浦銀國際
SPDB INTERNATIONAL

“钱荒”之后

林琰
宏观分析师 | 研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

2021 年 2 月 4 日

新年伊始，资金面紧张导致短端利率突破近三年中枢并大幅上行，“钱荒”甚嚣尘上。

我们认为，此次“钱荒”发生的主要原因如下：1）央行在 1 月份通过**“缩量”逆回购**的方式收紧流动性，对冲财政支出投放的同时，纠正市场对流动性的过度乐观，给资本市场乐观情绪降温；2）出口延续了高增长，贸易顺差创历史记录，恰逢春节前企业结汇需求增加，**结售汇飙升**导致银行间人民币流动性临时收紧；3）**“北水南下”**创历史新高也对银行间流动性收紧起到了推动作用。

我们认为“钱荒”不会持续：短期来看，不论是“春节效应”还是利率债融资，都不会导致流动性过度紧张。“就地过年”的政策指导下，春节期间旅行人数将大幅减少，因此居民现金需求将是相对可控的。另外，我们预计 3 月全国“两会”之前利率债的供应量较低，全年国债发行也会比去年明显减少，因此对流动性影响较小。相比 2013 年“钱荒”和 2016 年“债灾”时期，此次的流动性紧张程度甚微，对金融市场和实体经济的影响有限，而且整个政策和宏观背景也比前两次“钱荒”乐观。

纵然“钱荒”不会持续，**我们认为货币政策正常化依然会是今年的大趋势，但并不会影响实体经济的复苏：**疫情后，中国经济的复苏是由出口拉动，而非流动性主导。出口带动下，制造业平稳健康发展，产能利用率显著回升，因此流动性边际退出的影响有限。此外，消费的复苏也不受流动性收紧的影响，而是更多依赖疫情期间转化的额外储蓄作为支撑。

长期来看，中国将摆脱由投资主导的经济增长，转向由生产力、创新和技术进步带动的高质量增长。在“十四五”规划中，经济增长将不再着重强调 GDP 目标，为了配合健康可持续性的发展，央行的长期目标也将以稳定宏观杠杆为主。加上国内国际双循环和金融市场的改革开放，我们认为汇率在货币政策中的重要性也将提高。**中国经济对流动性的依赖必将逐渐减少。**

相关报告：

《12 月中国宏观数据点评——制造业弯道超车，消费引擎可期》（2021-01-19）

《12 月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》（2021-01-15）

《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》（2020-12-08）

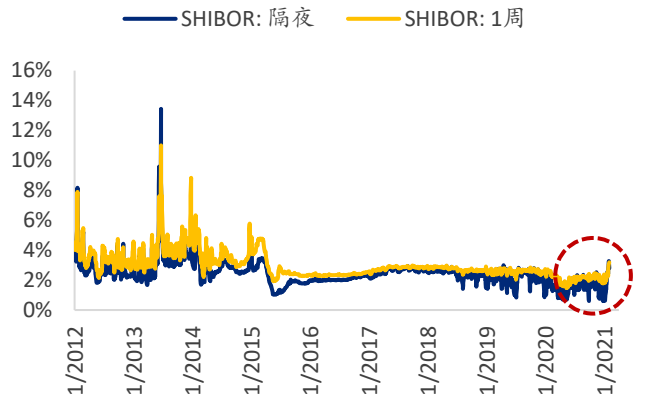
《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》（2020-12-08）

