粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略】从银行间流动性到资金紧平衡的思考

2021 年 02 月 05 日

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

研究助理：吴晓媛

近期报告

《【粤开策略流动性专题】北上依旧持续加码，节前流动性不悲观》2021-02-02

《半导体产业政策梳理及展望》2021-02-03

《【粤开策略解盘】节前如何布局-0203》2021-02-03

《【粤开策略解盘】持股还是持币过节-0204》2021-02-04

《【粤开策略专题】白色家电行业分析及“十四五”规划前瞻建议》2021-02-04

投资要点

一、基于银行、机构的角度解读银行间流动性趋紧

上周银行间的短期流动性为何突然趋紧，基于银行短期可拆借资金的供需两端，我们分别对银行、机构进行分析。

从银行的资金来源观察，银行资金来源承压。首先是部分季节性资金干扰因素。季初是缴税大月，1 月 20 日纳税申报截止后，银行存款部分转移至财政存款。临近春节，尽管提倡就地过年，居民现金需求仍会对资金面形成扰动。

资本市场开年行情进一步吸引居民财富搬家。开年股票市场受基本面和相对宽松的货币环境共同催化。与此同时，监管对商业银行房地产贷款集中度的限制要求，将个人住房按揭贷款也纳入监管，使得部分投资者的目光从地产转向其他资产。

银行的结构性存款规模压降、收益率下行趋势下，叠加互联网存款、异地存款监管加强，银行揽存压力较大。

从银行的资金投向看，年初放贷高峰使得资金部分投向实体，并增加法定存款准备金使得银行资金部分受限。

另一个通过准备金要求使得银行资金受限的因素是换汇需求的上升。2020 年 12 月，银行代客结售汇顺差飙升至 652.19 亿元，而外汇占款出现反方向背离。2020 年出口保持韧性、出口强于进口支撑经常项目盈余，2021 年 1 月，人民币汇率进一步升值突破 6.4 大关，人民币升值预期和节前资金需求等因素促使企业换汇需求增加。

从机构的角度考量，机构为何“缺钱”呢？一是打破刚兑后的相对宽松环境，叠加资本市场相对景气，机构的杠杆又有所抬升。

二是机构的市场情绪在多因素刺激下更加敏感。股、债、汇共同景气，经济基本面向好但结构上仍存不平衡，因此机构市场情绪高昂但却敏感，前期机构对于央行不急转弯的预期偏于乐观，并且往年央行通常再春节前半个月开始加大投放流动性抵御年初缴税、春节前现金需求冲击，年底财政支出也会对流动性起到一定支撑。但是上周一央行零投放打破了市场的预期，接连的净回笼叠加马骏的演讲使得市场情绪从偏乐观迅速转向偏悲观。

二、从银行间流动性到资金紧平衡的思考

随着经济稳步复苏，货币政策将“防风险”放在更加重要的位置。20 年底中央经济工作会议也强调“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”。**因此，坚持房地产市场调控，把握总体货币供应和银行信贷额度，防范金融市场过热和杠杆高增，维持财政合理运转，均是央行的考量。**

央行对于流动性的呵护不仅限于银行间市场，值得注意的是，部分短期影响银行间流动性的指标实际上增加了企业和居民的流动性。

此次银行间流动性趋紧，在央行稳杠杆的意图外，可能部分有央行低估了“就地过年”政策后的居民现金需求、高估了“财政支出”年底投放对流动性支撑等因素的影响。

此次银行间流动性趋紧也折射出资金紧平衡和结构性流动性短缺下，金融机构的资金管理弹性有待加强。结构性流动性短缺的货币政策操作框架指，在维持适当的法定存款准备金率水平下，即可实现准备金供求基本平衡但小额短缺的流动性管理框架，央行处于主动地位，通过每日的公开市场操作提供流动性并培育政策利率。**结构性流动性短缺框架，叠加财政压力加大、防范金融风险，整个资金市场“紧平衡”特征凸显。通过外汇占款等因素被动获得流动性盈余，使得货币政策传导效率大打折扣。因此结构性流动性短缺框架延伸出来，一是央行减少对外汇市场的干预，二是商业银行保持较少的超额准备金，即保持较低的超储率。在较低超储率的情况下，商业银行等金融机构更加依赖央行的流动性管理，同时需要增强资金管理的弹性。此次流动性趋紧，折射出金融机构对于紧平衡和结构性流动性短缺的认知不充分，资金管理弹性有待加强。**

