东兴证券 DONGXING SECURITIES

# 资金面回归紧平衡

## ——2021年2月货币市场流动性前瞻

2021 年 02 月 03 日

宏观经济 | 事件点评


| | | |
|---|---|---|
| 分析师 | 康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480519090001 |
| 研究助理 | 杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn | 执业证书编号：S1480119070054 |



主要观点：

**21 年开年货币市场流动性由宽松转为收紧**；下旬银行间逆回购利率甚至创近几年内新高，由于 12 月央行净投放资金较多，上旬银行间市场预期较为乐观，央行维持资金净回收，但各期限银行间利率均维持低位，中下旬随着缴税缴准如期推进，叠加央行持续资金净回收，货币市场预期扭转，资金利率迅速攀升；交易所资金隔夜利率攀升至 19 年以来最高值，银行间同业拆借隔夜利率超 7 天利率和以 SLF 为代表的利率走廊上限。1 月下旬资金利率远超预期，引发货币政策转向预期，受此影响，股债和大宗商品价格均有所回调。

2 月初随着央行资金净投放，资金利率回落，继续围绕政策利率波动；**展望 1 季度，随着跨春节资金需求高点过去，资金面或将继续维持紧平衡**，虽然“就地过年”、银行加快代客结售汇均利好货币市场流动性，但在疫苗接种、经济继续复苏、PPI 加快上行、信贷需求回暖的大背景下，资金面难言乐观，当前银行间逆回购杠杆再创新高，高杠杆机构对流动性边际变化更加敏感，资金利率波动性或加大。后续仍需关注疫苗接种和宏观经济基本面的边际变化，尤其是 PPI 回升斜率及其对货币政策立场的影响。

**风险提示：**货币政策操作不及预期导致资金面利率上行。


正文：

## 1. 1 月资金利率为何超预期？

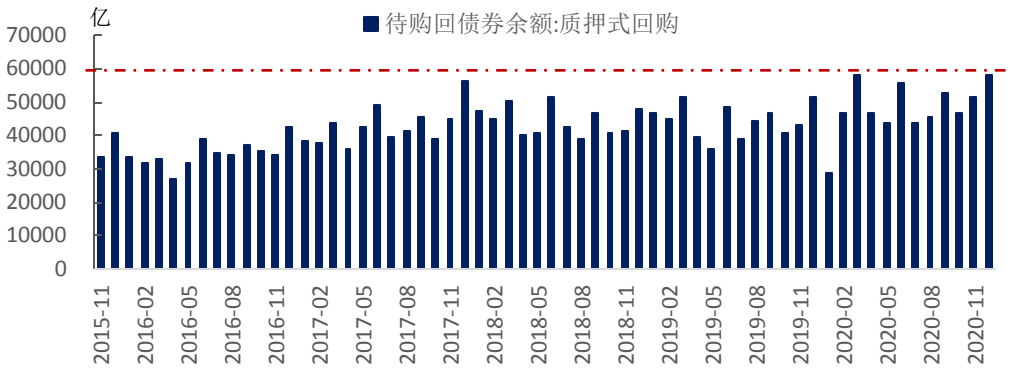
**21 年开年货币市场流动性由宽松转为收紧**，下旬银行间逆回购利率甚至创近几年内新高；由于 12 月央行净投放资金较多，上旬银行间市场预期较为乐观，央行维持资金净回收，各期限银行间利率仍维持低位，中下旬随着缴税、缴准如期推进，开年银行信贷投放需求较大，银行间流动性有所回收，叠加央行持续资金净回收，货币市场预期扭转，资金利率迅速攀升；交易所资金隔夜利率攀升至 19 年以来最高值，银行间同业拆借隔夜利率甚至超过 7 天利率和以 SLF 为代表的利率走廊上限，资金利率波动率进一步加大。1 月下旬资金利率远超预期，引发货币政策转向预期，受此影响，股债和大宗商品价格均有所回调。

## 2. 货币政策转向了吗？

**货币市场超预期收紧引发货币政策转向预期：**机构行为放大流动性边际变化，体现在资金利率上升幅度超预期；月末央行整体释放呵护资金面的信号，包括及时辟谣加息谣言，交易所隔夜资金利率回落；回顾 1 月央行净回收资金逻辑，我们认为主要基于以下因素的考虑：1）多地房价上涨预期再起；2）经历 12 月和 1 月上旬宽松的资金面后，机构加杠杆行为和隔夜杠杆套息策略再次强化，12 月末质押式回购的待购回债券余额几乎与去年 3 月持平；而在央行净回收资金的同时，一方面年初银行加大信贷投放，下旬缴准需求较大，回收银行间流动性，银行融出资金意愿较弱；另一方面机构杠杆较高，也对货币操作和流动性的边际变化更为敏感，从而导致资金利率波动加大，因此流动性变化被进一步放大。

