2021 年 01 月 31 日

流动性“变盘”，这次不一样

——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

当前与 2020 年 4 月之后的流动性“变盘”，长短端利率表现迥异，缘于两次触发调整的微观机理、政策重心等不同，市场演绎路径也会有所不同。

● **与 2020 年 4 月之后类比，都是流动性回归常态过程，但长短端利率表现迥异**

1 月中旬以来，资金成本出现阶段性快速抬升，与 2020 年 4 月之后经历类似，是应对意外冲击下，流动性环境从非常宽松到回归常态的结果。为缓解疫情和信用违约冲击，央行分别在 2020 年 2 月和 11 月开始引导资金成本下降，信用债融资成本下降、规模扩张。冲击缓解后，流动性环境逐步回归常态，利率均回升。**两次流动性“变盘”，资金市场的表现大相径庭，2020 年 4 月之后短端利率相对平稳、存单利率抬升显著，1 月中旬以来的市场利率表现则相反。**2020 年 4 月之后，短端利率逐步回到利率走廊下限附近波动，而存单利率持续抬升、6 个月存单利率一度超过 MLF 利率 50BP；而 2021 年 1 月中旬以来，短端利率快速上涨，R001 跳升至 6.59%、创 2013 年“钱荒”以来新高，而存单利率变化相对较小。

● **两次流动性“变盘”的微观机理、政策重心等不同，市场影响自然会有所不同**

机构当下不缺“长钱”、但“滚隔夜”杠杆交易拥堵，是导致近期短端利率更为敏感的原因。前一阶段，打击资金空转过程中，银行负债端压力上升、超储率一度降至 1%附近，银行发行存单补充负债，带动长端资金利率持续上涨。当前阶段，银行不缺“长钱”、超储率 12 月底预计或已回升至 2%以上，而机构“滚隔夜”杠杆交易较多、占比一度超过 90%，因此对短端资金利率表现的非常敏感。**两次“流动性”变盘面临的宏观环境、政策重心的不同，是导致市场反应不同的核心原因。**前一阶段正经历经济修复、信用扩张的过程，政策对资金空转等问题容忍度较低，但打击结构性存款套利行为的同时，仍时常平抑短端资金波动。当前阶段，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度加杠杆行为；但在内需景气见顶、信用收缩的背景下，公开市场回笼资金时也没有释放明显收紧信号。

● **综合政策、经济等因素，重申：债市的中期确定性、股市的估值阶段性承压**

伴随事件冲击的影响减弱，前期过度宽松的流动性环境短期难以再现；但“紧信用”的大背景下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用收缩已然开始；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”；但资产泡沫、通胀预期等，使得短期也较难明显宽松。**综合来看，长端利率债的中期下行趋势较为确定，短期或仍受到资金面等因素干扰，而权益类资产需警惕估值压缩风险。**经验显示，社融增速见顶领先长端利率债拐点 1-2 个季度左右，“紧信用”与“宽货币”下，长端利率债一般趋于下行。信用收缩阶段，权益类资产估值出现压缩、一般滞后 1 个季度左右；本轮信用收缩自 2020 年 11 月开始，参考历史规律，当下权益类资产需警惕估值压缩风险。

● **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-拨开流动性紧张的“迷雾”》-2021.1.29

