



靳毅：资金面收紧，风动还是心动？



意见领袖 | 靳毅

2 月中下旬以来，资金市场波动较大，短端质押回购利率大幅攀升。流动性收紧的同时，1 年期国开利率明显上行，反映出部分投资者对于下一阶段货币政策收紧开始出现担忧。那么当前流动性的收紧，究竟是央行货币政策的确开始转向的“风动”，还是季节因素扰动下、投资者过度担忧的“心动”？

资金面出现大幅波动，主要源于三个因素：（1）1 月末商业银行超储率偏低；（2）春节后多地疫情再度爆发，拖慢居民现金回流速度；（3）2 月缴税放大资金面波动。展望 3 月份，我们认为资金面仍有“现金回流+财政投放”两大利好因素，促使资金利率重新下行。

中期来看，基建、制造业方面，由于节后深圳、武汉、苏州等主要工业城市疫情爆发，复产复工受阻，使得经济复苏出现波折。而在房地产方面，历史上货币政策收紧时，住宅销售增速需要达到 10% 以上，而最新一期住宅销售增速数据仅为 -19%。因此促使货币政策收紧的条件尚不具备。

所以综上所述，我们认为在 3 月底前，资金面将处于相对充裕的状态，央行货币政策也不具备收紧的基础。2 月中下旬以来，资金利率与短端债市利率的共同上行，或已经接近尾声。

正文：

1、流动性收紧，风动还是心动？

事件：2 月中下旬以来，资金市场波动较大，短端质押回购利率明显攀升。截止 2 月 25 日，DR007 较 2 月 15 日上行 37BP 至 2.34%，R007 上行 46BP 至 2.53%。

流动性收紧的同时，1 年期国开利率上行 16BP，反映出部分投资者对于下一阶段货币政策收紧开始出现担忧。那么当前流动性的收紧，究竟是央行货币政策的确开始转向的“风动”，还是季节因素扰动下、投资者过度担忧的“心动”？

对此我们做出如下解读：

1.1

2 月资金面为何收紧？

2 月份中下旬资金面出现大幅波动，主要源于三个因素：（1）1 月末商业银行超储率偏低；（2）春节后多地疫情再度爆发，拖慢居民现金回流速度；（3）2 月缴税放大资金面波动。

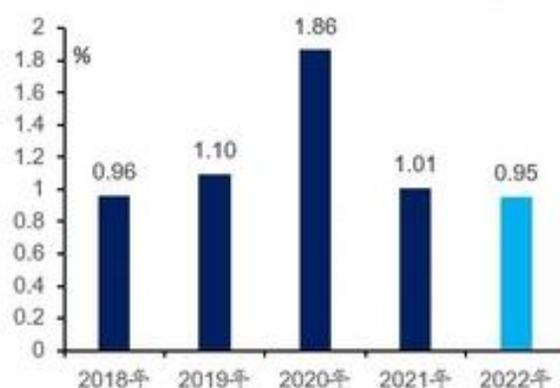
根据我们的测算，1 月商业银行超储率仅为 0.95%，为近 5 年来最低。为什么经过去年 12 月降准后，1 月超储率依然如此之低？这主要是因为：

图 1: 超储率情况



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 2022 年 1 月超储率水平为近 5 年同期最低



资料来源: Wind、国海证券研究所

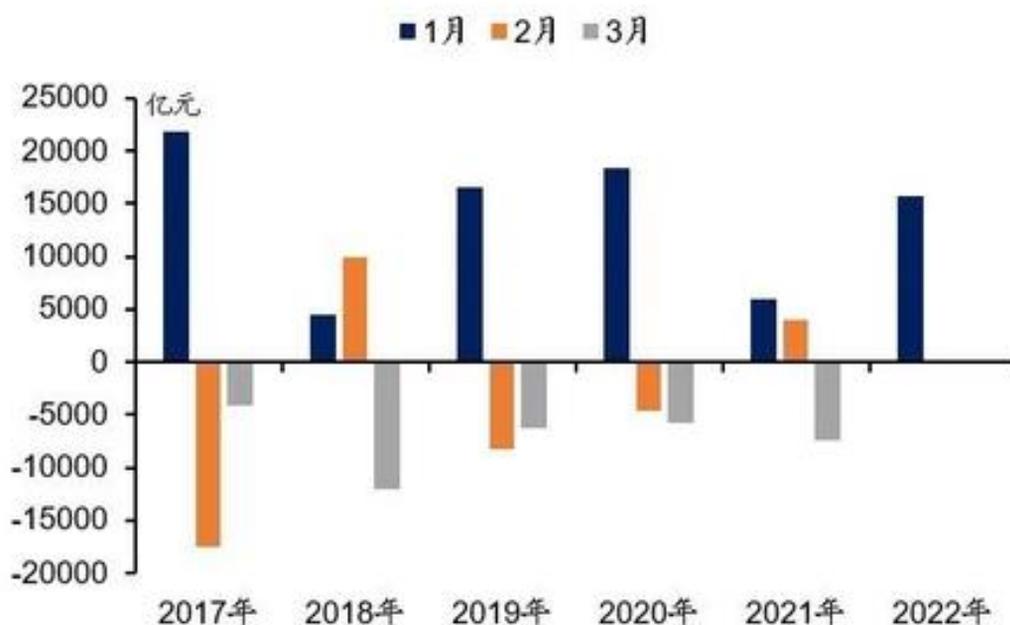
一、2022 年春节前疫情相对缓和，“就地过年”现象减少，居民现金需求较去年上升。根据央行资产负债表数据，1 月份“货币发行”项目（流通中的现金和商业银行库存现金）环比增加 15712 亿，接近 2019 年水平，高于 2021 年同期。春节前居民大量取现，自然会消耗商业银行超储。

