2021 年 01 月 29 日

拨开流动性紧张的“迷雾”

——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

近期流动性的紧张，与公开市场回笼、短端交易拥堵等有关，银行不缺“长钱”。信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋于缓和、但难明显宽松。

● **近期流动性的突然紧张，与公开市场回笼、杠杆交易放大短端波动等因素有关**

近期的流动性紧张，表现为短端利率的大幅跳升，而非银行缺“长钱”。1 月中旬以来，货币市场利率明显上涨，尤其是短端利率上升较快，DR001 接连突破 2%和 3%，远超过 7 天逆回购利率的 2.2%；R001 和 GC001 上涨更快，分别达到 4.2%和 6.4%。同时，存单利率有所上涨、但幅度相对较小，存单净融资也未明显放量，一定程度反映银行并不缺“长钱”，2020 年底超储率预计或已回升至 2.3%。**短端利率的大幅变化，与公开市场持续回笼、市场对货币收紧担忧等有关；机构杠杆行为带来的交易拥堵，放大了短端利率的波动。**财政缴税因素消退后，央行连续回笼资金，加之近期关于货币与资产泡沫的部分观点，引发大家对货币政策收紧的担忧。而前期非常宽松下，机构“滚隔夜”加杠杆行为增多，银行隔夜质押回购成交占比接近 87%，使得隔夜交易非常拥堵、对短端利率变化更加敏感。

● **流动性变化背后的货币政策思路很明晰，短期避免资产泡沫，中期思路未变**

流动性环境边际变紧，主要缘于信用风险影响逐步缓和下，央行回收流动性，避免过于宽松带来资产泡沫。前期流动性环境非常宽松，主要为了缓解信用违约的冲击；而央行通过 MLF、窗口指导等引导市场预期，并没有明显宽松加码操作。流动性宽松“呵护”下，1 月信用债净融资达 4000 亿元、创近 11 个月来新高；同时，机构杠杆行为增多、资金空转迹象显现等，使得流动性回笼的迫切性上升。**市场结构和货币传导机制变化下，应跳出传统框架理解货币政策；公开市场重要性凸显，“量”根据短期需要调整，“价”的中期信号意义更强。**银行与非银同业往来的增多、非银影响增强，使得流动性分层加剧、资金波动容易被放大；而货币供应方式和传导机制变化下，公开市场操作重要性越来越凸显，短期“量”变是市场需求和政策调控平衡的结果，而“价”层面并没有释放货币收紧的信号。

● **信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋缓和、但难明显宽松**

信用收缩下，货币流动性环境不具备持续收紧的基础，否则实体融资受到的冲击较大。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；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”。短期流动性波动，并没有改变全年“宽货币”和“紧信用”搭配，近期央行也明确强调要防止信用收缩。**随着月底财政资金投放等，流动性紧张局面或趋于缓和，但经济景气高位、通胀预期升温等，使得货币流动性环境短期难明显宽松。**经验显示，1 月财政缴税后，财政资金投放增多，普惠金融定向降准考核一般在 1 季度、1 月底居多；随着春节临近，央行也会加大公开市场操作等稳定流动性，叠加春节就地过年增多、取现压力下降，预计流动性紧张局面或趋于缓和，但较难回到前期非常宽松的情况。

● **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

《宏观经济专题-城市住房问题，值得提到更高位置》-2021.1.26

目 录

1、 一问：近期，流动性突然非常紧张的原因 3
2、 二问：流动性变化背后，货币政策思路 5
3、 三问：流动性环境，未来演绎路径 6
4、 研究结论 8
5、 风险提示 8

图表目录

图 1： 近期，隔夜利率大幅跳升 3
图 2： 存单利率回升至 MLF 利率附近 3
图 3： 存单净融资仍处于低位 3
图 4： 2020 年 12 月超储率或回升至 2%以上 3
图 5： 1 月中旬以来，逆回购从净投放到净回笼 4
图 6： 近期，隔夜成交规模和占比大幅提升 4
图 7： 1 月中旬以来，大行质押回购成交规模先升后降 4
图 8： 2020 年 11 月和 12 月 MLF 净投放与前 2 个月相当 5
图 9： 2020 年 4 季度，上交所质押回购成交大幅抬升 5
图 10： 2021 年 1 月信用债净融资创近 11 个月新高 5
图 11： 信用冲击后，流动性从非常宽松到逐步回归常态 5
图 12： 机构同业派生、央行货币供给变化非常明显 6
图 13： 利率走廊模式已基本成型 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： 经验显示，春节前后短端利率多会回落 7
图 17： 当前经济景气处于高位 7
图 18： 社融顶部拐点领先长端收益率拐点 7
图 19： 社融领先经济 2 个季度左右 7