《宏观经济点评-2020 年财政：支出扩张，“退潮”不改》-2021.1.28

《宏观经济专题-信用收缩阶段，估值多承压》-2021.1.28

目 录

1、 流动性“变盘”，这次不一样 3
2、 研究结论：当前流动性“变盘”不同于 2020 年 4 月之后 7
3、 风险提示 7

图表目录

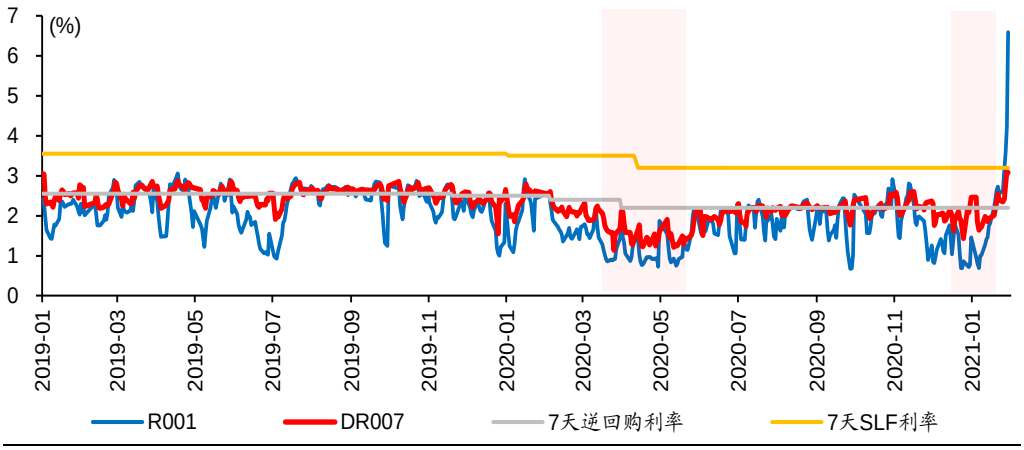
图 1： 2020 年 2 月至 6 月、2020 年 11 月至 2021 年 1 月，流动性从宽松到紧张 3
图 2： 流动性宽松使得企业融资成本降低 3
图 3： 流动性宽松下，信用债融资明显增加 3
图 4： 2020 年下半年，存单利率一度大幅超过 MLF 利率 4
图 5： 当前存单净融资并没有明显增加 4
图 6： 结构性存款压降下，同业存单融资增多 4
图 7： 2020 年 12 月超储率或回升至 2%以上 4
图 8： 当前“滚隔夜”突出的同时，流动性分层加剧 5
图 9： 广义基金以持有信用债为主，受信用风险影响较大 5
图 10： 2020 年底，GDP 增速超过 2019 年底，投资回落 5
图 11： 2020 年底，社融增速已出现明显回落 5
图 12： 2020 年上半年企业融资成本低于结构性存款利率 6
图 13： 2020 年 3-5 月逆回购多暂停，2021 年初小幅投放 6
图 14： “紧信用”环境，多对应“宽货币” 6
图 15： 2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰 6
图 16： 社融顶部拐点领先长端收益率拐点 7
图 17： 信用环境的变化一般同步略领先于估值变化 7

当前与 2020 年 4 月之后的流动性回归常态过程中，长短端利率表现迥异，缘于两次触发调整的微观机理、政策重心等不同，市场表现也会有所不同。

1、 流动性“变盘”，这次不一样

近期，流动性从非常宽松到持续紧张，引起广泛讨论，有人认为当前与 2020 年 4 月之后的情况较为类似。年初以来，隔夜利率 R001，从不到 1%上涨至 1 月底的 6.58%；尤其是 1 月下旬，流动性紧张的同时，公开市场连续多日回笼资金，加剧了市场对流动性的担忧。有人认为，当前流动性变化与 2020 年 4 月前后较为类似，未来流动性环境变化可参考 2020 年 6 月至 11 月的情况。

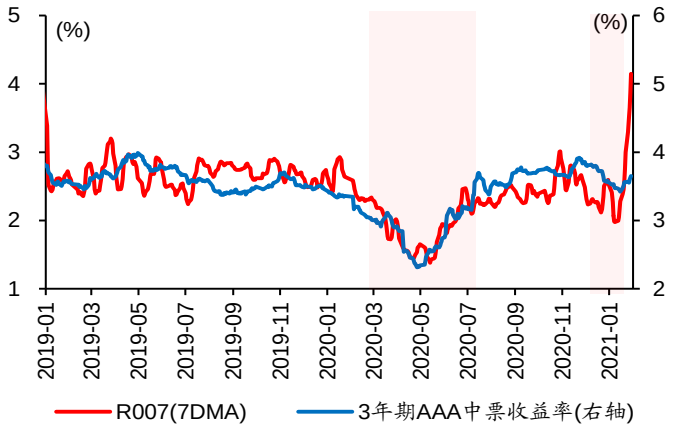
图1：2020 年 2 月至 6 月、2020 年 11 月至 2021 年 1 月，流动性从宽松到紧张



