抬升中枢，平抑波动
——货币政策及资金面前瞻

■**自年初以来，资金面整体呈现趋紧态势，且银行间市场流动性分层压力加剧。**导致资金面收紧的因素包括：一是央行公开市场操作持续净回笼。二是 2020 年财政的“超收歉支”虽为年初的财政投放奠定了基础，但也成为制约央行操作的因素之一。三是今年前置的居民取现行为对流动性产生超预期的抽离作用。四是企业结售汇形成增量人民币存款，这部分资金的缴准会消耗超储。

■**经济基本面稳步回暖和信用环境边际改善构成货币政策边际微调的基础。而本次央行意在“敲打”市场、避免形成单边宽松预期，并不意味着货币政策的大幅转向。**一方面，央行对资金空转套利现象始终保持警惕。另一方面，资产价格的持续上涨实际上已成为判断流动性过剩情况的预警/辅助指标。前瞻地看，货币政策中长期的关注点仍在经济复苏与通胀水平，稳步回归中性的政策基调有望延续。**未来观察货币政策立场，“价”比“量”更重要。**

■**随着货币政策稳步回归常态，预计节后资金面将继续维持紧平衡状态。价格型调控上，**一季度 MLF 利率大概率保持不变。随着隔夜资金利率中枢上移，**1.5%以下的隔夜或不再常见。数量型调控上，**2 月跨节流动性缺口约为 1.7-2.2 万亿，央行或将通过 7 天、14 天逆回购投放和 MLF 续作适度对冲。**节奏上，**预计春节后至一季度末资金利率中枢或将继续维持在略高于政策利率的水平，二季度资金面总体仍将以稳为主、波动率下降。

谭卓，宏观经济研究所所长
招商银行研究院
☎：0755-83167787
✉：zhuotan@cmbchina.com

蔡玲玲，资金管理团队主管
资产负债管理部
☎：0755-88259023
✉：cailingling@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员
招商银行研究院
☎：0755-22699005
✉：yangxuerong@cmbchina.com

邹萌，资金管理岗
资产负债管理部
☎：0755-83195449
✉：zoumeng1@cmbchina.com

许天阳，资金管理岗
资产负债管理部
✉：brightxu@cmbchina.com

目录

一、资金面趋紧：四大因素 1
二、货币政策立场：短暂“敲打”市场 2
三、资金面前瞻：维持紧平衡 4

图目录

图 1：今年以来 DR007 波动明显加大 1
图 2：今年 1 月中旬以来国债利率有所上行 1
图 3：当前核心 CPI 仍在持续下降 3
图 4：近期中小行与国有行发行利差走阔 3
图 5：2020 年四季度实体经济融资成本微降 3
图 6：近期同业存单利率再度回到 MLF 利率上方 3
图 7：2019-2020 年政府债券发行高峰始于二季度 5
图 8：2020 年 MLF 净投放先降后升 5

一、资金面趋紧：四大因素

自年初以来，资金面整体呈现趋紧态势。DR007 由 1 月初的 1.86%上行 49bp 至 2 月 8 日的 2.35%,重新回到 7 天逆回购利率（2.2%）上方。导致资金面收紧的因素包括以下四点：

一是央行公开市场操作持续净回笼。1 月 8 日-18 日，央行连续开展 20 亿/50 亿的“地量”级 7 天逆回购操作，且月中结束了此前连续 5 个月超额续作 MLF，转而小幅缩量续作 MLF，实现净回笼 405 亿，传递货币政策回归中性信号，避免资金利率继续下行；缴税当周（18-22 日），央行仅净投放 3500 亿资金，难以对冲 1 月缴税大月预估 2.3 万亿左右的缴税量，资金利率开始趋于上行；1 月最后一周，央行连续通过 OMO 净回笼约 2,300 亿，直接导致资金利率大幅飙升，DR007 上行 81bp 至 3.15%。