本研究报告由浦银国际证券有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

“钱荒”为何出现？

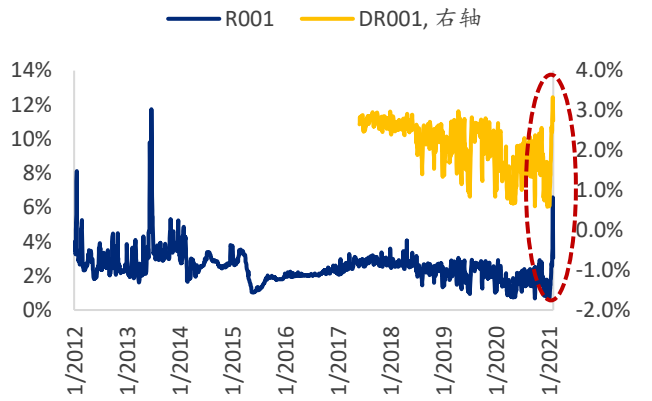
新年伊始，银行间市场资金利率出现大幅上行，短端利率突破了近三年的中枢，使得市场担心货币政策拐点已经来临。具体来看，1 月份资金利率处于明显上行通道，隔夜上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）、1 周 SHIBOR、银行间市场隔夜回购利率（R001）、存款类机构隔夜回购利率（DR001）、R007、DR007 分别大幅上行 218.9、69.0、513.4、223.4、179.9 和 70.2 个基点，其中 DR001 和 DR007 在 1 月 29 日分别收报 3.33%和 3.16%，凸显了银行间流动性紧张，“钱荒潮”再度来袭。

图表 1：SHIBOR 系列今年 1 月持续上升



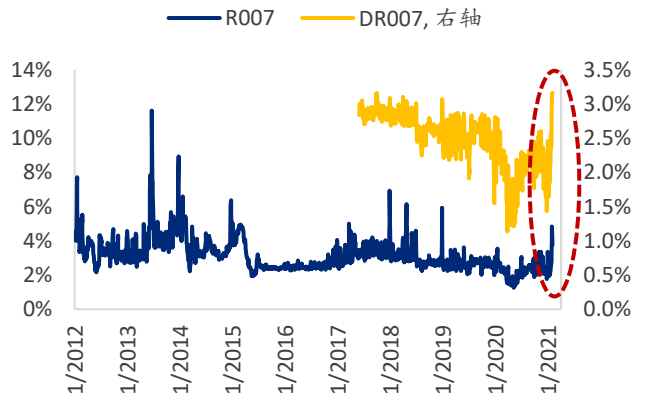
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 2：R001 和 DR001 上升幅度较大



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 3：R007 先升后降，DR007 升至历史高位

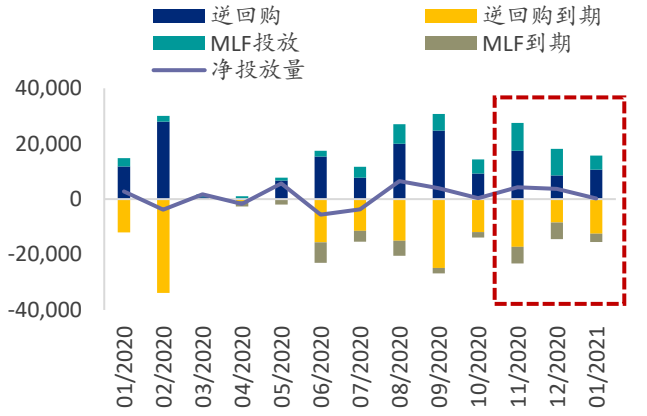


资料来源：CEIC，浦银国际

央行减少货币投放量是此次“钱荒”发生的主要原因。由于新增财政存款、银行缴准、货币政策工具到期等因素，叠加春节期间居民提款增加的影响，市场原本预计中国央行将在新年伊始进行流动性呵护，缓解银行间流动性压力。但现实是，央行 1 月份在公开市场的货币净投放量出现断崖式下跌。