数据来源：Wind、开源证券研究所

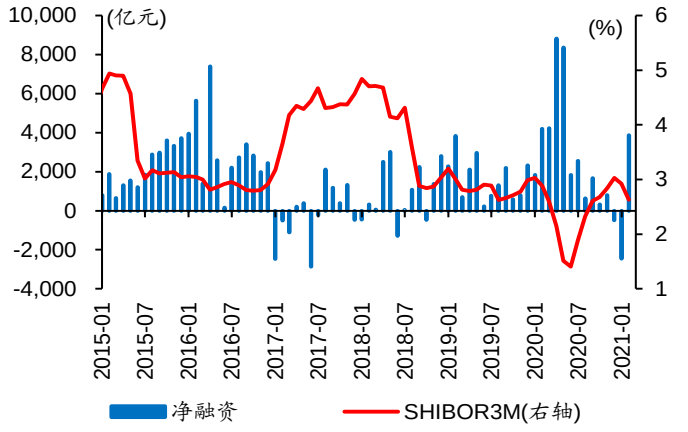
两个阶段货币市场利率从回落到上涨，都是应对意外冲击下，流动性从非常宽松到回归常态的结果。为了缓解疫情冲击和永煤违约带来的信用冲击，央行分别在 2020 年 2 月和 11 月开始引导货币市场利率回落，信用债融资成本随之下降，信用债融资规模相应的明显扩张。随着冲击逐步缓解，央行逐步回笼资金、引导流动性环境回归常态，资金利率均随之回升。

图2：流动性宽松使得企业融资成本降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

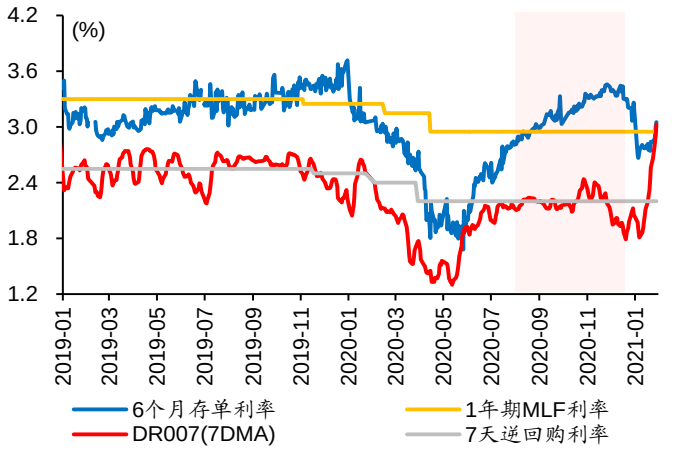
图3：流动性宽松下，信用债融资明显增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

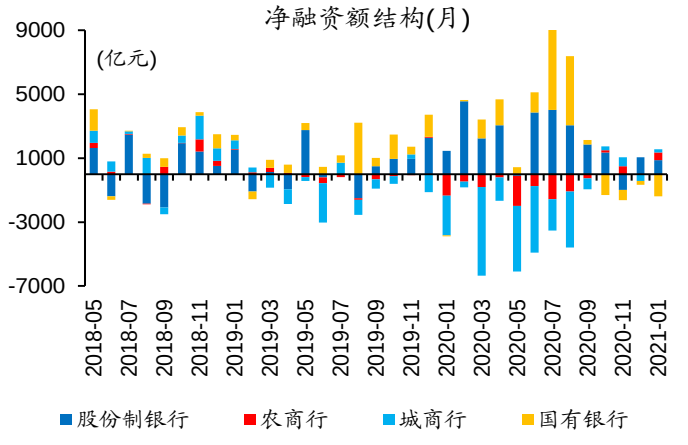
但两次流动性“变盘”，资金市场的表现大相径庭，2020 年 4 月之后短端利率相对平稳、存单利率抬升显著，1 月中旬以来的市场利率表现则相反。2020 年 4 月之后，短端利率逐步回到利率走廊下限附近波动，而存单利率持续抬升、6 个月存单利率一度超过 MLF 利率 50BP；而 2021 年 1 月中旬以来，短端利率快速上涨，R001 跳升至 6.59%、创 2013 年“钱荒”以来新高，而存单利率变化相对较小。