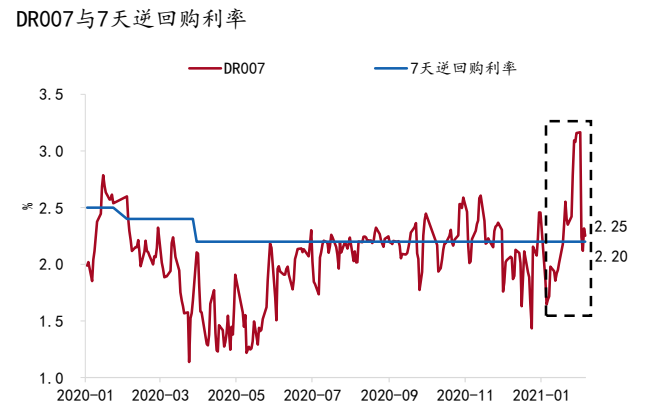
二是 2020 年财政的“超收歉支”虽为年初的财政投放奠定了基础，但也成为制约央行操作的因素之一。央行 1 月最后一周的公开市场业务交易公告均提及“月末财政支出大幅增加”，但实际的财政投放情况可能并不及央行预期。

三是就地过年政策下部分居民提前返乡，往年临近春节的取现行为在今年提前，对流动性产生超预期的抽离作用。

四是去年下半年以来，人民币的快速升值带动去年末企业结售汇大幅上升，企业将结汇换取的人民币反存入银行后，银行对这部分增量资金的缴准也会消耗超储。12 月银行代客结售汇顺差环比上升 617 亿美元至 652 亿美元，同比增加 616 亿美元。

银行间市场的流动性分层压力加剧。部分中小行由于难以突破地方人行规定的融资利率上限（隔夜 SLF 利率 3.05%，七天 SLF 利率 3.2%），融资难度显著上升。非银机构流动性更为紧张，其融资成本在 1 月末一度突破 10%。从微观层面来看，1 月最后一周国有行和政策行继续作为融出的主力军，而股份行和城商行受缴税走款及财政预缴准备金等因素影响，由此前的净融出转为净融入，农商行则始终保持净融出状态。

图 1：今年以来 DR007 波动明显加大



资料来源：Wind,招商银行研究院

图 2：今年 1 月中旬以来国债利率有所上行



资料来源：Wind,招商银行研究院

资金面边际趋紧成为驱动债市下跌的主要因素，尤其短端利率受影响更大。1 年期和 10 年期中债国债到期收益率分别由 1 月中的 2.29%和 3.11%分别上行 40bp 和 11bp 至 2 月 7 日的 2.69%和 3.22%。存单方面，1 年期存单发行利率上行至 3.1%，再次超过 MLF 利率。

二、货币政策立场：短暂“敲打”市场

经济基本面稳步回暖和信用环境边际改善构成货币政策边际微调的基础。宏观经济上，四季度 GDP 增速达到 6.5%，超过潜在增长水平，显示经济增长动能不断增强。具体而言，工业生产延续高景气度，出口保持强劲韧性，制造业投资趋于回暖，消费继续修复。1 月 PMI 虽受到疫情反复和就地过年政策的制约环比回落 0.6pct 至 51.3%，但仍继续处于扩张区间。信用环境上，央行在信用事件后较强的呵护意愿已带动 1 年期 AAA 中债企业债到期收益率由 11 月末的 3.52%回落至今年 1 月中旬的 2.98%。信用债融资恢复至正常水平，今年 1 月信用债净融资额达 6,247 亿，环比多增 5,677 亿，同比多增 3,061 亿。

本次调整意在“敲打”市场、避免形成单边宽松预期，并不意味着货币政策的大幅转向。一方面，央行对资金空转套利现象始终保持警惕。去年末至今年初，隔夜资金利率连续处于 1%下方，债市杠杆开始有所抬升，R001 日成交量逐步提升至 1 月 8 日 4.5 万亿的历史高位，显著高于 2019 年的平均水平 3.2 万亿。当市场利率大幅低于政策利率时，资金“脱实向虚”的风险相应上升，货币政策边际趋紧以引导资金价格回归合意区间，即政策利率附近。但资金面持续紧张后，非银面临大额赎回，被迫实现主动降杠杆，R001 日成交量已于 1 月末回落至 2 万亿附近。**另一方面，资产价格的持续上涨实际上已成为央行判断流动性过剩情况的预警/辅助指标。**股市方面，2020 年，上证综指全年涨幅达 13.9%。房地产方面，近期上海、深圳等热点区域的房价明显上涨。就此，货币政策委员会委员马骏于 1 月 26 日提出“有些领域的泡沫已经显现”。