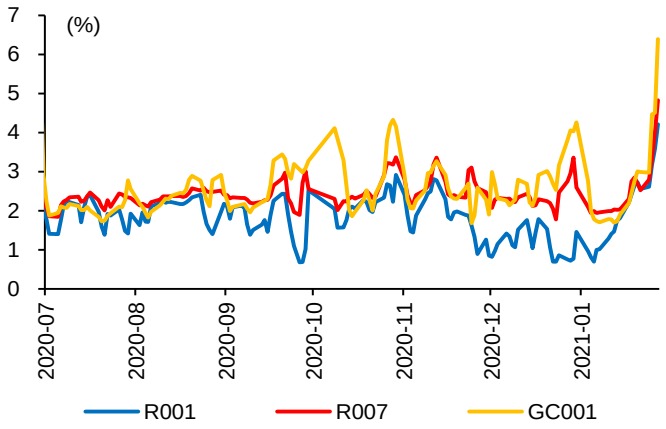
表 1： 近期，关于资产泡沫关注度较高 4

近期流动性的紧张，与公开市场回笼、短端交易拥堵等有关，银行不缺“长钱”。信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋于缓和、但难明显宽松。

1、 一问：近期，流动性突然非常紧张的原因

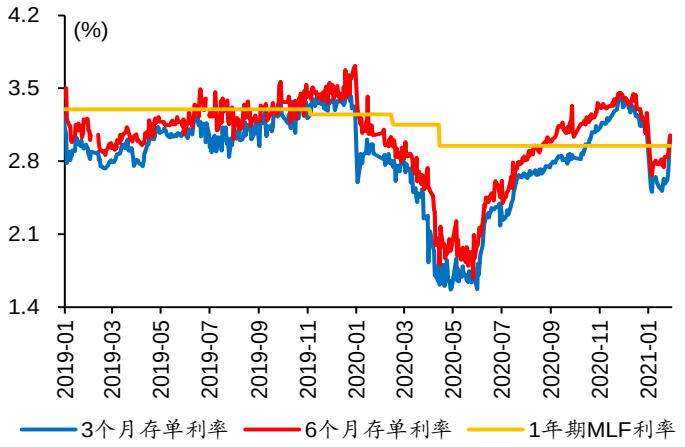
近期的流动性紧张，表现为短端利率的大幅跳升，而非银行缺“长钱”。1 月中旬以来，货币市场利率明显上涨，尤其是短端利率上升较快，DR001 接连突破 2%和 3%，远超过 7 天逆回购利率的 2.2%；R001 和 GC001 上涨更快，分别达到 4.2%和 6.4%。同时，存单利率有所上涨、但仍在 MLF 利率附近，存单净融资也没有明显放量，一定程度反映银行并不缺“长钱”，我们推算的 2020 年底超储率在 2.3%附近。

图1：近期，隔夜利率大幅跳升



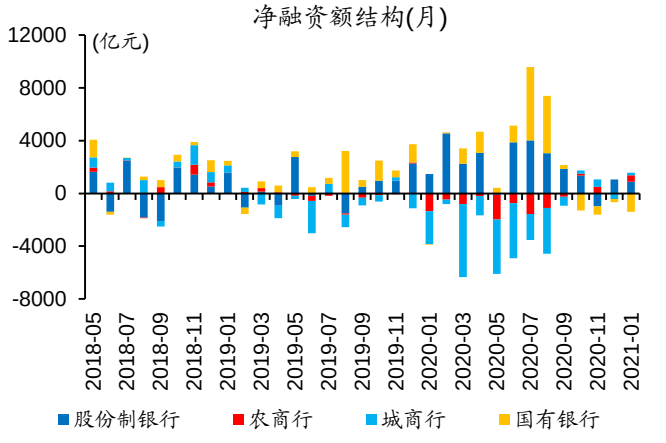
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：存单利率回升至 MLF 利率附近