图4：2020 年下半年，存单利率一度大幅超过 MLF 利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

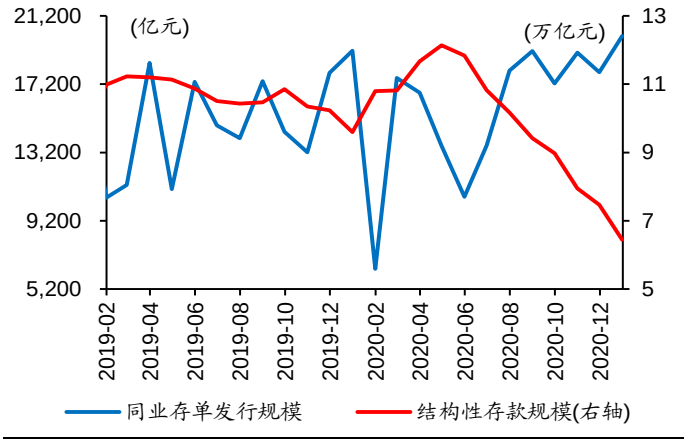
图5：当前存单净融资并没有明显增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

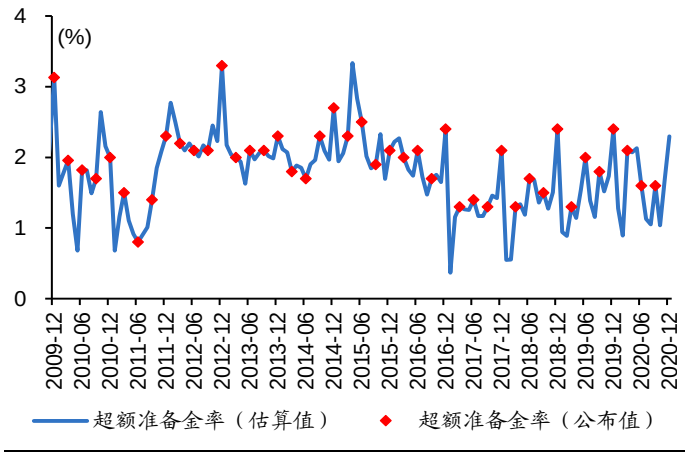
机构当下不缺“长钱”、但“滚隔夜”杠杆交易拥堵，是导致近期短端利率更为敏感的原因。前一阶段，打击资金空转过程中，银行负债压力上升、超储率一度降至 1%附近，银行发行存单补充负债，带动长端资金利率持续上涨。当前阶段，银行不缺“长钱”、超储率 12 月底预计或已回升至 2%以上，而流动性宽松和资金风险偏好回落下，机构“滚隔夜”杠杆交易较多、占比一度超过 90%，对短端资金利率非常敏感（详情参见《拨款流动性紧张的“迷雾”》）。

图6：结构性存款压降下，同业存单融资增多



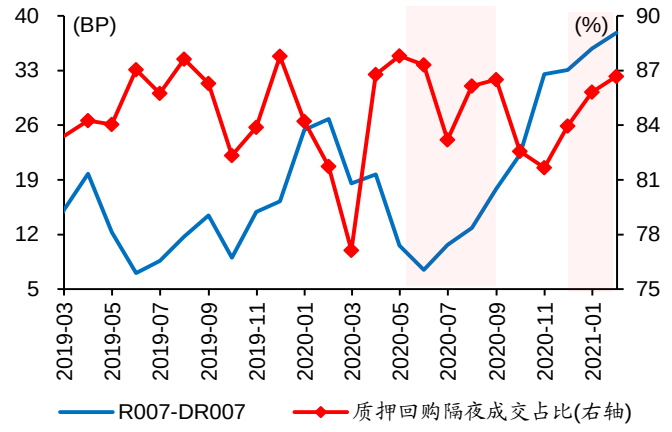
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年 12 月超储率或回升至 2%以上