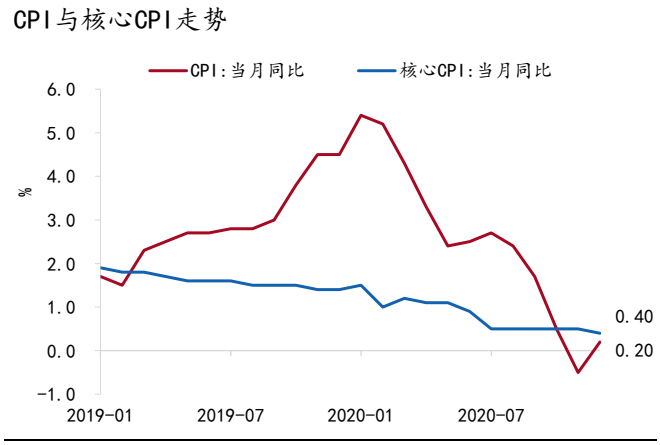
货币政策中长期的关注点仍在经济复苏与通胀水平，稳步回归中性的政策基调有望延续。主要支撑因素有三方面：

一是当前经济恢复的基础尚不牢固，货币政策不会“急转弯”。国际方面，海外疫情仍在持续蔓延，而疫苗接种进度尚不及预期，还面临着“宏观政策可持续性”、“金融市场风险”、“贸易保护主义”、“地缘政治风险”等不确定性。国内方面，近期局部地区疫情出现反复，叠加就地过年政策，可能对春节期间的居民消费构成小幅拖累；结构上，后疫情时代下小微企业的修复落后于大中企业，且小微企业的经营状况仍不稳定。

二是我国物价水平将处于温和通胀区间，对货币政策不会形成压力。2021 年全年 CPI 同比上涨 1.2%，较去年有所下降。猪肉价格仍是驱动 CPI 变化的主要因素，对整体价格施加下行压力，但反映有效需求的核心 CPI 将在服务消费回升的支撑下逐步上行；PPI 同比上涨 1.5%，较去年大幅上行，但仍处于温和区间，主要源于原油等大宗商品价格上涨带来的“输入型通胀”。

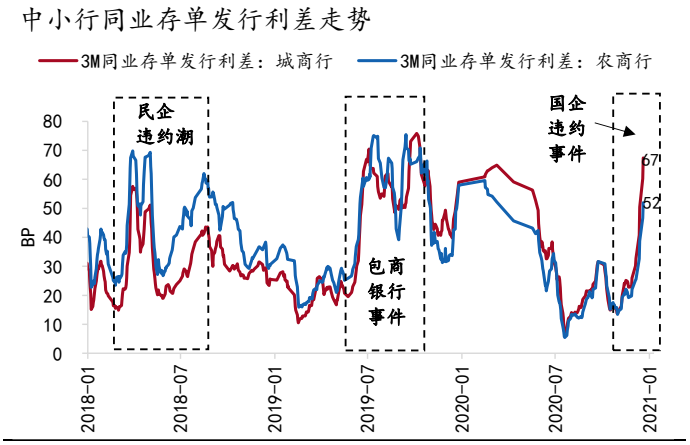
三是潜在的中小银行风险和信用风险值得警惕。一方面，目前城商行、农商行同业存单发行利差峰值已分别达 67bp、52bp，处于 2018 年以来的 98%和80%分位数水平，表明中小银行风险当前处于高位。另一方面，不良贷款上升等信用风险可能在延期还本付息政策到期后有所显现，同时需关注区域性金融风险。