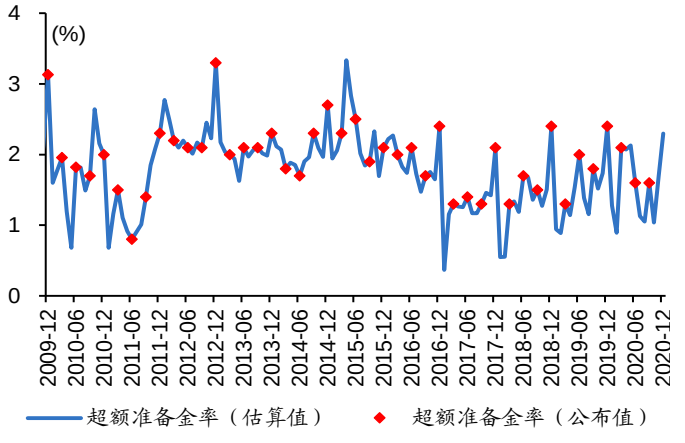
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：存单净融资仍处于低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年 12 月超储率或回升至 2%以上

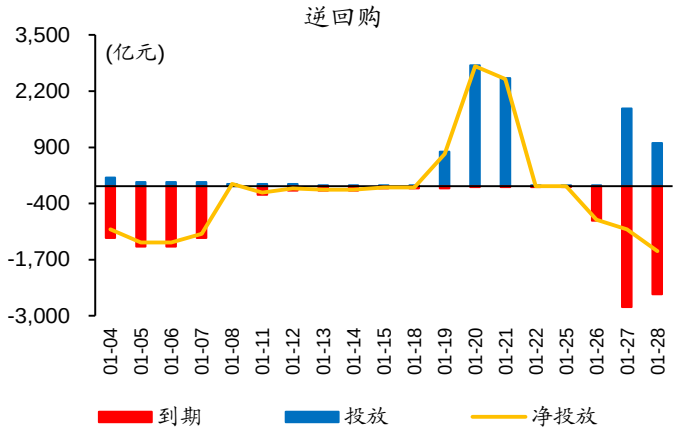


数据来源：Wind、开源证券研究所

短端利率的大幅变化，与公开市场持续回笼、市场对货币收紧担忧等因素有关。1 月中旬，货币市场利率开始明显上涨，与财政缴税临近等有关，央行加大逆回购投放来缓解资金压力。缴税因素消退后，央行连续回笼资金，加之近期关于货币与资产