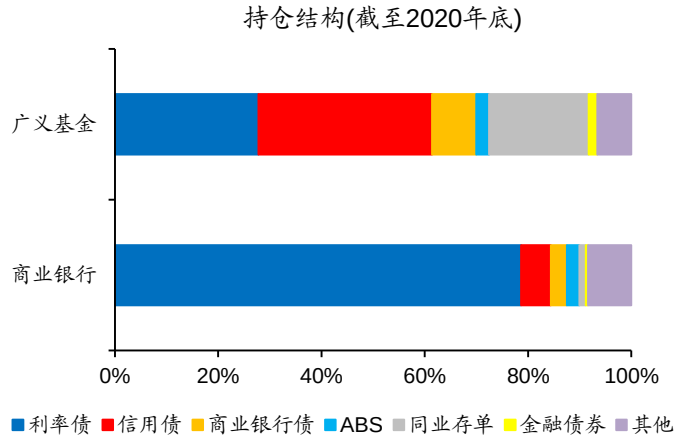
数据来源：Wind、中国货币网、开源证券研究所

图8：当前“滚隔夜”突出的同时，流动性分层加剧



数据来源：Wind、开源证券研究所

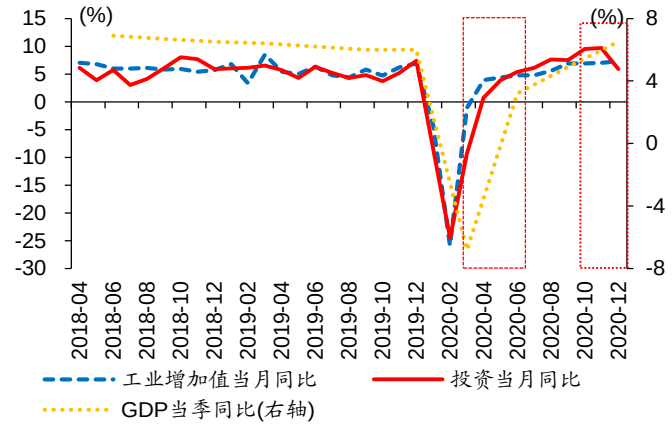
图9：广义基金以持有信用债为主，受信用风险影响较大



数据来源：Wind、开源证券研究所

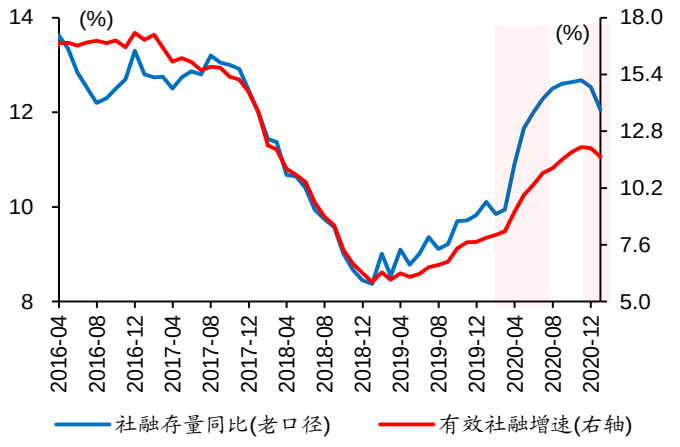
宏观环境也明显不同，2020 年经济修复、信用扩张，2021 年景气回落、信用收缩。2020 年国内疫情平复后，生产、经营活动逐步恢复，经济进入逐步修复通道；同时，以财政为代表的托底政策，推动信用加速扩张。随着政策“退潮”，“稳增长”相关链条开始走弱，拖累投资回落；同时，信用环境开始进入收缩通道，社融增速从 2020 年 10 月的 10.7%回落至 12 月的 10.3%。

图10：2020 年底，GDP 增速超过 2019 年底，投资回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