图 3：当前核心 CPI 仍在持续下降



资料来源：Wind，招商银行研究院

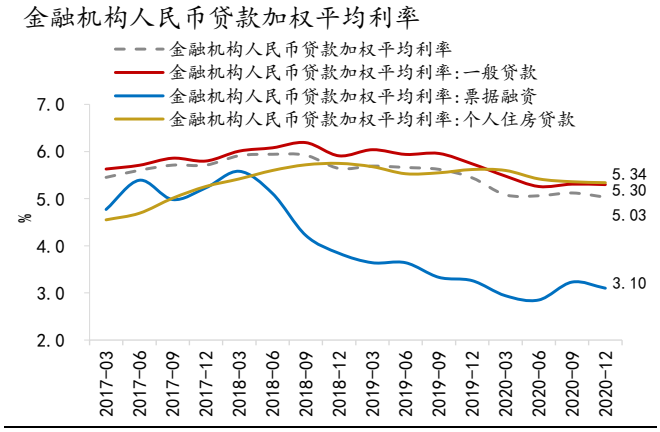
图 4：近期中小行与国有行发行利差走阔



资料来源：Wind，招商银行研究院

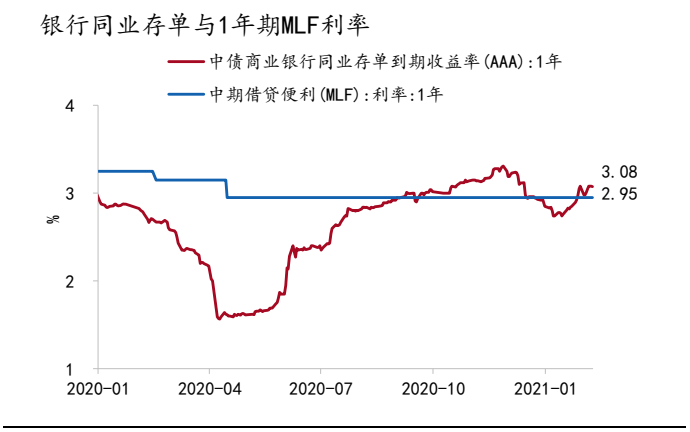
结合《四季度货币政策执行报告》来看，整体与中央经济工作会议的表述一致，指向“稳货币、稳信用”的政策基调有望延续。政策目标上，央行强调将以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，并将经济“保持在潜在产出附近”。“防风险”方面，央行关注金融科技监管问题、中小银行风险和居民杠杆率过快上升带来的风险。“降成本”方面，去年四季度一般贷款利率环比小幅下降 1bp 至 5.3%，未来随着企业信贷需求继续走强，大型企业贷款利率或保持稳定，小微企业贷款利率预计将继续下行。央行对“稳汇率”亦着墨较多，指向其对人民币快速升值持续保持关注。**政策操作上，**央行将更加注重操作的“灵活性”，指向货币政策在不确定形势下仍会保持相机抉择的空间。结构性货币政策将继续发力。同时，央行还将继续加强对不规范存款创新产品、结构性存款、异地存款的管理，并推动存款利率逐步市场化。

图 5：2020 年四季度实体经济融资成本微降



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 6：近期同业存单利率再度回到 MLF 利率上方



资料来源：Wind，招商银行研究院

未来观察货币政策立场，“价”比“量”更重要。央行将继续完善以OMO利率为短期政策利率、以MLF利率为中期政策利率的政策利率体系，并引导市场利率围绕政策利率波动。当市场利率与政策利率偏离较大时，央行将通过流动性的投放/回笼引导市场利率回到政策利率附近。实际上，自去年7月以来，DR007便回到7天逆回购利率附近；同业存单利率自9月以来也回到MLF利率附近。

三、资金面前瞻：维持紧平衡

经初步测算，2月跨节流动性缺口约为1.7-2.2万亿。一是预计2月银行存款环比增长规模约为1万亿，对应的缴准规模有限，约为1,000亿；二是就地过年政策或使现金需求相对往年减少，2月规模可能在1.0-1.5万亿左右；三是政府债券发行净融资量或偏低，对资金缺口的影响可忽略，主要是由于今年专项债提前批额度未按惯例提前下达，且今年全年新增专项债额度大概率低于去年3.75万亿的水平；四是春节后至2月末，还将有约3,600亿逆回购和2,000亿MLF到期，合计5,600亿。