泡沫的部分观点，引发大家对货币政策收紧的担忧，货币市场利率继续上涨。

图5：1月中旬以来，逆回购从净投放到净回笼



数据来源：Wind、开源证券研究所

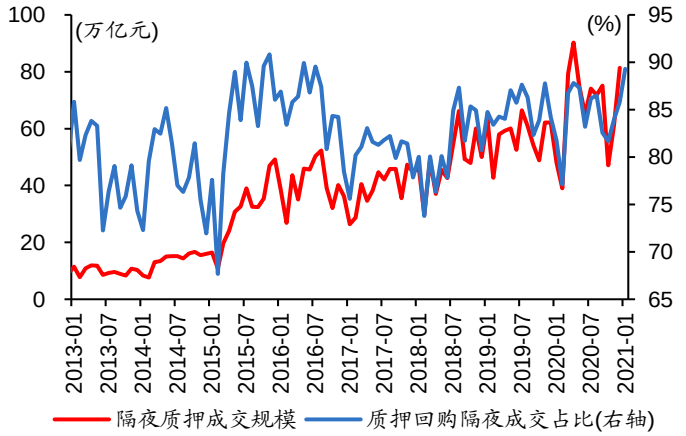
表1：近期，关于资产泡沫关注度较高

时间	相关人士	会议/文件	主要内容
2020年12月1日	郭树清	《完善现代金融监管体系》	完善现代金融监管体系…**房地产是现阶段我国金融风险方面最大的'灰犀牛'**。
2020年12月30日	证券时报	《机构争相抢团核心资产，负面效应或在路上》	今年的A股市场上热门的核心资产大放异彩，但统计显示，**大多数个股的上涨原因中，业绩增长只是次要因素，很多个股涨幅2/3以上靠估值推动**，公募等机构资金抱团扎堆则是其估值拔高的主因。真正的估值，从来不是"人云亦云"出来的。当前机构抱团的核心资产未来会不会瓦解，还是要回到常识上来，不应该演变成一个笑话。
2021年1月15日	陈雨露	2020年金融统计数据新闻发布会	密切关注重要领域的资产价格，在保持物价稳定的同时，**通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险**，以切实维护金融稳定。
2021年1月15日	孙国峰	2020年金融统计数据新闻发布会	目前经济已经回到潜在产出水平，企业信贷需求强劲，货币信贷合理增长，**说明当前利率水平是合适的**…不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，**目前的存款准备金率水平都不高**。
2021年1月26日	马骏	"中央经济工作会议解读与当前经济形势分析"专题研讨会	"**有些领域的泡沫已经显现**，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近30%，在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。另外，**最近上海、深圳等地房价涨得不少，这些都与流动性和杠杆率的变化有关**。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度的转向，如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。"

资料来源：中国人民银行、证券时报、开源证券研究所

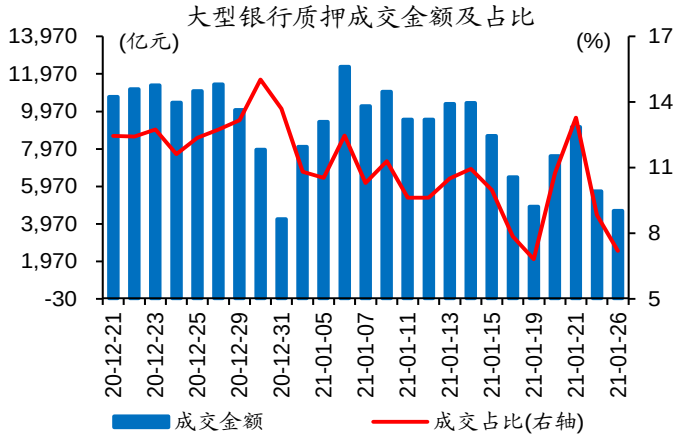
机构"滚隔夜"杠杆行为带来的交易拥堵，放大了短端利率的波动。2020年11月中旬，流动性开始明显转向宽松，机构"滚隔夜"加杠杆行为增多；银行间质押回购隔夜成交占比，由2020年10月的81.7%上升至2021年1月的86.7%，截至1月27日，隔夜质押成交规模已接近65万亿元、较2020年1月增长35%。"滚隔夜"杠杆加足下，机构行为对短端利率变化更加敏感，大行融出减少进一步加大资金波动。

图6：近期，隔夜成交规模和占比大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：1月中旬以来，大行质押回购成交规模先升后降

