2021 年 03 月 28 日

四月流动性展望

——宏观经济专题

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）
yangfei1@kysec.cn
证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）
majieying@kysec.cn
证书编号：S0790120080081

4 月临近，市场对流动性担忧上升。梳理流动性影响因素、政策思路等后，本文认为货币流动性主动收紧难现、波动或阶段性加大，不会影响长端利率下行趋势。

● **4 月或是确认货币政策态度的关键窗口，观察地方债供给等影响下流动性演绎**

近期，货币流动性一直相对宽松，但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退。经历 1 月中下旬资金紧张后，货币流动性环境回到相对宽松状态，隔夜利率回落至 1.5-2%附近变化；但在与机构交流过程中，我们发现市场对流动性收紧的担忧并未完全消退，机构行为偏谨慎、多集中在短端交易，使得长端利率持续窄幅震荡。

4 月或是确认货币政策态度的关键窗口，重点观察财政缴税、地方债供给等影响下，流动性环境的演绎。2 月以来的流动性宽松，或主要缘于财政存款的大规模投放，而公开市场投放规模较小。进入 4 月后，财政缴税将带动资金明显回笼、正常年份平均规模在 7100 亿元左右；同时，地方债新券发行上量、同业存单到期增多等，进一步加大资金压力。货币政策操作如何应对，是流动性演绎的关键。

● **结合过往经验和政策思路，货币流动性主动收紧难现，逆回购等“呵护”可期**

过往财政缴税大月或地方债供给放量阶段，央行多会加大货币支持，流动性变化多相对平稳。经验显示，当财政缴税对流动性冲击较大时，央行会通过逆回购、MLF 等加大货币投放、缓解资金紧张，地方债供给放量阶段亦有类似操作，使得流动性变化多相对平稳；少数时候流动性偏紧，缘于打击资金空转等带来的冲击。

近期政策表态并没有释放主动收紧的信号，强调操作的灵活精准，逆回购、MLF 等“呵护”可期。一季度货币政策委员会例会强调，“推动实际贷款利率进一步降低”，或意味着“加息”推动资金成本趋势性抬升的概率较低。“调结构”、“防风险”背景下，解决资产“泡沫”等结构性问题，也不宜货币流动性总量持续收紧。此外，较少的逆回购、MLF 等到期，给公开市场预留了较大的操作空间。

● **政策“呵护”下，资金中枢较难抬升、波动阶段性加大，重申利率债行情确定**

信用“收缩”下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，地方债供给等并非核心影响因素。伴随政策回归“调结构”、“防风险”，信用环境已进入加速“收缩”通道，加之赶上债务偿付高峰，再融资压力上升；信用违约影响下，信用分层凸显。经验显示，“调结构”、“防风险”过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。

政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限，重申利率债行情确定、买点已现的观点。伴随财政缴税临近、地方债供给放量等影响显现，资金面压力或阶段性上升，机构杠杆交易行为或进一步放大波动，但不宜过度解读。继续强调，“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，经济见顶、温和 CPI 通胀的基本面组合，对利率债的利好支撑逐步显现，利率债长端收益率已进入下行通道、行情才刚开始。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济专题-低价券，今时不同往日》-2021.3.22

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

《宏观经济专题-美债利率上行的国别影响》-2021.3.21

目 录

1、 4 月流动性或面临地方债供给等影响 3
2、 货币流动性主动收紧难现，逆回购等“呵护”可期 4
3、 政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限 6
4、 研究结论 8
5、 风险提示 8