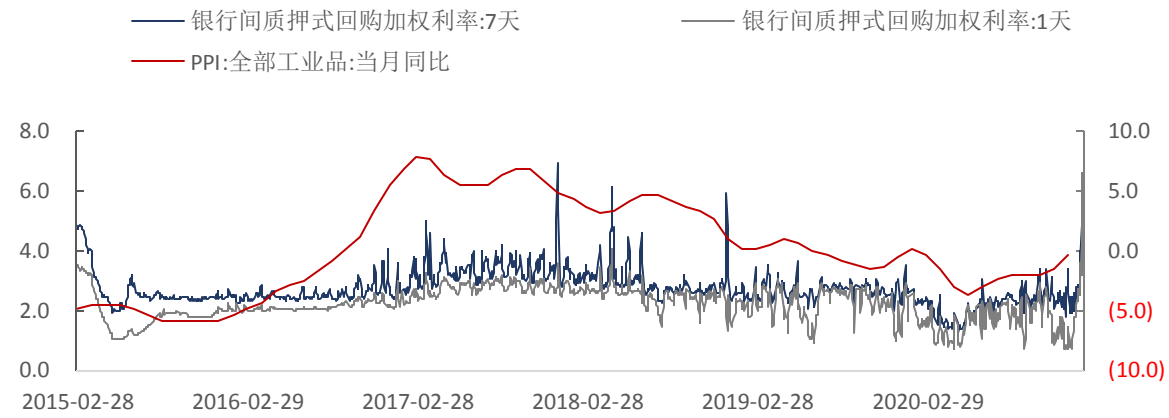
**从实体经济基本面看，当前货币操作仍不具备从货币投放净回收到上调短期政策利率的基本条件；**1 月 PMI 出现超季节性回落，1 月生产需求均较前值有所回落，其中需求回落幅度更大，库存被动积累，非制造业 PMI 也回落 0.6 个百分点，1 月以来国内疫情反复，生产、消费活动均受到一定程度的抑制；1 月大宗商品价格仍在高位徘徊，短期内从基本面和价格看不存在上调政策利率的条件，不确定性仍在，后续仍需观察疫苗接种进展对实体景气度的拉升、PPI 上涨幅度等对短端政策和市场利率的约束。

**图1：央行资金净回收应对债市杠杆新高**




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

**图2：政策利率调整仍需等待时机**




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

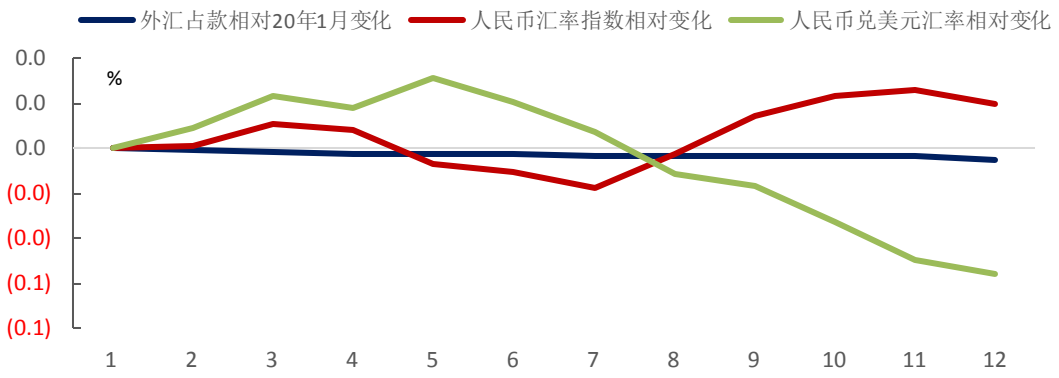
## 3. 结售汇如何影响流动性？

**人民币升值速度放缓，私人部门结售汇需求释放；**20 年 12 月银行代客结售汇冲高至 600 亿美元左右， 20 年下半年以来，国内出口和贸易顺差超预期，但银行结售汇并未明显增加，直到 12 月随着人民币汇率趋于稳定，私人部门结汇需求开始释放；随着全球疫苗接种率缓慢提升，海外贸易生产恢复，国内贸易顺差易上难下，银行代客结售汇差额或将延续 20 年 12 月趋势，银行外汇积累，央行或有必要投放基础货币、回收

外汇、稳定人民币币值，从 20 年历史数据回溯来看，CEFTS 人民币汇率指数经历贬值后升值，而央行外汇占款则持续减少，剔除掉汇率估值因素后，人民币升值阶段央行以外币计价的外汇占款是减少的，央行或通过释放少量基础货币作为对冲、稳定人民币升值预期。

但这并不意味着外汇占款可能再次成为基础货币的投放渠道，当前人民币升值空间相对有限，结售汇差额依然偏低，即使央行增加外汇占款，也是通过微调方式稳定汇率预期，即投放的基础货币数量相对有限，并且可以通过银行间公开市场操作对冲；因此银行代客结售汇差额扩大，可能引发央行投放基础货币增加外汇占款，**但结售汇影响有限，难逆转银行间流动性紧平衡趋势。**