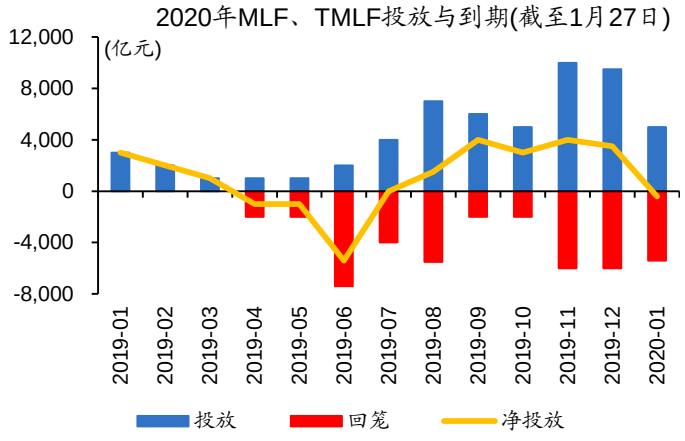


数据来源：中国货币网、开源证券研究所

2、 二问：流动性变化背后，货币政策思路

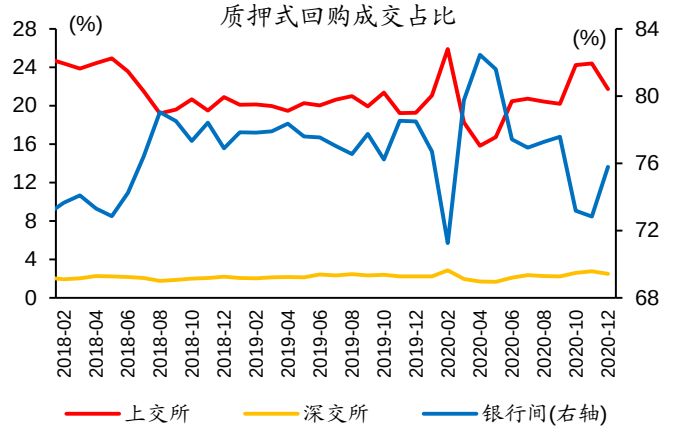
前期流动性环境非常宽松，主要为了缓解信用违约的冲击；而央行通过 MLF、窗口指导等引导市场预期，并没有明显宽松加码操作。2020 年 11 月永煤违约后，货币市场流动性一度非常紧张，信用债融资断崖式下滑；央行通过 MLF 投放、指导大行资金融出等，引导流动性转向宽松。尤其是 11 月和 12 月交易所资金融出增多，明显缓解了非银机构流动性压力，而逆回购和 MLF 净投放与 9 月、10 月基本相当。

图8：2020 年 11 月和 12 月 MLF 净投放与前 2 个月相当



数据来源：Wind、开源证券研究所

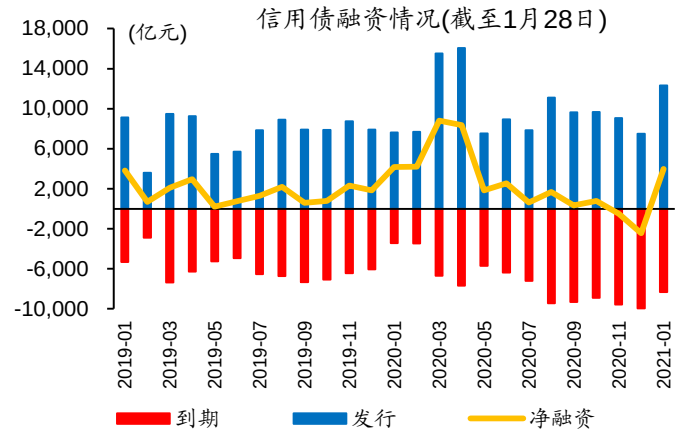
图9：2020 年 4 季度，上交所质押回购成交大幅抬升



数据来源：Wind、中国货币网、开源证券研究所

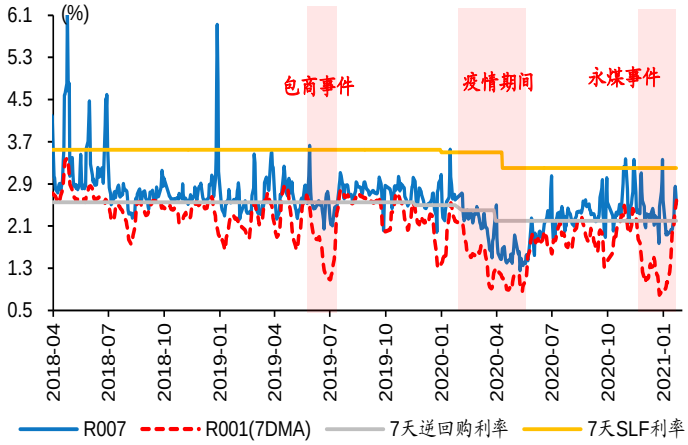
随着信用风险的影响逐步缓和，央行开始部分回收流动性，避免过于宽松环境带来资产泡沫等。流动性宽松“呵护”下，信用债融资逐步修复，1 月净融资规模达 4000 亿元、创近 11 个月来新高；同时，机构杠杆行为增多、资金空转迹象显现等，使得流动性回归常态的迫切性上升。类似包商事件和疫情冲击后，央行通过减少公开市场投放等方式回笼资金，引导货币市场利率回归利率走廊附近波动。

