



孙彬彬：春节前后资金面怎么看？



意见领袖|孙彬彬/廖翊杰/隋修平



摘要:

降息过后，央行取向仍是稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，强调“强化跨周期调控”，后续降息与否，还需要继续观察宽信用与宽信用向实体经济的传导效果。

综合历史情况观察，除特殊冲击外，央行一般不会在春节后 2 月调降政策利率。真正 2 月降息的只有 2015 年，直接理由是 PPI 连续下滑带动实际利率上行，当然 1 月社融数据表现不佳也是关键支持。3 月降息在 2015 年和 2020 年出现过，表现疲软的金融与经济数据是降息的最主要前提。

从内因出发，短期内是否有进一步降准与降息，关键还是要观察宽信用效果。社融和 PMI 最为重要。目前估计，2 月再度降息和降准的概率较

低。在保持宽松的格局下，预计 2 月是货币政策的观察期，总体还是保持宽而有度的格局，具体行动可能还是跨周期下结构性货币政策为主，包括直达工具、碳减持支持工具、再贷款等。

为应对春节前后银行资金体系的压力变换，央行预计将通过加大流动性投放力度，提前对冲税期高峰、政府债券加快发行、春节前现金投放等短期因素的影响，结合与市场进行沟通引导的方式开展跨周期流动性调节，维持流动性合理充裕，继续引导资金利率盯住政策利率运行。也就是 DR007 围绕 2.1% 的 OMO7 天利率窄幅波动。

本周二至周三（1 月 25-26 日），联储第一次议息会议将召开。联储此前已经明确，在 3 月结束缩债前不会加息，因而本次会议将是市场观察联储意图的关键窗口，关注点在于未来加息和缩表路径的披露。

从历史观察，央行有过一次在联储不连续加息期间降息的经历，有过在联储加息前连续降息的经历，但还没有过在联储连续加息期间降息的经历。目前市场预期，联储最早可能在三月首次加息，并将在年内连续加息。参考历史，一旦联储开始连续加息，很难说联储行为不会制约央行的操作空间。

如果联储不透露进一步加速转向信号，在加息落地前，美债短端对长端的推动基本结束。所以美债可能暂时维持在 1.8% 附近波动。

方向上，我们仍然建议市场合理估计交易重心切换。暂不考虑宽信用

的效果，而是考虑宽信用的动作。

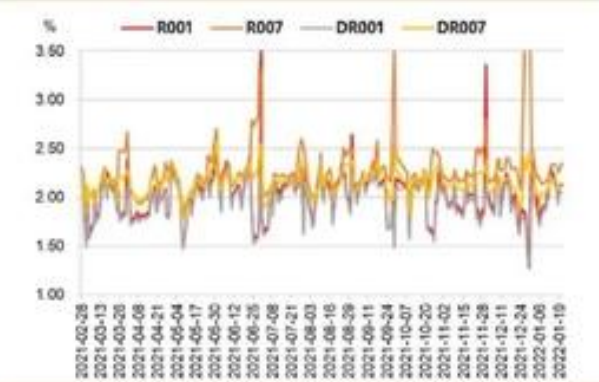
政策既然要走在市场曲线前面，对市场来讲就暂不做否定性交易，不对现有的宽信用做过多的质疑。

对于债市而言，降息以后，以一年期 MLF 利率 2.85% 为中枢，十年期国债利率区间在 2.65-3.05%。当前十年期国债接近 2.7，安全边际开始变薄，所以要合理估计后续利率可能的调整压力。如果稳字当头流动性保持平稳，理论上票息杠杆策略更好。

降息了，春节前后资金面怎么看？

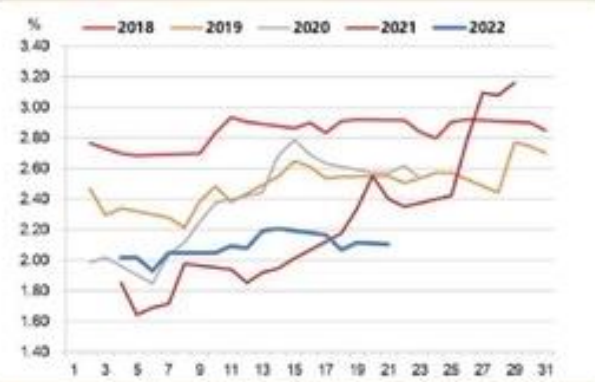
1 月资金面整体延续平稳态势，年后 DR007 最高回升至 2.2% 左右，1 月 17 日央行降息 10 个基点后，DR007 跟随回落至 2.1% 附近。降息、宽信用叠加跨年等一系列因素，春节前后资金面怎么看？