图表目录

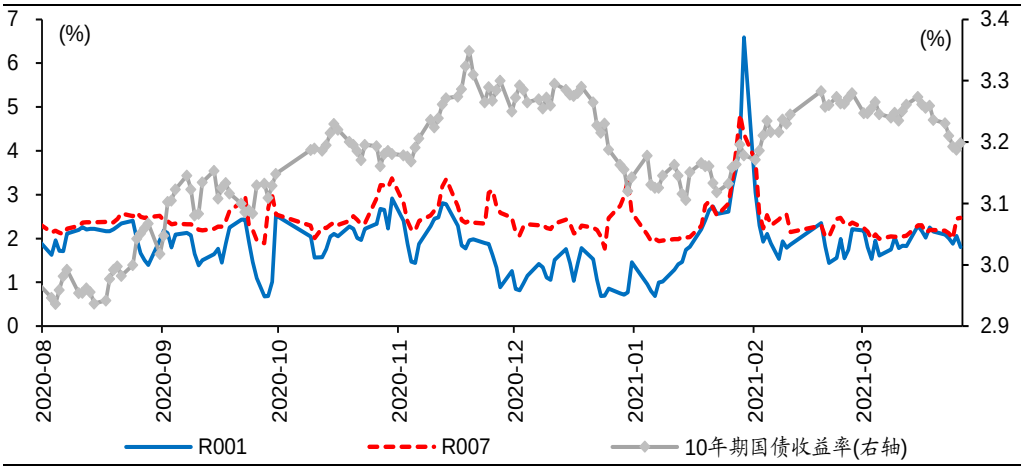
图 1: 3 月以来，货币流动性相对平稳宽松，长端利率窄幅震荡 3
图 2: 4 月是传统的财政缴税大月 3
图 3: 地方债或自 4 月后放量 3
图 4: 信用违约风险，有所抬头 4
图 5: 4 月，信用债到期规模维持高位 4
图 6: 经验显示，4 月市场利率多会上行 4
图 7: 地方债大规模发行时，央行多投放 MLF 等配合 5
图 8: 逆回购前期投放较少，使得 4 月到期规模较小 6
图 9: 4 月 MLF 到期规模处于历史低位 6
图 10: 信用风险影响下，部分地区信用债融资持续收缩 6
图 11: 信用债融资逐步向东部发达地区集中 6
图 12: 2021 年一季度地产、采掘行业信用债融资缩量 7
图 13: “紧信用”环境，多对应“宽货币” 7
图 14: 近期，隔夜成交占比多维持 85%以上的高位 7
图 15: 货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡 7
图 16: 经济回落阶段，PPI 上行并不改变长端利率趋势 8
图 17: 社融顶部拐点领先长端收益率拐点 8

表 1: 对应阶段，央行逆回购净投放多会明显增加 4
表 2: 金融监管环境边际趋紧阶段货币也有支持 5
表 3: 近期政策表态上看，操作注重灵活精准、并未释放收紧信号 5

1、 4 月流动性或面临地方债供给等影响

近期，货币流动性相对宽松，但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退。经历 1 月中下旬资金紧张后、伴随财政存款的大规模投放，货币流动性逐步回归常态、维持相对宽松水平，其中，隔夜利率已回落至 1.5%-2%附近。但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退，机构行为偏谨慎、多集中在短端交易，使得长端利率持续窄幅震荡。

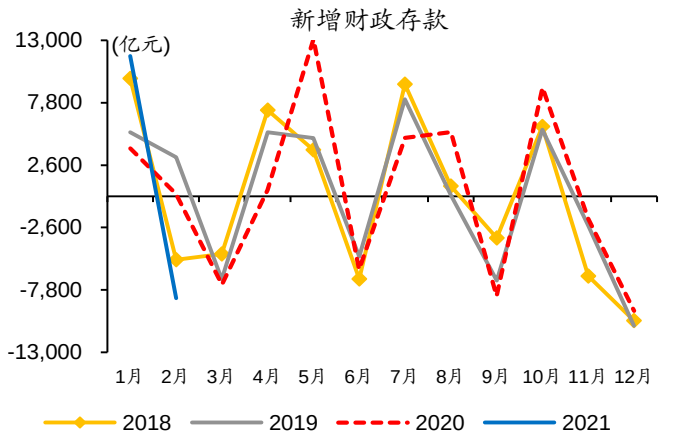
图1：3 月以来，货币流动性相对平稳宽松，长端利率窄幅震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