图10：2021 年 1 月信用债净融资创近 11 个月新高



数据来源：Wind、开源证券研究所

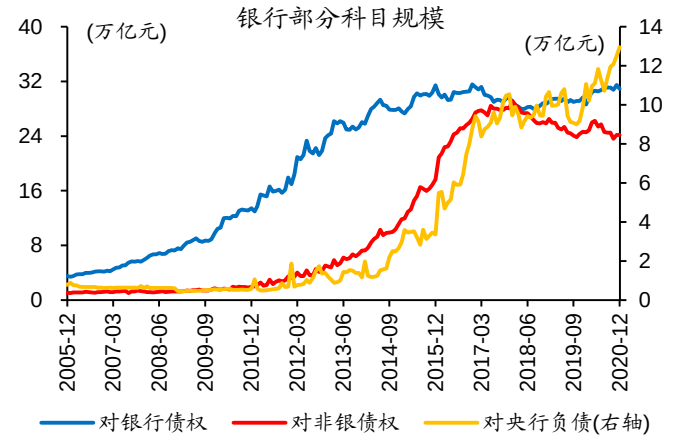
图11：信用冲击后，流动性从非常宽松到逐步回归常态



数据来源：Wind、开源证券研究所

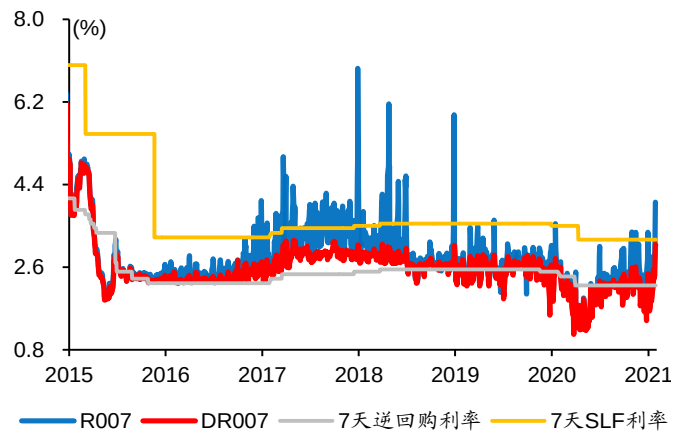
货币传导机制和市场结构变化下，应跳出传统框架理解货币政策；公开市场重要性凸显，“量”根据短期需要调整，“价”的中期信号意义更强。银行与非银同业往来的增多、非银影响增强，使得流动性分层加剧、资金波动容易被放大；而货币供应方式和传导机制变化下，公开市场操作重要性越来越凸显，短期“量”变是市场需求和政策调控平衡的结果，而“价”层面并没有释放货币收紧的信号。

图12：机构同业派生、央行货币供给变化非常明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：利率走廊模式已基本成型

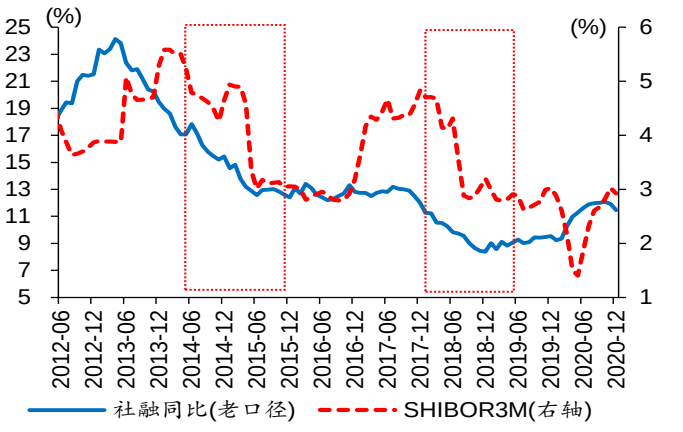


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 三问：流动性环境，未来演绎路径

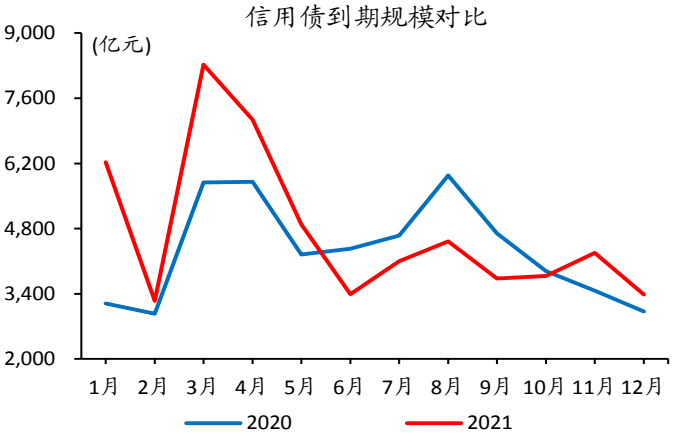
信用收缩下，货币流动性环境不具备持续收紧的基础，否则实体融资受到的冲击较大。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”。短期流动性波动，并没有改变全年“宽货币”和“紧信用”搭配，近期央行也明确强调要防止信用收缩。