2021 年整体货币政策预计继续回归常态化，考虑到“稳增长”和“促就业”的货币政策目标，央行仍会在定向领域保持结构性宽松，货币政策保持有序退出。

风险提示：政策预测不如预期

目 录

一、基于银行、机构的角度解读银行间流动性趋紧 4
二、从银行间流动性到资金紧平衡的思考 6

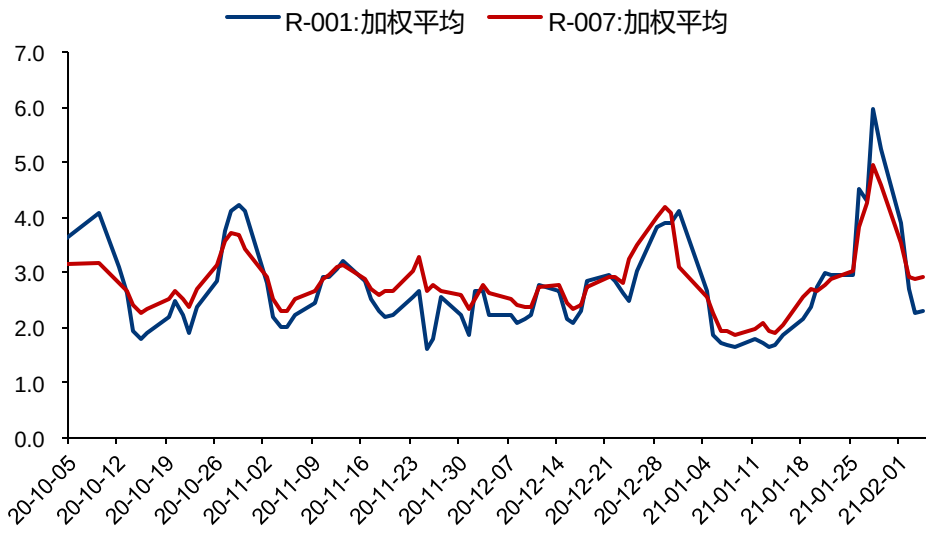
图表目录

图表 1： 1 月 28 日 R001 和 R007 飙至高位 4
图表 2： 银行代客结售汇顺差和外汇占款的背离（亿元） 5
图表 3： 银行间质押回购 1 月又现高峰（亿元） 6

一、基于银行、机构的角度解读银行间流动性趋紧

上周一，央行公开市场操作零投放，资金面开始趋紧，1 月 26 日周二，央行净回笼 780 亿元，叠加货币政策委员会委员马骏关于货币政策不转向将带来经济、金融风险的发言，资金全天收紧，R001 和 R007 加权平均当天分别从 2.95%、3.03%飙升至 4.53%、3.81%。上周三、周四央行继续净回笼 1000、1500 亿元，R001 和 R007 加权平均继续升至 5.99%、4.94%。上周五央行净投放 980 亿元，但是 R001 和 R007 仍在 5.23%、4.60%的高位。本周随着央行连续开展逆回购，市场利率逐步回落。

图表1：1 月 28 日 R001 和 R007 飙至高位



资料来源：wind、粤开证券研究院

银行间的短期流动性为何突然趋紧，基于银行短期可拆借资金的供需两端，我们分别对银行、机构进行分析。

从银行的资金来源观察，银行资金来源承压。首先是部分季节性资金干扰因素。季初是缴税大月，1 月 20 日纳税申报截止后，银行存款部分转移至财政存款。临近春节，尽管提倡就地过年，居民现金需求仍会对资金面形成扰动。

资本市场开年行情进一步吸引居民财富搬家。开年股票市场受基本面和相对宽松的货币环境共同催化，信用债市场打破刚兑后，央行短期加大流动性释放稳定市场情绪，在 20 年 11 月超预期 2 次投放 MLF，11 月、12 月分别投放 1 万亿、9500 亿元的 MLF，20 年底中央经济工作会议加强了市场对于货币政策“不急转弯“的预期，同时经济基本面延续修复，形成了对资本市场的支撑。**与此同时，监管对商业银行房地产贷款集中度的限制要求，将个人住房按揭贷款也纳入监管，使得部分投资者的目光从地产转向其他资产。**“三道红线”出台后，地产企业的外源融资受到一定的限制，为此，地产企业加大新开工和销售的力度回笼资金。而房地产贷款集中度政策出台后，不仅对房地产行业贷款提出要求，还将个人住房按揭贷款包括在内，进一步对于地产销售形成限制，驱使部分投资者目光转移。