考虑到普惠降准带来的增量资金有限，央行或将通过7天、14天逆回购投放和MLF续作适度对冲跨节资金缺口。普惠金融定向降准方面，2020年央行对部分股份行额外定向降准1个百分点[1]，释放了1,500亿元常规考核之外的增量资金，但今年这一定向支持或难延续。MLF方面，2月18号有较大概率通过MLF对冲OMO到期资金。

前瞻地看，随着货币政策稳步回归常态，预计节后资金面将继续维持紧平衡状态。2月以来，央行重回OMO净投放状态，资金面压力已有所缓和，市场情绪逐步稳定。截至2月8日，DR001由1月末的3.33%快速回落至1.89%，DR007由3.16%降至2.35%，逐步向政策利率靠拢。**价格型调控上，**当前MLF加息或降息的概率均较低，一季度MLF利率大概率保持不变。**随着隔夜资金利率中枢上移，1.5%以下的隔夜或不再常见。数量型调控上，**由于今年财政存款的波动可能会减小、外汇占款的影响趋于弱化，资金面表现将主要取决于央行基础货币投放。结合一季度应再无降准，央行更倾向于通过OMO/MLF弥补商业银行短期/中长期资金缺口，引导市场利率围绕政策利率运行。

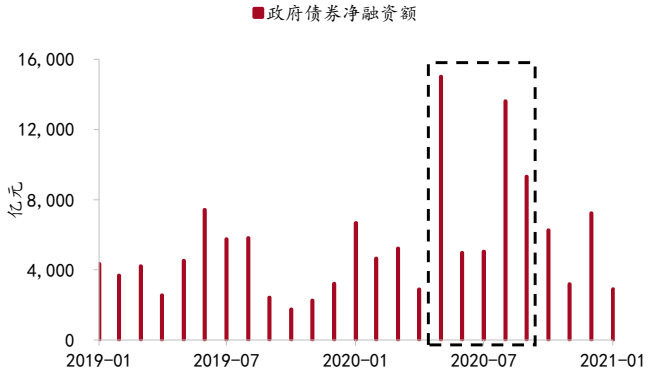
节奏上，预计春节后至一季度末资金利率中枢或将继续维持在略高于政策利率的水平，二季度资金面总体仍将以稳为主、波动率下降。需要关注的是，二季度将迎来地方债的大量发行，不同于2020年相对充裕的流动性格局，今年地方债发行期间，货币政策协调配合以保持流动性稳定的必要性上升。政策

[1] 2020年，针对仅符合第一档条件的股份行，即2019年度普惠金融领域贷款增量（或余额）占全部人民币贷款增量（或余额）的比例达1.5%，本来只有0.5个百分点的准备金率优惠，但享受额外降准后，准备金率优惠与符合第二档条件的银行（普惠业务占比达10%）一样，为1.5个百分点。

操作上，MLF 的重要性进一步上升。考虑到去年上半年 MLF 呈缩量态势，即今年同期 MLF 到期量均会较低，MLF 或存在一定的增量空间。

图 7：2019-2020 年政府债券发行高峰始于二季度

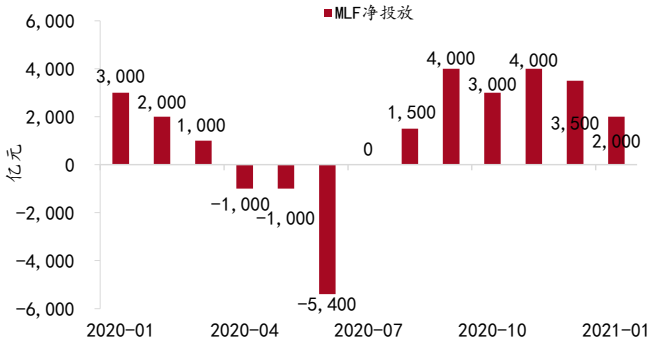
政府债券净融资额情况



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 8：2020 年 MLF 净投放先降后升

央行MLF净投放



资料来源：Wind，招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085

更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