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

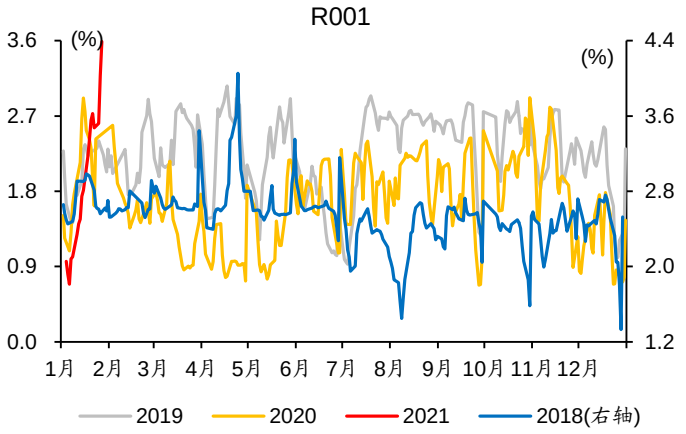
图15：2021 年 3 月和 4 月信用债到期高峰



数据来源：Wind、开源证券研究所

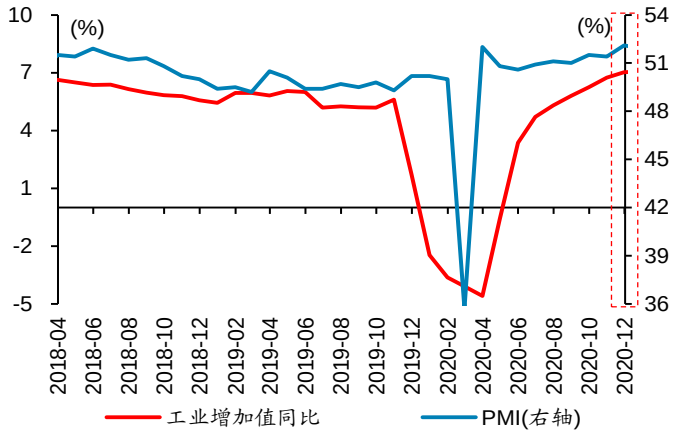
随着月底财政资金投放等，流动性紧张局面或有所缓和，但经济景气高位、通胀预期升温等，使得货币流动性环境短期难明显宽松。经验显示，1 月财政缴税后，财政资金投放增多，普惠金融定向降准考核一般在 1 季度、1 月底居多；随着春节临近，央行也会加大公开市场操作等稳定流动性，叠加春节就地过年增多、取现压力下降，预计流动性紧张局面或将趋于缓和。但是，内需景气处于高位、生产活动强劲，决定货币政策没有进一步松的基础；同时，主要经济体疫苗接种加快下，外需加快修复，带动国内输入型通胀预期升温，也使得货币流动性环境短期难明显宽松。

图16：经验显示，春节前后短端利率多会回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

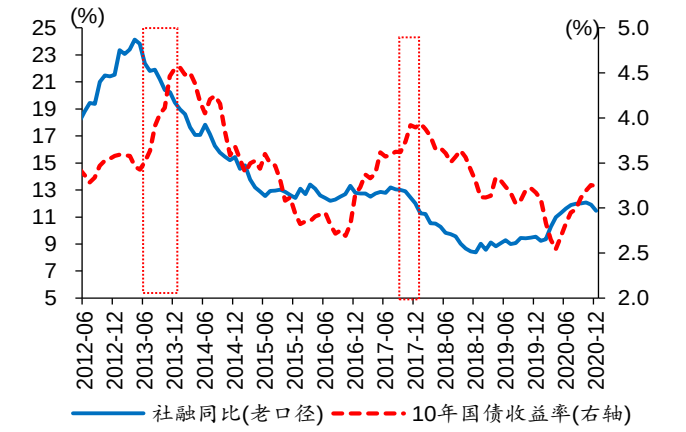
图17：当前经济景气处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