图 1: 1 月资金面延续平稳态势



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 2: 2018 年以来 1 月资金面走势-DR007



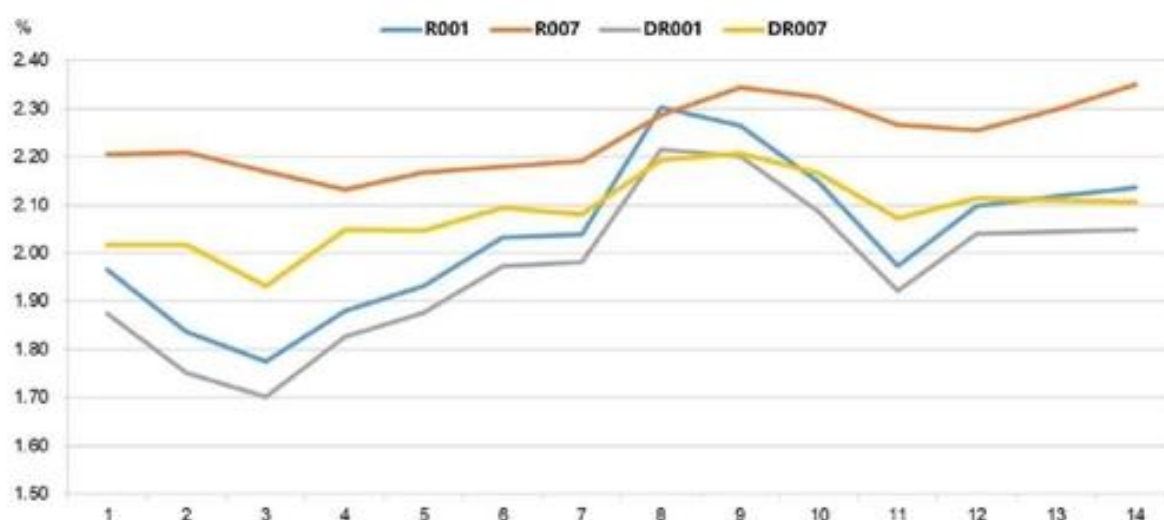
资料来源: Wind, 天风证券研究所

1.1.1 月资金面回顾

(1) 降息前后，资金利率先升后降，维持平稳态势

今年以来，以央行降息划分，1月17日前央行每日投放100亿7天逆回购，期间资金利率整体逐步回升；1月17日央行调降MLF与OMO利率各10个基点，投放7000亿MLF，同时自当日起将逆回购投放规模提升至1000亿，资金利率整体回落接近10个基点。

图3：降息后资金利率保持合理充裕



资料来源：Wind，天风证券研究所

央行强化跨周期调节，加大流动性投放力度

“今年以来，人民银行贯彻中央经济工作会议精神，强化跨周期调节，加大流动性投放力度，1月17日开展了7000亿元1年期中期借贷便利操作和1000亿元7天期公开市场逆回购操作，增加流动性供给，提前对冲1月份税期高峰、政府债券加快发行、春节前现金投放等短期因素的影响，保持流动性合理充裕，推动中期借贷便利和公开市场逆回购中标利率，均下降了10个基点。其中，1年期中期借贷便利中标利率从2.95%下降到2.85%，7天期公开市场逆回购操作中标利率从2.20%下降到2.10%。”

——孙国峰，2022年1月18日，2021年金融统计数据新闻发布会

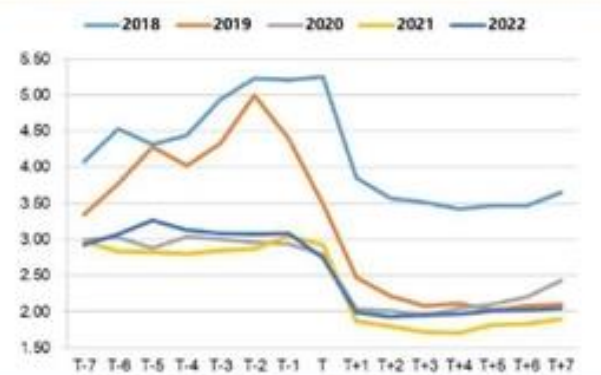
另外，元旦后资金利率的回落，也符合季节性规律。特别是2020年以来，央行对流动性的调控愈发精准，元旦前后资金利率中枢虽然有所变化，但流动性愈发平稳。

图4：历年1月MLF到期和投放



资料来源：Wind，天风证券研究所

图5：元旦前后DR014走势



资料来源：Wind，天风证券研究所

(2) 政府债发行继续放量，央行提前对冲呵护资金面

政府债券发行继续放量，截止1月21日，1月政府债券净融资量6528.66亿。在1月还剩最后一周的情况下，1月净融资规模已经接近历史最高水平，延续了2021年下半年以来的政府债券放量发行局势。

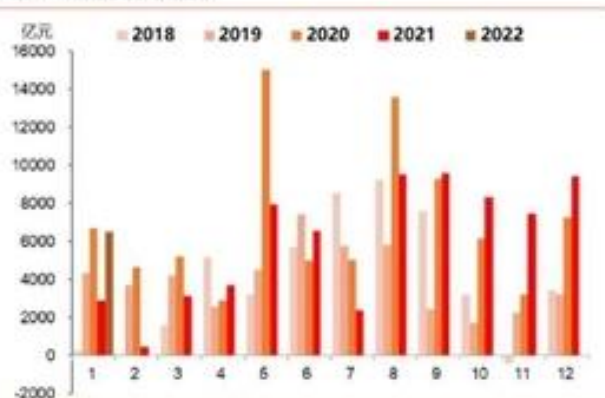
专项债提前批陆续下达，按照wind口径，截止1月22日，1月共发行地方债2526.234亿元，其中新增一般债489.38亿元，新增专项债2036.86亿元。