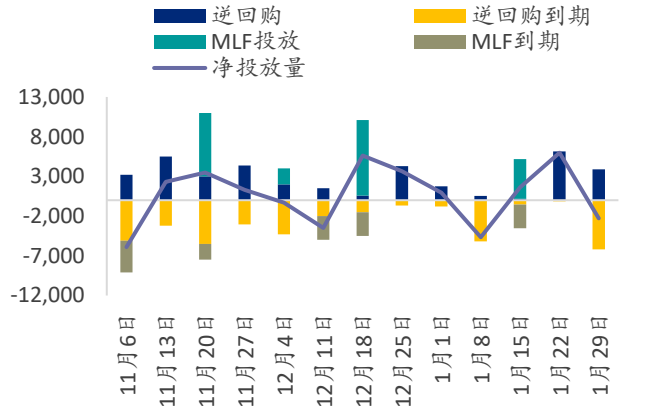
相较于去年 11 月和 12 月净投放资金分别达到 4,300 亿元和 3,700 亿元，央行 1 月仅向市场投放 240 亿元，导致市场陷入短期“钱荒”。其中，央行在 1 月 15 日仅续作 5,000 亿元的中期借贷便利操作（MLF），规模远低于 2020 年 11 月（8,000 亿元）和 12 月（11,500 亿元）。1 月，央行通过逆回购投放资金 10,690 亿元，月内逆回购到期 12,450 亿元，净回笼资金 1,760 亿元。

图表 4： 2020 年至今公开市场操作与到期情况（月度，亿元）



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 5：去年 11 月至今公开市场操作与到期情况（周度，亿元）



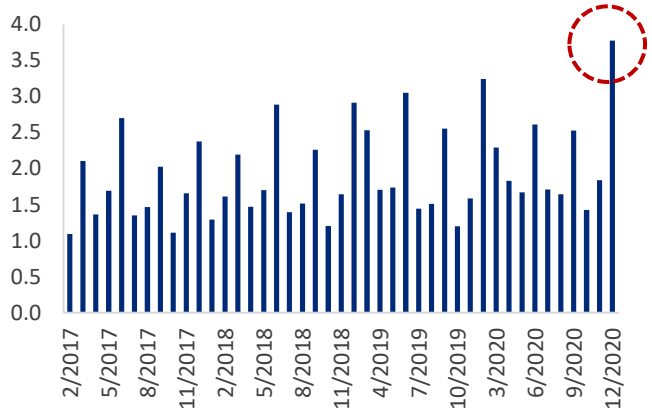
资料来源：Wind，浦银国际

在 1 月 27 日至 29 日的公开市场操作公告中，央行对逆回购“缩量”给出了解释，即对冲月末财政支出的大幅增加。去年 12 月，财政支出总计约 3.8 万亿元，创历史新高，同比增长约 0.6 万亿元。今年 1 月的财政支出预计将高于过往同期水平，央行通过逆回购“缩量”对冲财政支出投放，防止流动性过剩。

此外，我们认为央行“缩量”间接纠正了市场对流动性的过度乐观。为平抑“永煤”事件后信用债市场的紧缩，央行在去年 12 月超预期开展 9,500 亿元 MLF，创单次历史记录。此外，中央经济工作会议提出货币政策“不急转弯”的说法，这可能让市场误认为流动性会一直保持宽松，从而引发了今年 1 月初的股市和房地产过热。因此，央行在 1 月份用逆回购“缩量”的方式来给市场降温，显示出央行实施货币政策正常化的决心。

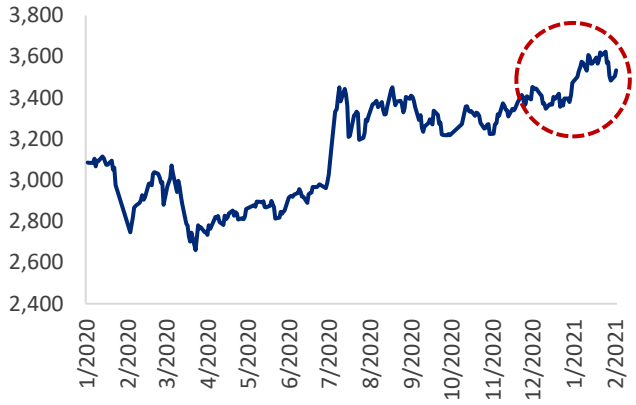
2 月始，央行公开操作并没有发出明显的政策信号，2 月 1 日至 2 日净投放共计 1,760 亿元，2 月 3 日净回笼 800 亿元，2 月 4 日逆回购全额冲销了当日的到期值，净投放为零。