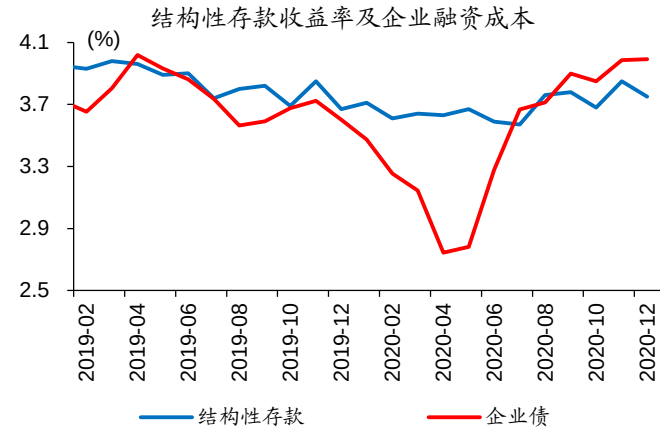
图11：2020 年底，社融增速已出现明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

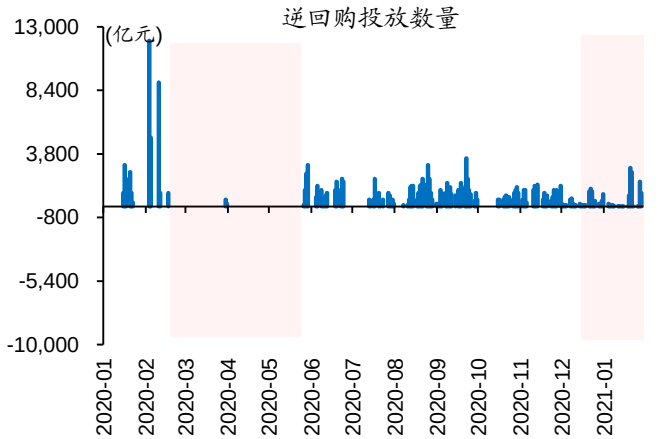
宏微观形势的不同，使得货币政策重心不同，前一阶段打击资金空转、当前阶段意在“警告”市场过度加杠杆行为。疫情期间的流动性宽松，使得资金空转较为突出，部分企业通过低成本融资购买较高收益的结构性存款套利；随着经济逐步修复，当局开始打击结构性存款套利行为，但仍时常平抑短端资金波动。当前阶段，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度加杠杆行为；但在内需景气见顶、信用收缩的背景下，公开市场回笼资金时也没有释放明显收紧信号。

图12：2020 年上半年企业融资成本低于结构性存款利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

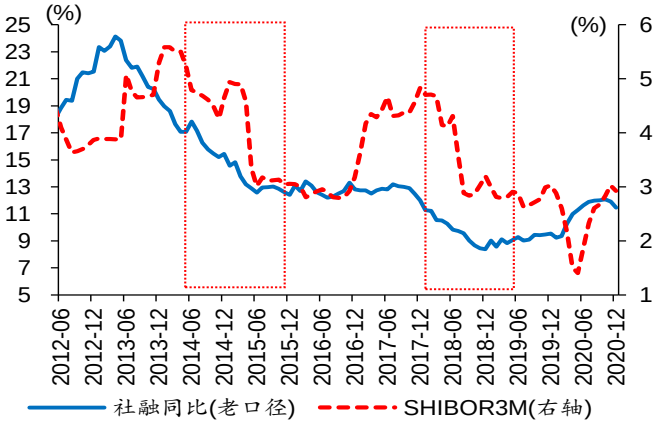
图13：2020 年 3-5 月逆回购多暂停，2021 年初小幅投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

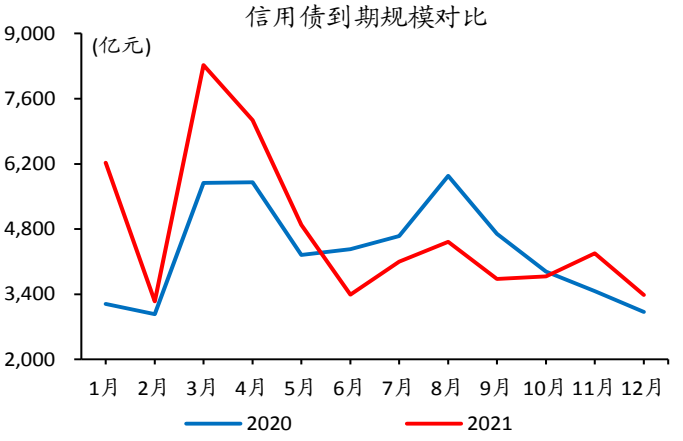
伴随事件冲击的影响减弱，前期过度宽松的流动性环境短期难以再现；但“紧信用”的大背景下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用收缩已然开始；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”；但资产泡沫、通胀预期等，使得短期也较难明显宽松。