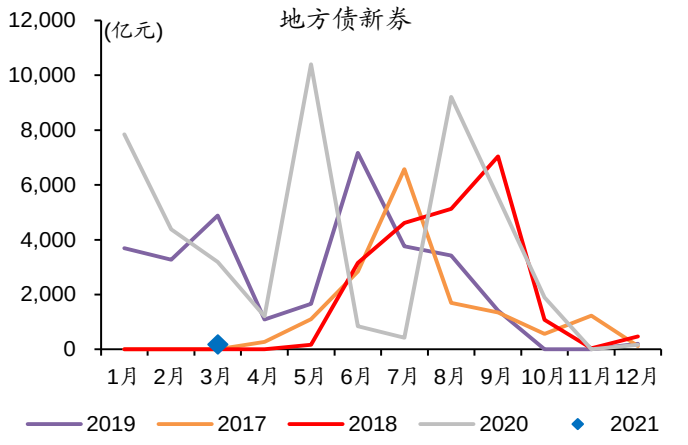
4 月或是确认货币政策态度的关键窗口，重点观察财政缴税、地方债供给等影响下，流动性环境的演绎。4 月为二季度集中缴税的大月，20 日财政缴税截止后，税收上缴国库将带动资金流出银行体系，正常年份新增财政存款平均规模在 7100 亿元左右。同时，地方债新券已开始发行，考虑到额度下达较晚，4 月发行规模或明显高于近两年同期；地方债募资缴款到资金运用存在时滞，也会阶段性加大银行负债压力。此外，4 月同业存单到期达 1.7 万亿元、高于 2020 年同期的 1.1 万亿元，可能进一步加大资金面压力。

图2：4 月是传统的财政缴税大月



数据来源：Wind、开源证券研究所

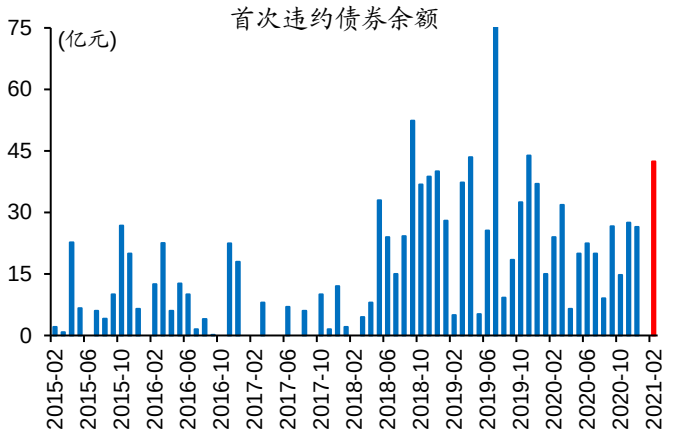
图3：地方债或自 4 月后放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

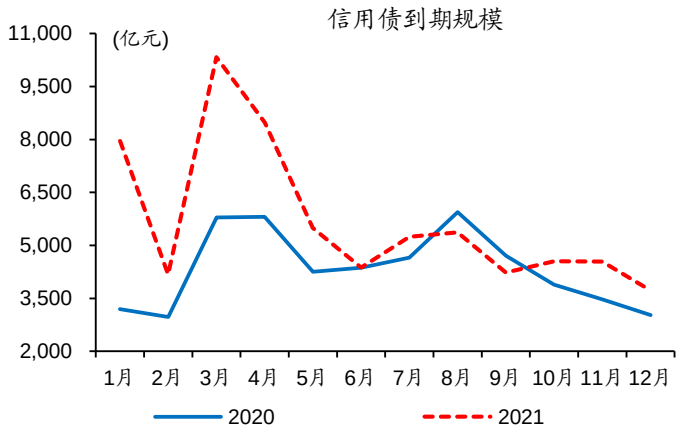
信用违约风险增多等，也可能对流动性产生干扰。信用“收缩”背景下，债务到期偿付和再融资压力明显加大，尤其是债务到期较为集中的 3 月和 4 月；叠加债务短期化带来的企业负债端不稳定性上升，信用违约开始增多，2 月首次违约债券规模创 2019 年底以来新高。信用违约可能引发部分委托资金赎回，加大机构负债端压力，也可能对货币市场产生一定影响。