图表 6：2020 年末财政支出（万亿元）创新高



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 7：2021 年初上证指数涨幅显著



资料来源：FactSet，浦银国际

除了央行减少货币投放量的因素，结售汇飙升、“北水南下”也对银行间流动性收紧起到了推动作用。

2020 年 12 月，出口延续了高增长，贸易顺差创历史记录（详情请见《12 月中国宏观数据点评——社融见顶及通胀短期回升不影响复苏势头，尤其是制造业》）。贸易顺差持续扩大增加了外贸企业的外汇收入，恰逢春节前企业结汇需求增加以支付薪金、奖金和供应商结算，导致了银行代客结售汇飙升。去年 12 月净结汇规模已攀升至 2014 年以来的最高水平，达到 652.2 亿美元。结售汇飙升导致银行间人民币流动性收紧，从而推动资金利率大幅上行。但考虑到兑换的人民币最终仍将回流银行，结售汇造成的流动性压力将会是短暂、且不可持续的。

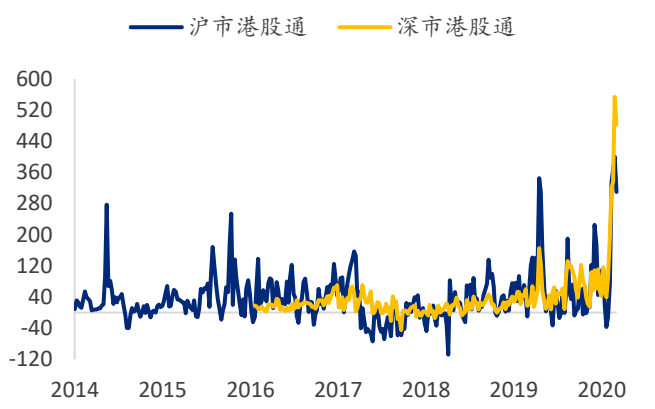
1 月，资金大规模南下，沪、深两市港股通净买入额飙升，达到历史高位。其中，沪市港股通净买入合计 1,179.5 亿元，显著高于 11 月的 299.0 亿元和 12 月的 112.4 亿元；深市港股通净买入合计 1,415.7 亿元，同样显著高于 11 月（240.7 亿元）和 12 月（395.0 亿元）。“北水南下”抽走了银行间的部分流动性，间接推高了资金利率。南下资金趋势较难预测，短期内可能保持在高位，正如我们在年度策略展望（《2021 年中国股市策略展望：先上后下，配置下沉》）的判断，在报告中我们强调了 2021 年“港股比 A 股好”这一判断。

图表 8：2020 年末银行代客结售汇差额（亿美元）飙升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 9：今年 1 月南下资金净买入（亿元）创新高



资料来源：CEIC，浦银国际

- **相较 2013 年和 2016 年，此次“钱荒”程度如何？**

相比 2013 年“钱荒”和 2016 年“债灾”时期，今年 1 月的流动性紧张程度甚微。

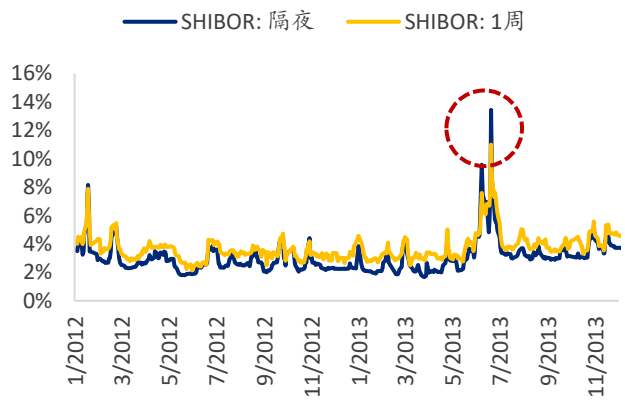
2013 年 6 月，在政策层面的因素（银监会出台规范商业银行理财业务的文件），资本回流的因素（美联储退出 QE 日渐明朗），以及时点性和情绪性的因素的综合作用下，隔夜 SHIBOR 在三天内飙升 495.8 个基点，甚至引发交易延迟。相比之下，此次资金利率的整体上升幅度较小，因此的流动性紧张程度远低于 2013 年“钱荒”时期。