**图3：2020 年外汇占款与人民币汇率相对变化**

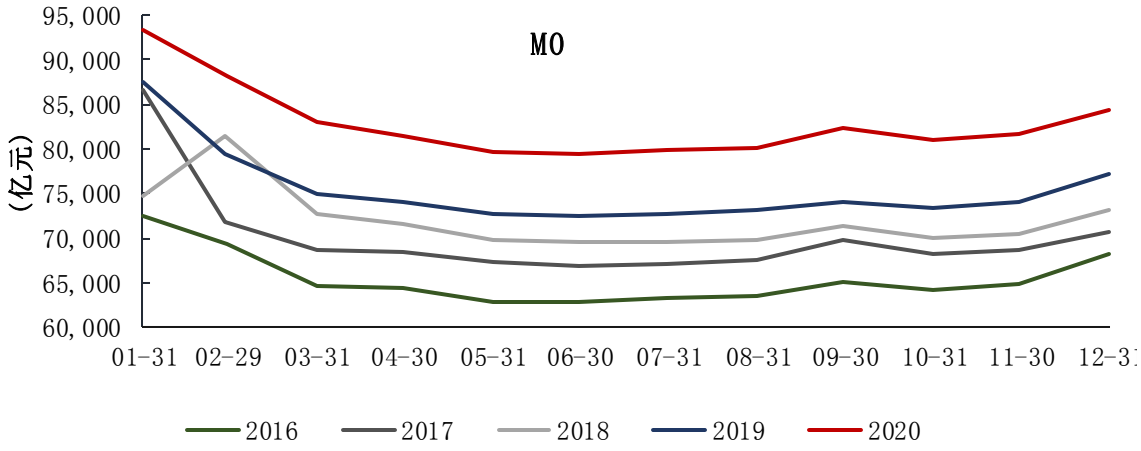



*资料来源：wind，东兴证券研究所*

## 4. “就地过年”对银行间流动性影响几何？

“就地过年”意味着春运期间人流量减少，居民聚会、消费需求减弱，交通运输部预估 21 年全国春运期间日均发送旅客次数将比 2019 年下降六成多，比 2020 年下降两成多，居民现金消费、现金红包需求较前两年减少，即往年出现的“春节前后 M0 先增后减”现象有所减弱，货币以现金形式流出银行系统的趋势不在，今年 1、2 月 M0 增长更为平滑，对银行间市场来说，现金流出对银行超储和银行间流动性的冲击不再，这可能也是 1 月以来央行并未通过资金净投放呵护春节期间资金面的原因之一；同时考虑到 2020 春节后，M0 高增长并未如期回落，彼时疫情频发，不确定较大，居民持有现金意愿增强，这也意味着 21 年春节期间，居民已经持有了足量现金应对边际增加的红包和消费需求。就地过年削平 M0 季节性波动，**流通中现金对货币市场冲击有限。**

**图4：20 年 M0 维持高增长，“就地过年”背景下 21 年 1 月 M0 增幅有限**




*资料来源：wind，东兴证券研究所*

## 5. 资金面延续紧平衡，波动加大

2 月初随着央行资金净投放，资金利率回落，继续围绕政策利率波动，**展望 1 季度，随着跨春节资金需求高点过去，资金面或将继续维持紧平衡，**虽然“就地过年”、银行加快代客结售汇均利好货币市场流动性，但在疫苗接种、经济继续复苏、PPI 加快上行、信贷需求回暖的大背景下，资金面难言乐观，尤其是当前银行间逆回购杠杆再创新高，高杠杆机构对流动性边际变化更加敏感，资金利率波动性或加大。后续仍需关注疫苗接种和宏观经济基本面的边际变化，尤其是 PPI 回升斜率及其对货币政策立场的影响。

## 风险提示

货币政策操作不及预期导致资金面利率上行。

# 相关报告汇总

| 报告类型 | 标题 | 日期 |
|---|---|---|
| 点评 | 东兴宏观：信贷扩张继续放缓——2020 年 12 月金融数据点评 | 2020-01-13 |
| 点评 | 东兴宏观：年初资金面宽松——2020 年 1 月货币市场流动性展望 | 2020-01-07 |
| 点评 | 东兴总量：不急转弯与改革创新—中央经济工作会议定调 2021 | 2020-12-19 |
| 点评 | 东兴宏观：社融见顶—2020 年 11 月金融数据点评 | 2020-12-10 |
| 专题 | 东兴宏观：行稳致远，进而有为——2021 年国内外宏观经济形势展望 | 2020-12-10 |
| 点评 | 东兴宏观：流动性波动加大——2020 年 12 月货币市场流动性前瞻 | 2020-12-02 |
| 点评 | 东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020 年 10 月金融数据点评 | 2020-11-10 |
| 点评 | 东兴宏观：资金面压力边际缓解——2020 年 11 月货币市场流动性前瞻 | 2020-10-30 |
| 点评 | 东兴宏观：实体信贷需求仍强 ——2020 年 9 月金融数据点评 | 2020-10-15 |
| 点评 | 东兴宏观：资金面延续“紧平衡”——2020 年 10 月货币市场流动性前瞻 | 2020-09-30 |

*资料来源：东兴证券研究所*

## 分析师简介

**康明怡**

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

**杨城弟**

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院；2019 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

## 东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526