图4：信用违约风险，有所抬头



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：4 月，信用债到期规模维持高位

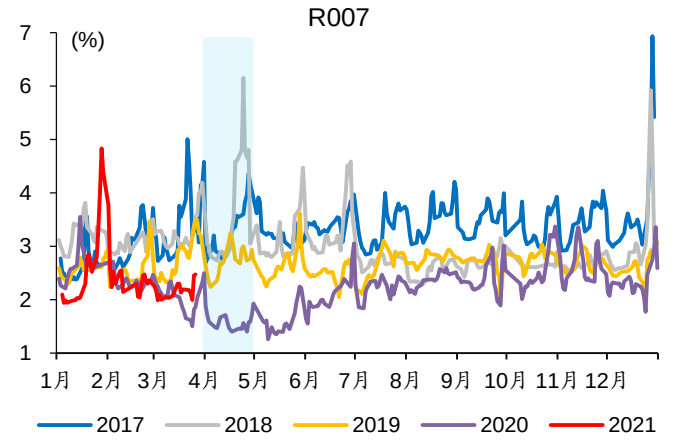


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 货币流动性主动收紧难现，逆回购等“呵护”可期

过往财政缴税大月或地方债供给放量阶段，央行多会加大货币支持，流动性变化多相对平稳。经验显示，当财政缴税对流动性冲击较大时，央行多会通过逆回购、MLF 等加大货币投放、平抑资金波动。地方供给放量阶段也有类似操作，不同环境下，货币支持方式不同。货币支持下，流动性相对平稳，少数流动性偏紧，缘于打击资金空转等带来的冲击（详情参见《地方债放量，对流动性环境的影响》）。

图6：经验显示，4 月市场利率多会上行



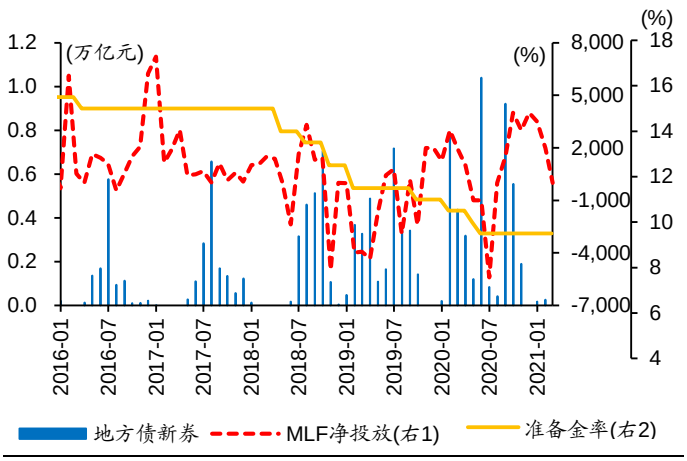
数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：对应阶段，央行逆回购净投放多会明显增加

年份	日期	操作	原因
2018	4 月 16 日	1500 亿元逆回购	为对冲税期、金融机构缴存法定存款准备金和央行逆回购到期等因素的影响
	4 月 18 日	1500 亿元逆回购	为对冲税期等因素的影响
	4 月 19 日	1900 亿元逆回购	为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响
2019	4 月 18 日	800 亿元逆回购	为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕
2020	4 月 15 日	定向降准、1000 亿元 MLF	/