2016 年四季度，债券市场掀起一轮违约潮，叠加央行收紧流动性以及美联储加息的影响，R007 经历多次快速、大幅度上涨，对市场的流动性造成显著的扰动。而此次资金利率上升较稳定，并非频繁发生且影响较短，1 月下旬 R007 已开始回落。

同时，政策和宏观背景也不一样。2013 年是经过了一段货币政策紧缩期后，2010 至 2012 年央行总共加息 5 次，所以经济还受着影响，国内 M2 增长从 2013 年 4 月的高点（16.1%）降到 2013 年底的 13.6%。另外，外围经济也受到各国退出宽松货币政策的打击，从而令中国的出口增长从 2013 年年中开始大幅放缓。2016 年的宏观背景也很严峻，“去杠杆”让 M2 增速从 2016 年初的 14.0%掉到年底的 11.3%，而出口更是负增长，可以说 2016 年是内忧外患的一年。

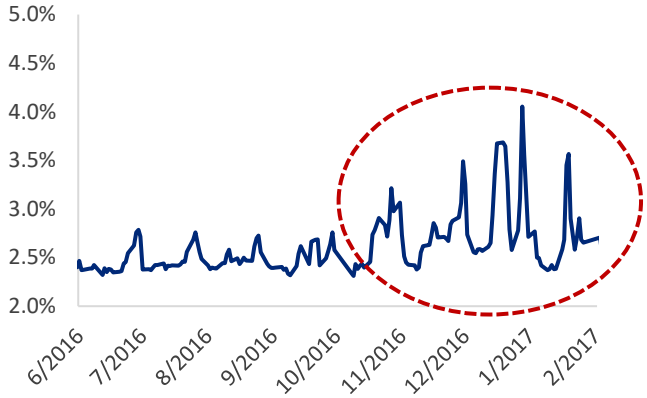
相较于前两次的“钱荒”，2021 年的宏观背景要乐观很多，虽然我们预计 M2 增速也会随着货币政策正常化而放缓，可是由于本身基数并不高，我们估计 M2 增速会从 2020 年底的 10.1%减慢到今年年底的 8.5%。另外，今年的经济增长动力将会是由制造业和消费双引擎带动（详情请见《2021 年宏观经济展望：重整旗鼓，胜负已定》），企业利润将保持健康，出口贸易顺差也会提高整个经济的资金量，所以我们认为这次的“钱荒”将是短暂的。