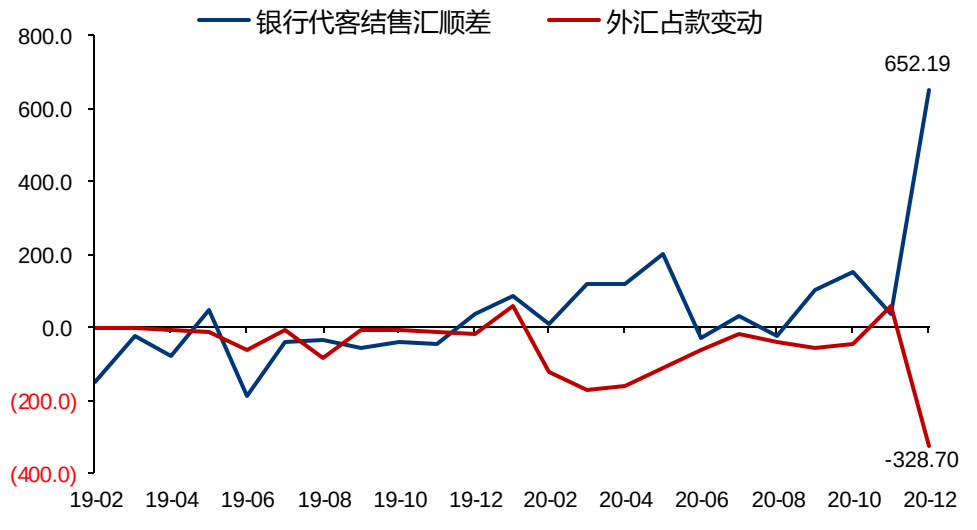
银行的结构性存款规模压降、收益率下行趋势下，叠加互联网存款、异地存款监管加强，银行揽存压力较大。从 2019 年 10 月《关于进一步规范商业银行结构性存款业务

的通知》 “新老划断”和 12 月过渡期的政策安排，到 20 年 6 月为打击企业利用疫情期间较低贷款利率空转套利，银保监会窗口指导股份制银行结构性存款在 20 年底压降至年初规模的 2/3，银行结构性存款不断承压。截止 20 年底，银行结构性存款规模减少了 1.02 万亿至 6.44 万亿元，基本完成 2/3 压降目标。根据融 360 大数据研究院的数据，20 年 12 月结构性存款的平均预期最高收益率从 20 年 3 月超过 5%的水平，下降至 3.6%。虽然结构性存款压降压力边际趋缓，但结构性存款净值型转换压力、收益率下行趋势仍会增大银行的揽存压力。同时，1 月监管加强了对互联网存款、异地存款等的规范要求，并就《商业银行负债质量管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，防范金融风险，银行负债端进一步承压。

从银行的资金投向看，年初放贷高峰使得资金部分投向实体，并增加法定存款准备金使得银行资金部分受限。经济持续复苏，实体融资需求不断提升，叠加银行加大开门红力度，预计年初与去年底相比，形成较大的放贷规模，企业获取资金后，一部分用于生产投资，虽然长期企业生产投资的资金大部分仍会转回银行体系，成为其他企业个人在银行的存款，但短期仍可能形成一定的缺口。另一部分未使用的贷款则沉淀为该企业在银行的存款，法定存款准备金的要求则会使得银行资金部分受限。

另一个通过准备金要求使得银行资金受限的因素是换汇需求的上升。2020 年 12 月，银行代客结售汇顺差飙升至 652.19 亿元，而央行遵循 2020 三季度货币政策报告中的“人民币汇率形成机制改革将继续坚持市场化方向，退出常态化干预”，外汇占款甚至出现反方向背离。商业银行的外汇增加，如果客户换汇后仍将人民币资金存在银行，同样会增加相应的法定存款准备金。2020 年出口保持韧性、出口强于进口支撑经常项目盈余，2021 年 1 月，人民币汇率进一步升值突破 6.4 大关，人民币升值预期和节前资金需求等因素促使企业换汇需求增加。

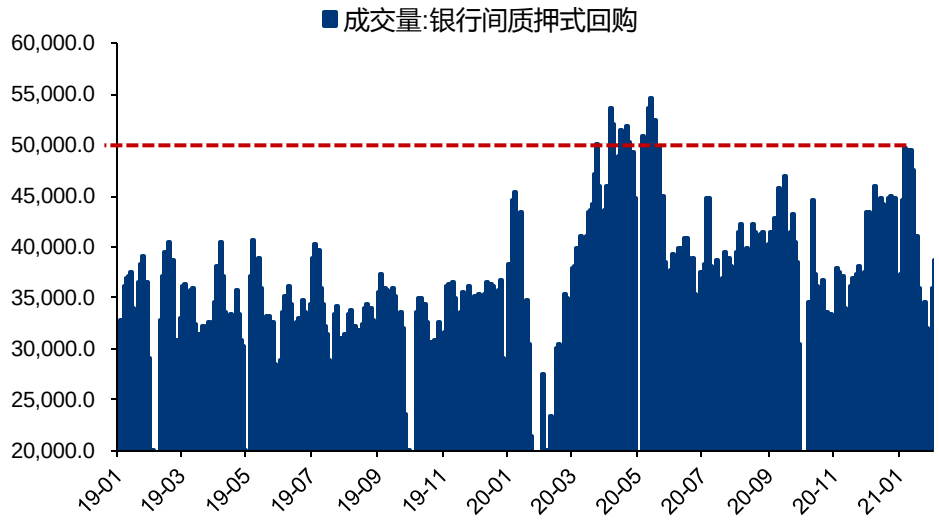
图表2：银行代客结售汇顺差和外汇占款的背离（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