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

图7：地方债大规模发行时，央行多投放 MLF 等配合



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：金融监管环境边际趋紧阶段货币也有支持

年	日期	操作	原因
2017	7月17日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购400亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款、金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
	7月18日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购700亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和央行逆回购、MLF到期等
	7月24日	7天逆回购2000亿元，14天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款和逆回购、MLF到期等
	9月14日	7天逆回购600亿元，14天逆回购300亿元，28天逆回购100亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款等
	9月18日	7天逆回购2800亿元，28天逆回购200亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和MLF到期等
	9月19日	7天逆回购1300亿元，28天逆回购200亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款等
	9月25日	14天逆回购1600亿元，28天逆回购400亿元	对冲央行逆回购到期、政府债券发行缴款等
	10月19日	7天逆回购800亿元，14天逆回购600亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和逆回购到期等
	10月23日	7天逆回购1100亿元，14天逆回购900亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	10月24日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购1200亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和逆回购到期等
	11月14日	7天逆回购1300亿元，14天逆回购1200亿元，63天逆回购300亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	11月15日	7天逆回购1600亿元，14天逆回购1400亿元，63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
	11月16日	7天逆回购1600亿元，14天逆回购1400亿元，63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等
	12月18日	7天逆回购1200亿元，14天逆回购1100亿元，28天逆回购700亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等
.....			
2020	1月17日	14天逆回购2000亿元	为对冲现金投放高峰、政府债券发行缴款等
	5月27日	7天逆回购1200亿元	为对冲政府债券发行等
	5月28日	7天逆回购2400亿元	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等
	5月29日	7天逆回购3000亿元	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等
	6月4日	7天逆回购700亿元	为对冲公开市场逆回购到期和政府债券发行缴款等
	6月11日	7天逆回购800亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	8月13日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	8月14日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	9月21日	7天逆回购1000亿元，14天逆回购400亿元	为对冲政府债券发行缴款等

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

近期政策表态也没有释放主动收紧的信号，强调操作的灵活精准，逆回购、MLF 等“呵护”可期。一季度货币政策委员会例会强调，“推动实际贷款利率进一步降低”，或意味着“加息”推动资金成本趋势性抬升的概率较低。“调结构”、“防风险”下，解决资产“泡沫”等结构性问题，也不宜货币流动性总量持续收紧，更多在于完善监管；前期积累的金融问题已明显缓解，也无须通过资金中枢抬升来倒逼机构调整。

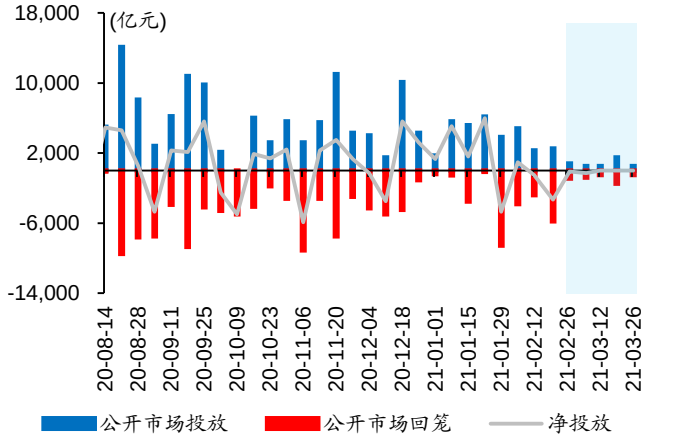
表3：近期政策表态上看，操作注重灵活精准、并未释放收紧信号

时间	文件/会议	主要内容
2020 年 12 月	中央经济工作会议	要继续实施积极的财政政策和**稳健的货币政策**，保持对经济恢复的必要支持力度…稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**。
2021 年 1 月	2020 年金融统计数据新闻发布会	稳健的货币政策会更加**灵活精准、合理适度**，继续保持对经济恢复必要的支持力度…巩固贷款实际利率下降成果，**推动企业综合融资成本稳中有降**。
2021 年 2 月	四季度货币政策执行报告	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，坚持稳字当头，不急转弯…综合运用多种货币政策工具，**保持流动性合理充裕**…巩固贷款实际利率下降成果，**促进企业综合融资成本稳中有降**。
2021 年 3 月	政府工作报告	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**。把服务实体经济放到更加突出的位置…优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**，继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。
2021 年 3 月	货币政策委员会例会	稳健的货币政策要**灵活精准、合理适度**，把握好政策时度效，**保持流动性合理充裕**…保持对经济恢复的必要支持力度…健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，**推动实际贷款利率进一步降低**。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