图表 10：2013 年 6 月 SHIBOR 短时间内飙升



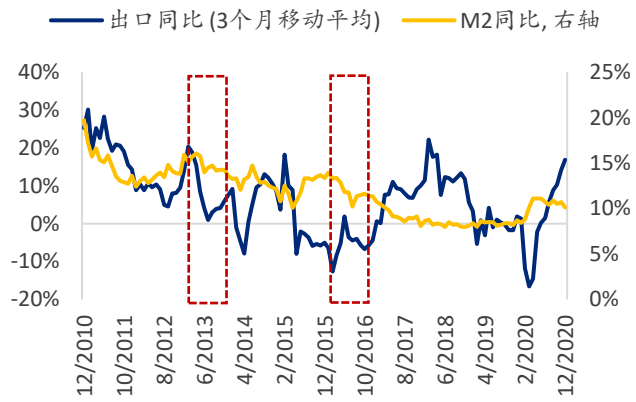
资料来源：CEIC，浦银国际

图表 11：2016 年四季度 R007 经历多次快速上升



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 12：2021 年的宏观基本面比前两次“钱荒”乐观



注：红框分别为 2013 年和 2016 年　　资料来源：CEIC，浦银国际

• “钱荒”会不会影响经济复苏？

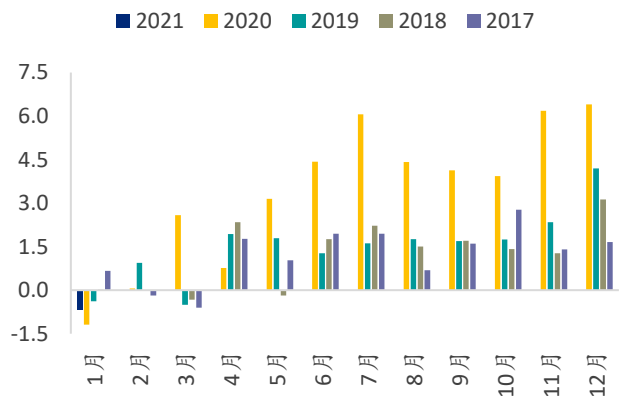
短期流动性展望

短期来看，不论是“春节效应”还是利率债融资，都不会导致流动性过度紧张。

“就地过年”的政策指导下，居民春节期间的现金需求是可控的。根据交通运输部的估算，今年春运期间预计将发送旅客 11.52 亿人次左右，同比下降 20%，比 2019 年同期下降 60%。因此，居民对通过商业银行提取资金的需求不会出现意外激增。尽管如此，中国央行仍然拥有多种政策工具，可以用来满足节日期间的流动性需求。按照以往的经验，央行将会通过续作 MLF、开展“7+14”天逆回购组合的方式，满足市场短期的资金需求，保持流动性合理充裕。

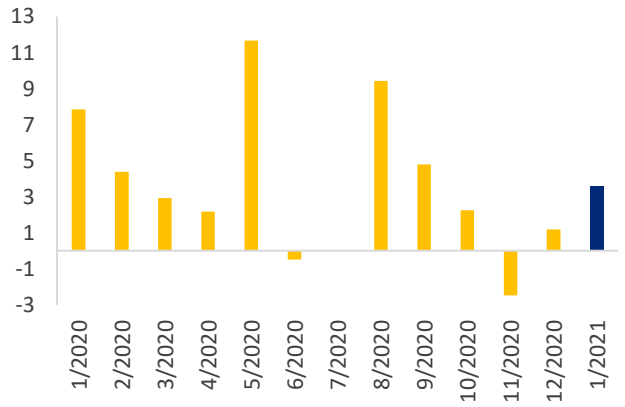
利率债的供应量较低，对流动性影响较小。除了去年受疫情影响，每年一季度是中央政府债券发行的淡季，今年 1 月中央政府债券净融资额为负（-679 亿元）。地方政府债方面，今年 1 月净融资 3,593 亿元，同比大幅减少 4,258 亿元。对于年初政府债券发行异常平静的情况，我们认为可能的原因是，局部疫情的反弹影响项目进度、以及缺乏有吸引力的投资项目。我们预计，可能要等到 3 月全国“两会”才有今年明确的发债方向，因此利率债的发行短期内将不会激增，从而不太可能出现利率债供应增加所导致的流动性压力。

图表 13：今年 1 月中央政府债券（千亿元）净融资额为负



资料来源：Wind，浦银国际

图表 14：今年 1 月地方政府债（千亿元）融资同比明显下降



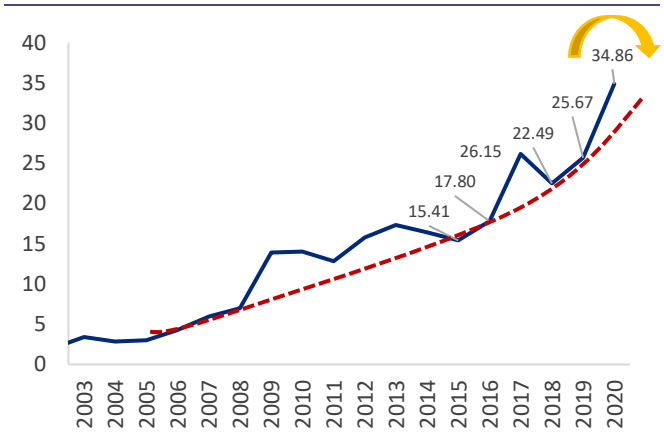
资料来源：Wind，浦银国际

整年展望，随着疫情受到控制，特别国债的发行需求将大幅降低甚至大概率是不需要的，只是这一项就已经可能让今年的国债发行比去年少 1 万亿元。另外，经济增速回归正常轨道后，财政赤字也需要相应减少，所以今年受利率债发行的流动性波动将会比去年明显降低。