图14：“紧信用”环境，多对应“宽货币”



数据来源：Wind、开源证券研究所

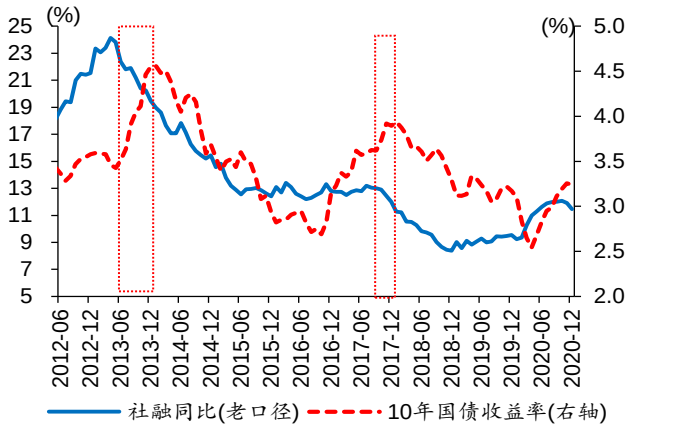
图15：2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰



数据来源：Wind、开源证券研究所

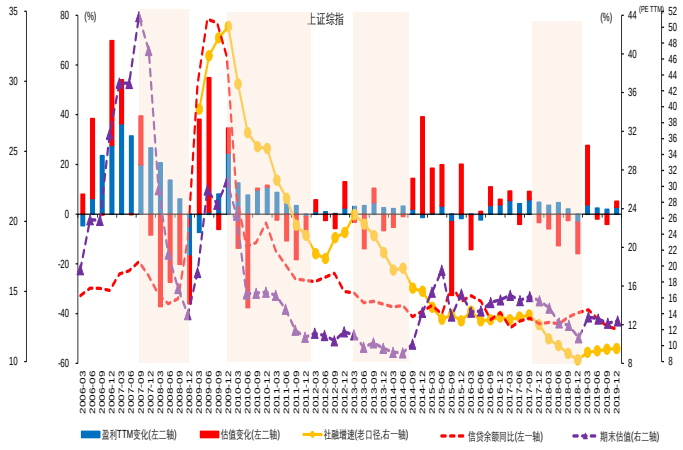
综合来看，长端利率债的中期下行趋势较为确定，短期或仍受到资金面等因素干扰，而权益类资产需警惕估值压缩风险。经验显示，社融增速见顶领先长端利率债拐点 1-2 个季度左右，“紧信用”与“宽货币”下，长端利率债一般趋于下行。信用收缩阶段，权益类资产估值出现压缩、一般滞后 1 个季度左右；本轮信用收缩自 2020 年 11 月开始，参考历史规律，当下权益类资产需警惕估值压缩风险，结构会有分化，低估值、盈利有支撑的板块受冲击一般较小，部分高估值板块压力较大（详情参见《信用收缩阶段，估值多承压》）。

图16：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

图17：信用环境的变化一般同步略领先于估值变化



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 研究结论：当前流动性“变盘”不同于2020年4月之后

（1）1月中旬以来，资金成本出现阶段性快速抬升，与2020年4月之后经历类似，是应对意外冲击下，流动性环境从非常宽松到回归常态的结果。但两次流动性“变盘”，资金市场的表现大相径庭，2020年4月之后短端利率相对平稳、存单利率抬升显著，1月中旬以来的市场利率表现则相反。

（2）机构当下不缺“长钱”、但“滚隔夜”杠杆交易拥堵，是近期短端利率表现更为敏感的原因。两次“流动性”变盘面临的宏观环境、政策重心的不同，是导致市场反应不同的核心原因。

（3）伴随事件冲击的影响减弱，前期过度宽松的流动性环境短期难以再现；但“紧信用”的大背景下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。综合政策、经济等因素，重申：债市的中期确定性、股市的估值阶段性承压。

3、 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