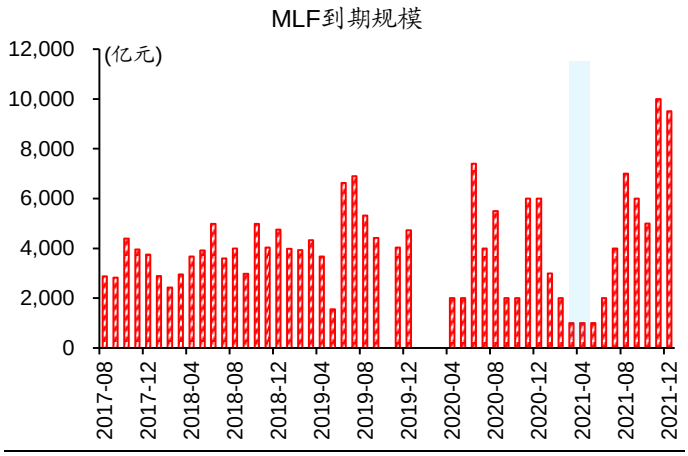
较少的逆回购、MLF 等到期，也给政策操作预留了较大的空间。前期“低量”的公开市场投放，使得 4 月逆回购到期量明显较少，截至 3 月 27 日，4 月逆回购到期量仅为 200 亿元、远低于往年同期水平。与此同时，MLF 到期金规模也较少、4 月仅 1000 亿元，为近年来绝对低位。

图8：逆回购前期投放较少，使得 4 月到期规模较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：4 月 MLF 到期规模处于历史低位

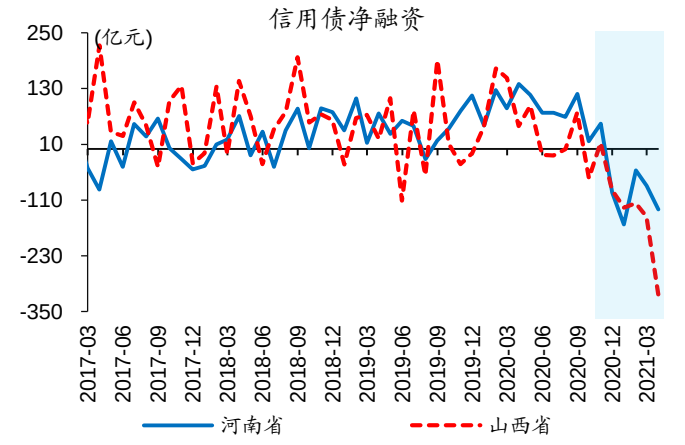


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限

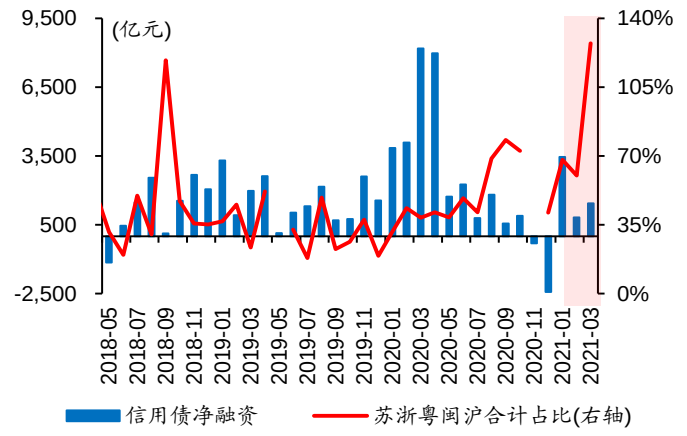
信用“收缩”下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础，地方债供给并非核心矛盾。伴随政策回归“调结构”、“防风险”，信用环境已进入加速“收缩”通道，加之赶上债务到期偿付高峰，再融资压力明显上升。而信用违约等影响下，信用分层加快凸显，部分地区和行业，债券融资明显恶化、远低于正常融资水平。经验显示，“调结构”、“防风险”过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。