中长期流动性展望

流动性的边际收窄符合今年的货币政策大方向，中国的货币政策将逐步回归正常化。虽然当前已经过了流动性最充裕的时期，但我们认为货币政策将不会出现“急转弯”，毕竟新冠疫情尚未完全结束，尤其是考虑到疫情的反弹仍将对中小企业产生显著的负面影响。我们预计，温和的货币紧缩政策最快也要在 2021 年下半年出台；相比去年央行为应对疫情而向市场紧急注入流动性，今年上半年的货币环境将在同比基础上自动恢复正常。

图表 15：2020 年新增社融（万亿元）增长显著



资料来源：CEIC，浦银国际

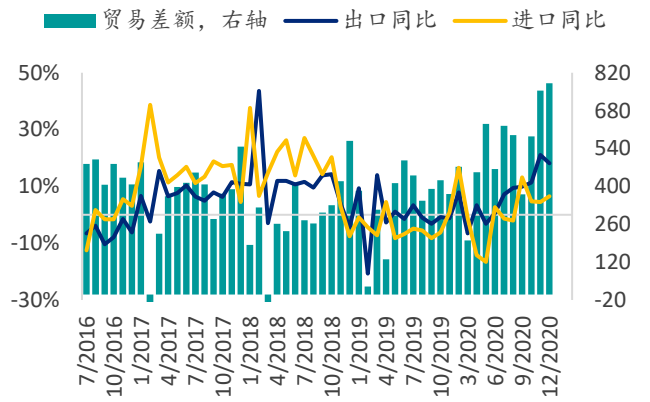
即将到来的货币政策正常化可能会影响股市和房地产的过热市场情绪，但并不会影响实体经济的复苏。

首先，后疫情的中国经济复苏是由出口拉动，而非流动性主导。在 2021 年宏观展望报告中，我们阐述了制造业竞争力和韧性的提高，使得中国出口在全球市场份额持续增长，并在 2Q20 达到历史高点 16.7%。出口拉动下，中国 4Q20 的 GDP 增速已恢复至疫情前的水平，这与其他经济体流动性主导的复苏是不同的。

其次，制造业正处于健康状态，流动性边际退出的影响有限。在出口的带动下，制造业平稳健康发展，工业生产效率高，4Q20 的工业产能利用率已回升至历史高点（78%），相对上一次 2016 年的流动性紧缩，工业产能利用率在低点 72%。因此，流动性的边际退出将不会对制造业造成显著影响，这与 2016 年社融下降对经济造成冲击的情况不同。

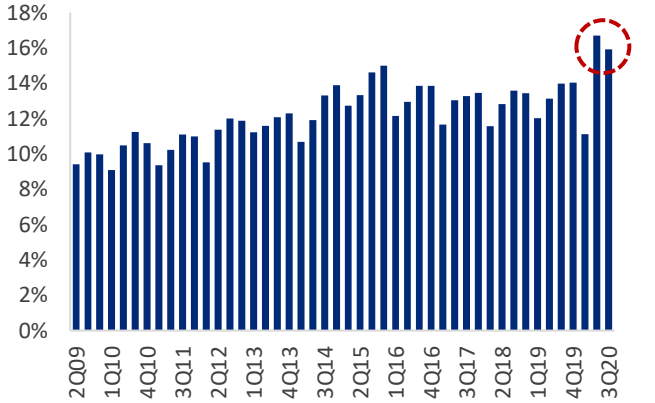
最后，消费的复苏受流动性影响有限，更多的是依赖额外储蓄的支持。此前，我们估算 2020 年疫情所导致的额外储蓄约为 3.59 万亿元，约占 2020 年 GDP 的 3.53%（详情请见《12 月中国宏观数据点评——制造业弯道超车，消费引擎可期》）。目前，我们认为这些额外储蓄中的一部分有可能流入了资本市场，而非实际消费，这也导致了年初股市和房地产市场的短暂过热。在货币政策逐渐回归正常的过程中，资本市场情绪将有所降温，叠加疫情的影响有望在今年晚些时候逐渐消退，额外储蓄在消费信心回升的带动下将转化为实际的消费。城乡经济的崛起也是中长期消费展望中不可忽略的动力。