按照已经披露的截止1月28日的地方债发行计划，1月地方债发行总额为6547.72亿，其中新增一般债1195.55亿，新增专项债5352.18亿。

由此计算，1月最后一周还有待发行的地方债总额4021.48亿元，其中新增一般债706.17亿元，新增专项债3315.32亿元。

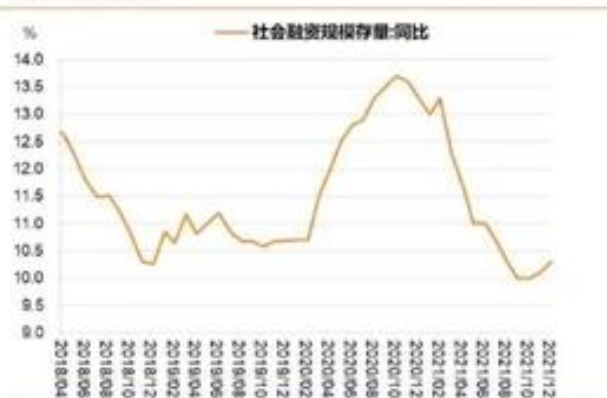
去年12月降准后，政府债券放量发行对资金面有一定扰动。今年以来，在央行降息与加大流动性投放力度的配合下，1月资金面延续平稳态势。

图6：政府债券净融资



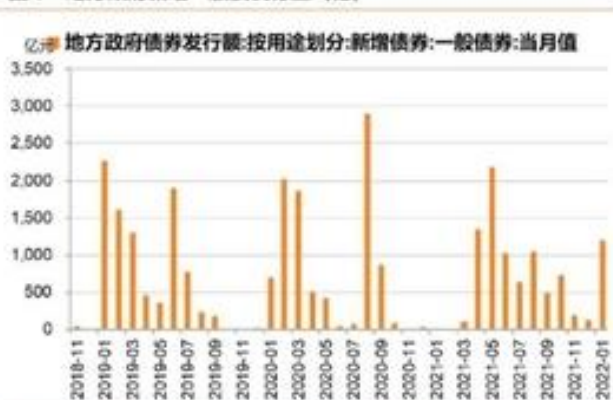
资料来源：Wind，天风证券研究所

图7：社融同比



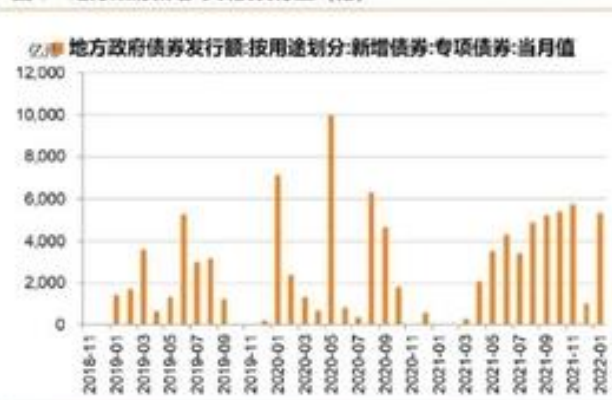
资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：地方政府新增一般债发行量（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图9：地方政府新增专项债发行量（亿）



资料来源：Wind，天风证券研究所

(3) 票据利率与信贷情况

去年12月票据利率快速回落，其中，越短期限票据利率回落越快，12月中旬后各期限票据利率明显回升，元旦过后票据利率已经回升至较高

水平。

后续发布的贷款需求指数与信贷结构数据表明，12月实体信贷需求确实不佳，新增信贷主要与票据融资与短期贷款为主，中长期贷款都同比少增。但是从总量上，央行仍然有维护，所以M2、社融等同比增速继续回升。

2021年12月16日央行再次召开信贷形势分析会，政策端宽信用再次强调后，票据利率开始明显回升。12月30日，央行接受新华社记者采访的稿件发布，再一次明确了宽信用诉求，票据利率进一步回升。虽然围绕1月信贷市场还是争议较大，但是从政策重心分析，1月信贷投放总体可期，仍然对票据利率构成较大压力。

图 10: 票据贴现利率明显回升

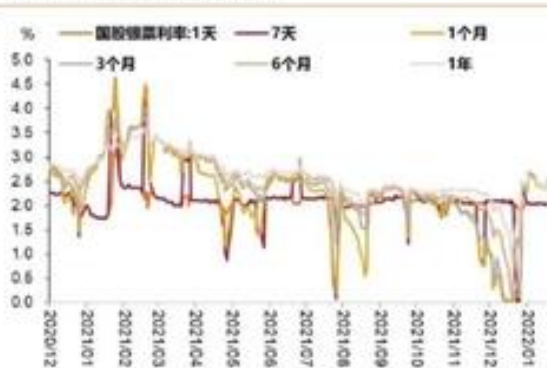


图 11: 票据利率与实体融资需求



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_36509