图10：信用风险影响下，部分地区信用债融资持续收缩



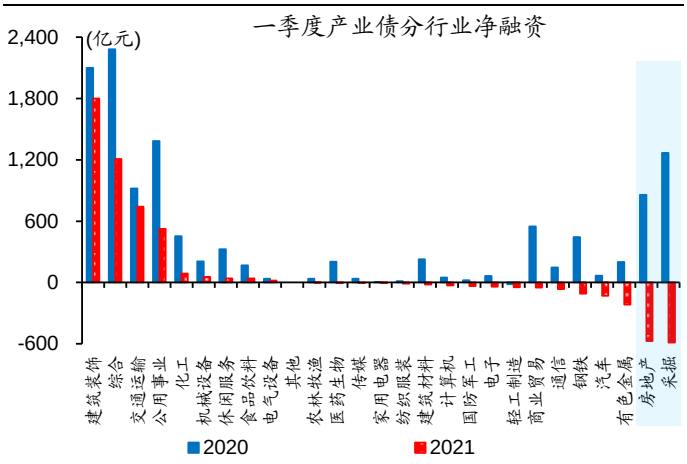
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：信用债融资逐步向东部发达地区集中



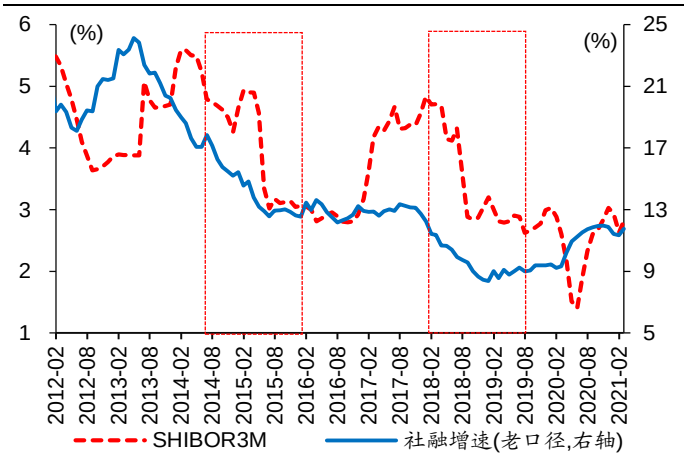
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2021 年一季度地产、采掘行业信用债融资缩量



数据来源：Wind、开源证券研究所

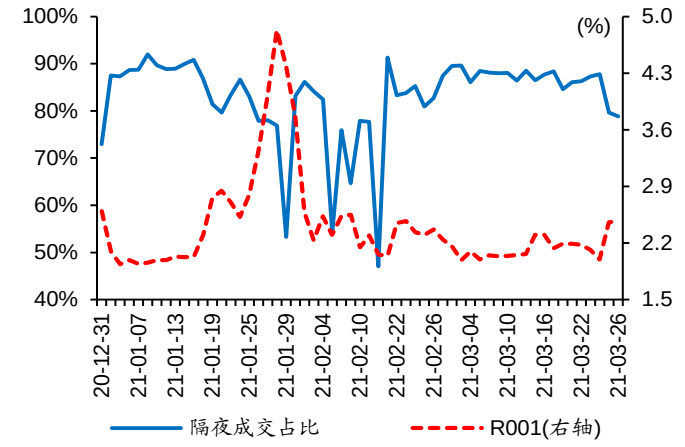
图13：“紧信用”环境，多对应“宽货币”



数据来源：Wind、开源证券研究所

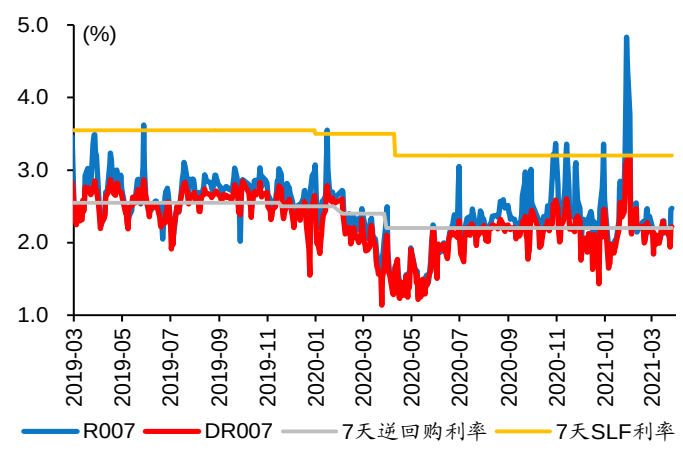
政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限，财政缴税等或阶段性加大资金波动，但不宜过度解读。伴随财政缴税临近、地方债供给放量等影响显现，4 月中下旬资金面压力或有所上升；考虑到逆回购、MLF 投放加码对冲，预计资金面压力整体可控。但公开市场操作主要平抑银行资金波动，非银机构杠杆交易较多、对短端资金需求较大，容易放大资金波动。