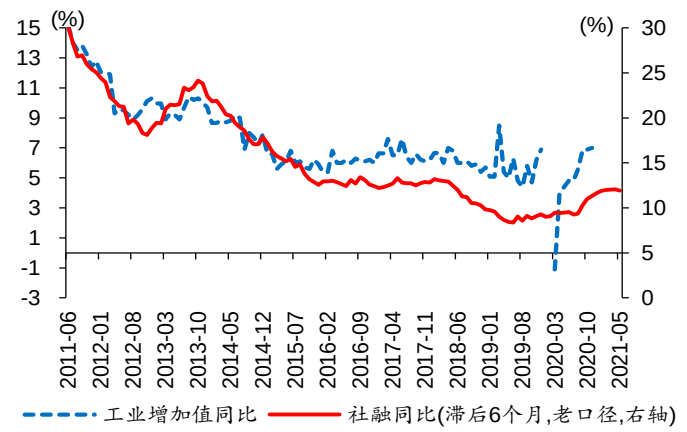
对债市而言，长端利率债配置价值逐步修复；但流动性收敛过程中，短期交易操作难度较大。近期债市调整，推动长端利率债配置价值修复，为稳定资金提供配置机会；伴随信用收缩影响逐步显现、国内需求见顶回落，经济基本面对债市支持显现，长端利率或重回下行通道，维持 10 年中国国债收益率低点或回到 3%以下的判断。但短期交易难度较大，建议等待央行操作和流动性平稳的确认。

图18：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19：社融领先经济 2 个季度左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 研究结论

（1）近期的流动性紧张，表现为短端利率的大幅跳升，而非银行缺“长钱”。1月中旬以来，货币市场利率明显上涨，尤其是短端利率上升较快，DR001 接连突破2%和 3%，远超过 7 天逆回购利率的 2.2%；R001 和 GC001 上涨更快，分别达到 4.2%和 6.4%。同时，存单利率有所上涨、但幅度相对较小，存单净融资也未明显放量，一定程度反映银行并不缺“长钱”，2020 年底超储率预计或已回升至 2.3%。

（2）短端利率的大幅变化，与公开市场持续回笼、市场对货币收紧担忧等有关；机构杠杆行为带来的交易拥堵，放大了短端利率的波动。财政缴税因素消退后，央行连续回笼资金，加之近期关于货币与资产泡沫的部分观点，引发大家对货币政策收紧的担忧。而前期非常宽松下，机构“滚隔夜”加杠杆行为增多，银行隔夜质押回购成交占比接近 87%，使得隔夜交易非常拥堵、对短端利率变化更加敏感。

（3）流动性环境边际变紧，主要缘于信用风险影响逐步缓和下，央行回收流动性，避免过于宽松带来资产泡沫。前期流动性环境非常宽松，主要为了缓解信用违约的冲击；而央行通过 MLF、窗口指导等引导市场预期，并没有明显宽松加码操作。流动性宽松“呵护”下，1 月信用债净融资达 4000 亿元、创近 11 个月来新高；同时，机构杠杆行为增多、资金空转迹象显现等，使得流动性回笼的迫切性上升。

（4）市场结构和货币传导机制变化下，应跳出传统框架理解货币政策；公开市场重要性凸显，“量”根据短期需要调整，“价”的中期信号意义更强。银行与非银同业往来的增多、非银影响增强，使得流动性分层加剧、资金波动容易被放大；而货币供应方式和传导机制变化下，公开市场操作重要性越来越凸显，短期“量”变是市场需求和政策调控平衡的结果，而“价”层面并没有释放货币收紧的信号。

（5）信用收缩下，货币流动性环境不具备持续收紧的基础，否则实体融资受到的冲击较大。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；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”。短期流动性波动，并没有改变全年“宽货币”和“紧信用”搭配，近期央行也明确强调要防止信用收缩。

（6）随着月底财政资金投放等，流动性紧张局面或有所缓和，但经济景气高位、通胀预期升温等，使得货币流动性环境短期难明显宽松。经验显示，1 月财政缴税后，财政资金投放增多，普惠金融定向降准考核一般在 1 季度、1 月底居多；随着春节临近，央行也会加大公开市场操作等稳定流动性，叠加春节就地过年增多、取现压力下降，预计流动性紧张局面或趋于缓和，但较难回到前期非常宽松的情况。

5、 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