二、1 月份信贷旺盛，信贷快速增长消耗超储。1 月商业银行新增人民币贷款 3.98 万亿，超出市场预期。根据当前法定准备金率测算，这一规模信贷增长需要消耗超储 3400 亿左右。

在超储率较往年同期偏低的情况下，春节后居民前往银行存款，促使现金重新回流商业银行内部，将成为补充超储的最大助力。但可惜的是，今年春节后全国多地疫情再度爆发，我们认为受疫情影响，居民前往银行存款的频率下降，导致现金回流速度较往年偏慢。

“疫情拖慢现金回流速度”这一现象，可以从 2020 年、2021 年的“货币发行”项目数据变化中观察出来。在往年，2 月份是春节现金回流的高峰月份，但从 2020 年起，这一高峰推迟至 3 月。

图 3: 货币发行环比变化: 2020 年以来春节现金回流高峰推迟至 3 月份



资料来源: Wind、国海证券研究所

在 1 月末超储率偏低, 节后现金回流又慢的背景下, 2 月缴税因素对于资金面的扰动有所加大, 最终促使近期资金利率大幅上行。

1.2

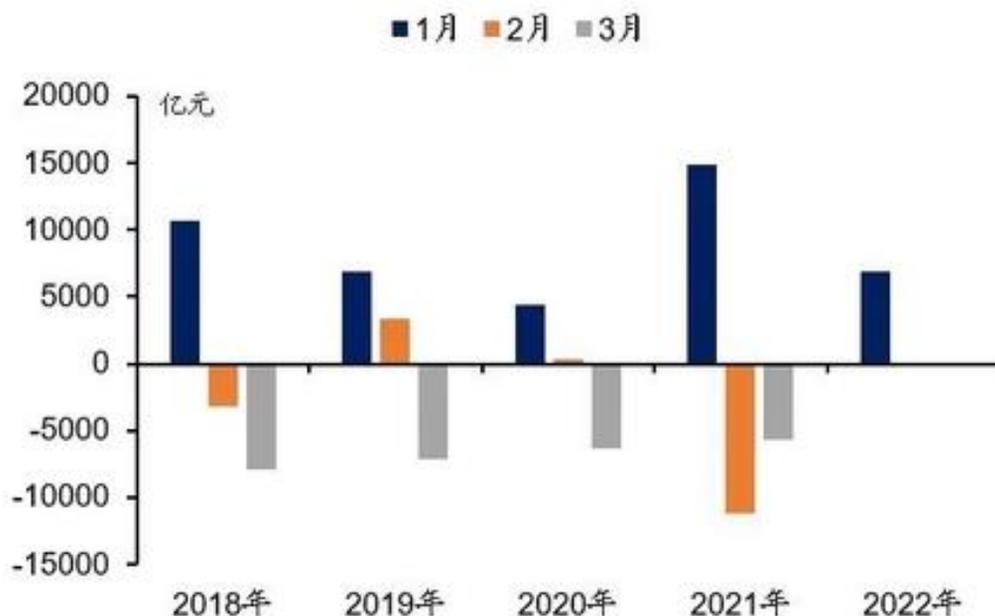
3 月份资金面如何演绎?

近期流动性的收紧, 更多源于季节性因素。展望 3 月份, 我们认为资金面仍有两大利好因素, 促使资金利率重新下行。

一是春节居民现金的继续回流。从 2020 年、2021 年数据来看, 3 月份居民现金回流规模可达到 5000-8000 亿元, 将对超储形成有力补充;

二是 3 月份为财政支出大月。往年 3 月份, 国库财政存款通常减少 5000-8000 亿元, 对超储形成补充。

图 4：政府存款环比变化：3 月份为财政支出大月



资料来源：Wind、国海证券研究所

在两大季节性利好因素的加持下，3 月份超储有望获得 1 到 1.5 万亿元的补充，资金面将较为充裕。从历史来看，在季节性因素的影响下，3 月份的资金利率也通常较低。

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_38562