图表 16：进出口与贸易差额（亿美元）



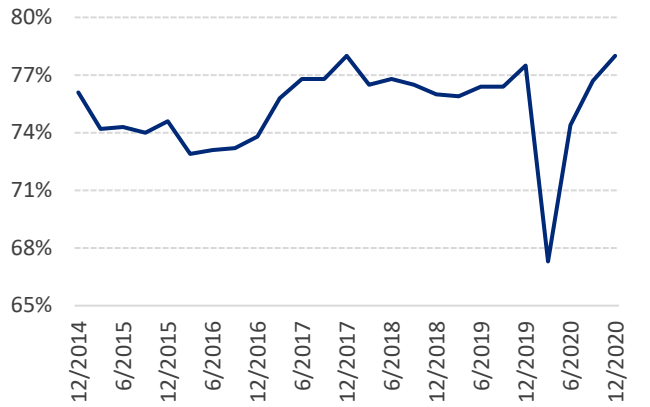
资料来源：Bloomberg，浦银国际

图表 17：中国出口在世界市场的份额处于高位



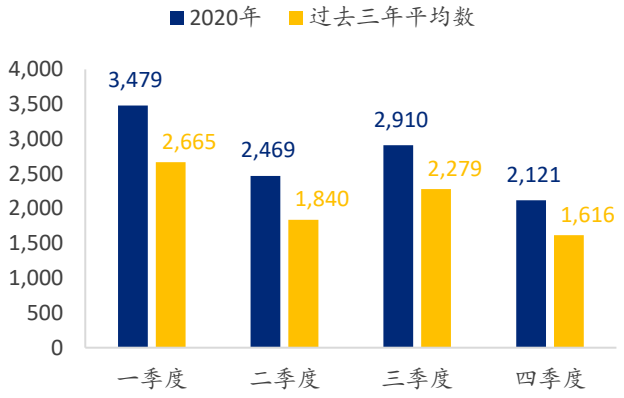
资料来源：WTO，浦银国际

图表 18：工业产能利用率回升至历史高点



资料来源：CEIC，浦银国际

图表 19：疫情导致人均储蓄（元）显著增长



注：人均储蓄=人均可支配收入-人均消费支出

资料来源：CEIC，浦银国际

长期来看，中国将摆脱由投资主导的经济增长，转向由生产力、创新和技术进步带动的高质量增长的新时代。在“十四五”规划中，经济增长将不再着重强调 GDP 目标性增长，而是将重点落脚“质量效益明确提升”的增长，以配合健康可持续性的发展，央行的长期目标也将放在稳定宏观杠杆为主。加上国内国际双循环和金融市场的改革开放，我们认为汇率在货币政策中的重要性也将提高。

图表 20：中国经济对流动性的依赖将逐步减少（2020 年受疫情而反弹）



注：每一单位 GDP 所需要的新增社会融资

资料来源：CEIC，浦银国际

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“超配”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“标配”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“低配”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团－浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际”）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥	王奕旻	许敏洁
jessie_huang@spdbi.com	stephy_wang@spdbi.com	amy_hsu@spdbi.com
852-2808 6466	852-2808 6467	852-2808 6469

浦银国际证券财富管理团队

华政	陈岑
sarah_hua@spdbi.com	angel_chen@spdbi.com
852-2808 6474	852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站：www.spdbi.com

地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