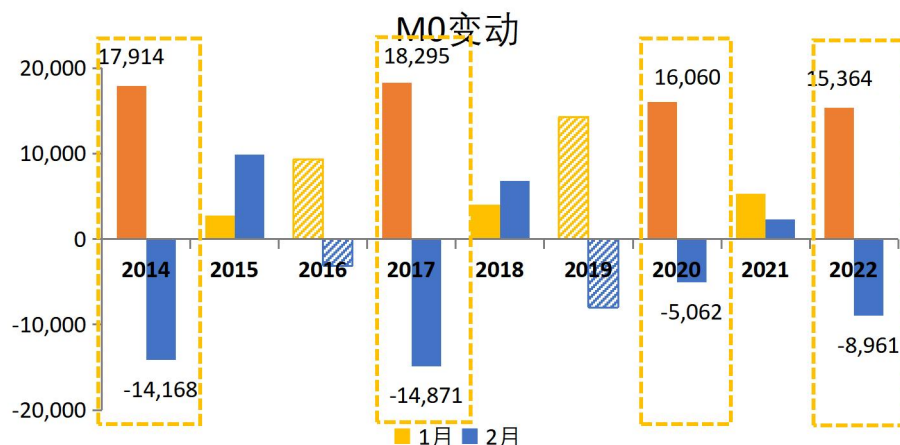
春节前银行体系通常面临缴税和取现的双重压力，而今年跨节资金扰动因素较往年明显增多，具体而言：

1. 取现需求是主要的资金缺口

由于受到部分企业集中发放现金工资、居民购置年货及红包发放等影响，节前居民和企业取现需求增加，银行表内的超额存款准备金及库存现金大量进入实体，转为流通中的现金（M0），银行间流动性相应减少。而节后这部分流动性将通过居民存入银行或购买理财产品等重新回流银行体系，形成 M0 的回落。

因此 M0 在春节前后通常表现为明显的季节性变化，我们可以通过 M0 的变动来估计相应的取现需求。以比较典型的春节在 1 月末的年份为例（2014、2017、2020、2022 年），居民取现需求集中于 1 月，M0 变动分别为 17914、18295、16060 和 15364 亿元，其中 2020 和 2022 年分别受到疫情爆发和就地过年的影响，而今年将是疫情以来首次未鼓励就地过节，居民取现需求或较之有所增长，预计今年取现规模或在 1.7 万亿以上。

图 1: M0 在春节前后面临明显的季节性变化 (亿元)



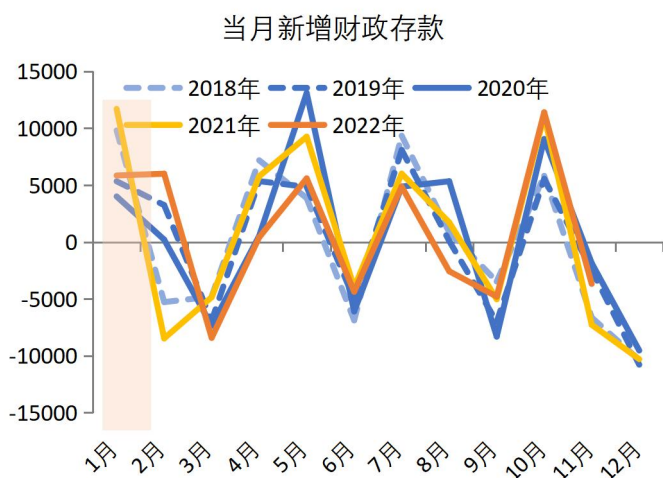
资料来源: Wind, 优财研究院

2. 缴税大月+地方债提前批发行带来财政存款回笼

一方面, 由于缴税时点以及季末财政支出的影响, 财政存款呈现明显的季节性表现, 而 1 月份作为传统的缴税大月, 企业缴税对银行体系流动性形成明显抽离作用, 并体现为财政存款的增加, 过去五年 1 月政府存款单月新增均值在 8000 亿左右。且今年缴税截止日在 16 日, 与今年春节 (1 月 22 日) 相距较近, 资金面波动或更为显著。

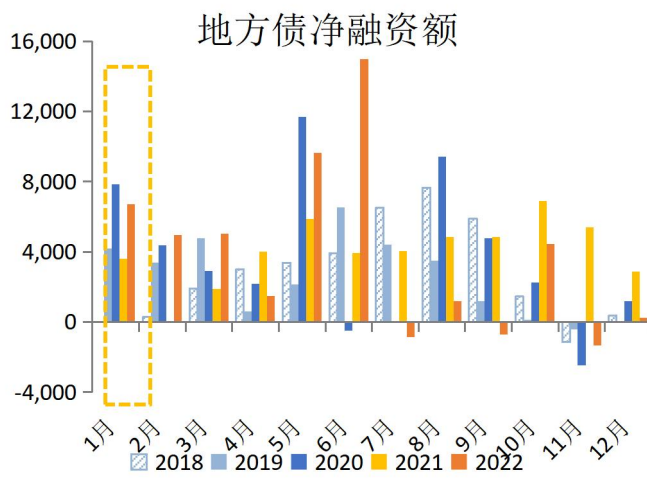
另一方面, 尽管目前财政部尚未公布地方债提前批额度, 但各地已相继启动发行, 1 月第一周地方债净融资额已超 1000 亿, 地方债提前批发行加剧财政存款回笼压力。

图 2: 1 月缴税大月对资金面形成抽离影响 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: 地方债提前批加剧财政存款回笼压力 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

3. MLF 到期+银行年初信贷集中投放加大资金需求

叠加 1 月 17 日将有 7000 亿 MLF 到期规模，同时开年银行通常在早投放早受益的原则下有较大的冲信贷动力，因此 1 月也是传统信贷投放大月，也带来一定的超储消耗

总的来看，今年春节前资金缺口可能在 3.2 万亿以上，假设 MLF 等额续做，缺口也将达到 2.5 万亿以上。

三、 往年央行对春节资金波动的应对

从往年央行对春节资金波动的应对来看，通常在春节前开展一系列流动性提前安排，并在此期间创设了诸如 TLF、TMLF、CRA 的新型货币政策工具，且超额续作 MLF 和 14 天期逆回购操作成为最近两年的主要流动性投放工具，同时在宽松周期中，降准也往往成为流动性的补充工具。

- ① 2017 年，TLF（临时流动性便利，28 天资金无需抵押品）+OMO+MLF，净投放大约 1 万亿元。
- ② 2018 年，CRA（临时准备金动用安排，28 天无息资金）+MLF+普惠金融降准，净投放大约 1.6 万亿元。

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_51177