从机构的角度考量，机构为何“缺钱”呢？一是打破刚兑后的相对宽松环境，叠加资本市场相对景气，机构的杠杆又有所抬升。1 月银行间质押回购又现小高峰，峰值接近 5 万亿元，仅次于去年 4-5 月的高位。

图表3：银行间质押回购 1 月又现高峰（亿元）



资料来源：wind、粤开证券研究院

二是机构的市场情绪在多因素刺激下更加敏感。股、债、汇共同景气，经济基本面向好但结构上仍存不平衡，因此机构市场情绪高昂但却敏感，前期机构对于央行不急转弯的预期偏于乐观，并且往年央行通常再春节前半个月开始加大投放流动性抵御年初缴税、春节前现金需求冲击，年底财政支出也会对流动性起到一定支撑。但是上周一央行零投放打破了市场的预期，接连的净回笼叠加货币政策委员会委员马骏的演讲使得市场情绪从偏乐观迅速转向偏悲观。

二、从银行间流动性到资金紧平衡的思考

随着经济稳步复苏，货币政策将“防风险”放在更加重要的位置。2020 年三季度实体经济部门（政府+居民+非金融企业）杠杆率较去年末上升了 25 个百分点，而 2017-2019 年全年分别上升 2.4、下降 1.9，上升 6.1 个百分点。20 年三季度货币政策执行报告，再提“货币供应总闸门”，货币供应量和社会融资规模同反映潜在产出的名义 GDP 增速基本匹配，“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定”“，20 年底中央经济工作会议也强调**“保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系”。因此，坚持房地产市场调控，把握总体货币供应和银行信贷额度，防范金融市场过热和杠杆高增，维持财政合理运转，均是央行的考量。**

央行对于流动性的呵护不仅限于银行间市场，值得注意的是，部分短期影响银行间流动性的指标实际上增加了企业和居民的流动性。比如贷款增加和换汇需求增加，虽然增加存款准备金，占用银行的资金，但是资金流向企业和居民，并会产生一定的乘数效应，实际上增加了总量流动性。

此次银行间流动性趋紧，在央行稳杠杆的意图外，可能部分有央行低估了“就地过年”政策后的居民现金需求、高估了“财政支出”年底投放对流动性支撑等因素的影响，央行在 1 月 27 日-29 日的公开市场公告中均表示了“临近月末财政支出大幅增加”。

此次银行间流动性趋紧也折射出资金紧平衡和结构性流动性短缺下，金融机构的资金管理弹性有待加强。结构性流动性短缺的货币政策操作框架指，在维持适当的法定存款准备金率水平下，即可实现准备金供求基本平衡但小额短缺的流动性管理框架，央行处于主动地位，通过每日的公开市场操作提供流动性并培育政策利率。**结构性流动性短缺框架，叠加财政压力加大、防范金融风险，整个资金市场“紧平衡”特征凸显。通过外汇占款等因素被动获得流动性盈余，使得货币政策传导效率大打折扣。因此结构性流动性短缺框架延伸出来，一是央行减少对外汇市场的干预，二是商业银行保持较少的超额准备金，即保持较低的超储率。在较低超储率的情况下，商业银行等金融机构更加依赖央行的流动性管理，同时需要增强资金管理的弹性。此次流动性趋紧，折射出金融机构对于紧平衡和结构性流动性短缺的认知不充分，资金管理弹性有待加强。**

2021 年整体货币政策预计继续回归常态化，考虑到“稳增长”和“促就业”的货币政策目标，央行仍会在定向领域保持结构性宽松，货币政策保持有序退出。当前的经济结构仍未均衡，中小企业的恢复较慢，就业仍有待提升，因此央行仍会保持如中小企业、农业企业、绿色金融等领域的结构性货币宽松，保持货币政策的“灵活精准、合理适度”。**金融机构和市场投资者应意识到，货币政策不急转弯但整体保持紧平衡的态势，保持杠杆的合理适度，加强资金管理弹性，同时，货币政策不会急速转向，投资者不必过于悲观。**

分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任高级策略分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com