图14：近期，隔夜成交占比多维持 85%以上的高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

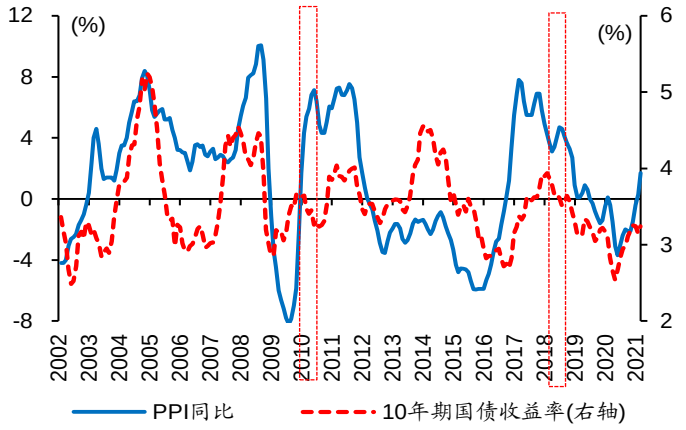
图15：货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡



数据来源：Wind、中国货币网、开源证券研究所

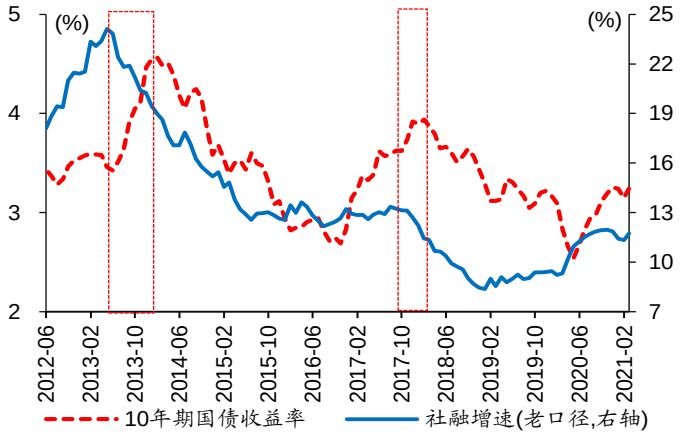
重申观点，利率债趋势行情确定、买点已现。政策“退潮”下，部分较早修复的经济指标，已依次见顶回落；同时，终端需求偏弱下，输入型通胀对 CPI 通胀影响有限，不会成为影响流动性的核心因素。伴随经济、政策等预期的逐步收敛，“紧信用”、“宽货币”的宏观环境等因素，对利率债的利好支撑正加速显现，长端收益率已进入下行通道、行情才刚开始（详情参见《利率债左侧买点已现》）。

图16：经济回落阶段，PPI 上行并不改变长端利率趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：社融顶部拐点领先长端收益率拐点



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）4 月或是确认货币政策态度的关键窗口，重点观察财政缴税、地方债供给等影响下，流动性环境的演绎。

（2）过往财政缴税大月或地方债供给放量阶段，央行多会加大货币支持，流动性变化多相对平稳。近期政策表态并没有释放主动收紧的信号，强调操作的灵活精准，逆回购、MLF 等“呵护”可期。

（3）信用“收缩”下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础；政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限，重申利率债行情确定、买点已现的观点。

5、 风险提示

金融风险加速释放，及监管升级。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn