宏观研究

降准还有必要吗？公开市场操作可能就够了

宏观专题报告 | 2021 年 1 月 18 日

报告摘要：

- **预计 1 月中下旬流动性相较 1 月上旬将有所收紧，春节过后流动性将边际好转。**今年春节时点同比后移导致居民提现压力主要集中在 1 月末和二月初，另外由于缴税时点顺延至 1 月 20 日，预计 1 月下旬流动性较上旬将有所收紧。春节过后考虑财政支出在季末时点的增大和疫苗落地的影响，预计流动性将恢复宽裕水平。

- **动态来看，春节前流动性缺口大致在 1.5-1.6 万亿，预计 2021 年春节前不会出现全面降准，公开市场操作就够了。**我们主要通过财政存款、货币政策工具到期、现金走款、银行缴准、外汇占款五个因素测得静态流动性缺口为 2.7-3 万亿，通过超储率视角我们预测超储率释放将补充流动性 1.2-1.4 万亿，最终得到春节前流动性缺口大约在 1.5-1.6 万亿。综合春节时点后移、缴税时点后移、债券供给回落等因素，叠加“不急转弯”的货币政策以及“稳杠杆”的主基调，我们预计 2021 年春节前，流动性安排大概率是公开市场操作和 MLF 净投放，不会出现全面降准。

- **风险提示：**
国内疫情防控压力增大；货币政策超预期收紧等

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

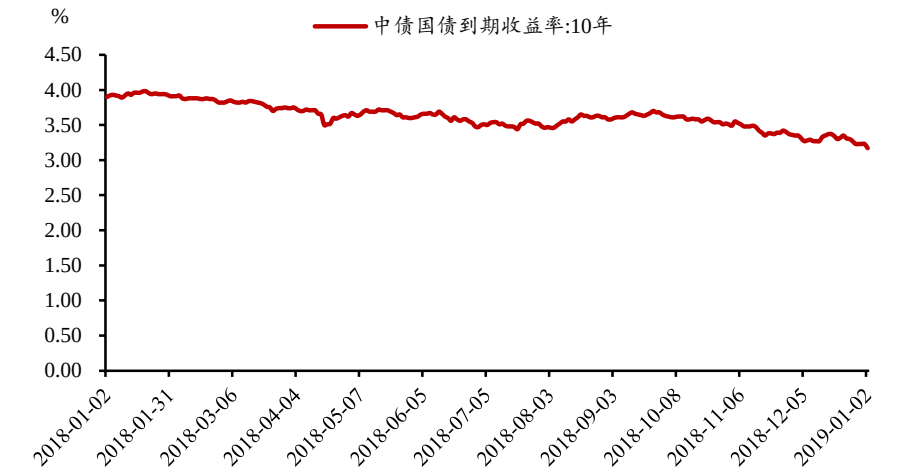
目录

1 公开市场操作&降准 3
2 公开市场操作&降息 4
2.1 “降息”工具选择解析 5
2.2 经典降息场景回顾 6
3 公开市场操作&信贷 6
4 1月份及后续流动性总述 7
5 春节前流动性缺口预测 8
5.1 静态流动性缺口 8
5.1.1 财政存款 （财政收支&债券供给） 8
5.1.2 现金走款 9
5.1.3 银行缴准 10
5.1.4 货币政策工具到期 11
5.1.5 外汇占款 11
5.2 动态流动性缺口（超储率视角） 11
6 流动性对冲工具选择 13
风险提示： 13
插图目录 14

1 公开市场操作&降准

降准的主要目的是优化流动性结构，增强金融服务实体经济能力，引导资金流向实体和小微领域，增强小微信贷供给能力，缓解融资难融资贵问题，促进实体经济稳定发展。从图 1 可看出十年期国债收益率对降准政策总体呈波动下行趋势。短期内随降准预期下行后，后期走势分化。2017 年 9 月以来央行多次启动降准操作，降准释放的增量资金通常会引起利率的下行，较低的利率通过银行传导至实体使其降低融资成本，促使企业恢复经营发展活力。

图 1：10 年中债国债到期收益率

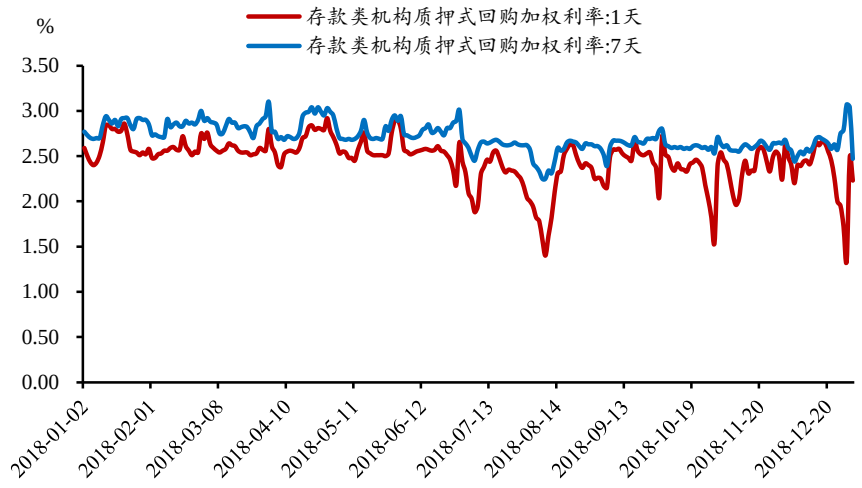


资料来源：Wind，民生证券研究院

短端货币政策工具向多元化发展，公开市场逆回购操作被频繁使用。近年来央行货币政策工具呈现多元化，涵盖公开市场逆回购操作、中央银行票据、SLO 等多种工具对短端利率进行调控。央行票据具有短期性特点，虽然可以在调控货币供应量、抑制信贷投放总量，调节市场利率走势方面发挥积极作用，但央票政策成本相对较高，受外币占款对冲压力影响过于明显。相比央票的政策成本，公开市场操作中的逆回购具有灵活、主动、时效性强的特征。

近年来央行不断加大对银行间资金利率的管控能力。统计发现在 2018 年的 1 月 25 日、7 月 20 日，8 月 22 日、9 月 21 日，10 月 26 日央行均暂停长达 15 日以上公开市场逆回购操作。央行暂停逆回购操作均对应资金利率走低、资金面转暖、流动性充裕的时点，从图 2 可看出对应在 DR001 和 DR007 下行的时点。另外一方面，在公开市场逆回购操作暂停期间，当资金利率大幅下行时，市场也会出现回调，即资金利率下行后出现反弹拐点，之后恢复正常区间。

图 2：DR007 和 DR001 在暂停逆回购期间走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

回顾历史发现近年来央行降准以后的公开市场操作方式选择取决于资金面的充裕程度。当资金利率过低时央行通常会采取停止公开市场逆回购操作的方式回收流动性。回顾 2019 年第一次降准后，资金利率大幅度下行。背后原因主要是由于财政支出具有明显的季节性特征，基本集中在每季季末，其中又以第二季度和第四季度的支出力度更大，财政支出和财政收入的时间错峰，导致了财政存款的周期性变化，季末、年末流动性出现大幅宽松，银行间资金较为充裕。多数情况下央行会在降准后持续暂停公开市场操作，其目的是在降准抹平春节/缴税期间的流动性缺口，维持资金面的充足状态的前提下保证银行间资金利率不能过低，防止金融机构加杠杆。特例情况出现在 2018 年 4 月 25 日，央行宣布降准之后市场情绪高涨，资金需求增加带动利率大幅上行，央行随即开启逆回购操作。

图 3：2018 年降准期间公开市场逆回购操作

发布日期	实施日期	降准幅度	暂停逆回购操作天数
2017/9/30	2018/1/25	定向降准0.5-1个百分点	19
2018/4/18	2018/4/25	定向降准1个百分点	0
2018/6/24	2018/7/5	定向降准0.5个百分点	6
2018/10/7	2018/10/15	定向降准1个百分点	3

资料来源：中国人民银行官网，民生证券研究院

综上，央行采取降准叠加暂停公开市场逆回购的操作意图主要是增强小微信贷供给能力，缓解融资难融资贵问题，同时防止金融机构加杆杠。但是观察 2018 年的四次降准，我们发现其中的 2018 年 7 月和 10 月降准后新增人民币贷款不增反降，环比分别下降 21.2%和 49.5%。**因此应该重点关注降准所释放的资金是否真正流向实体经济而不是滞留在银行间。**

2 公开市场操作&降息

2.1 “降息”工具选择解析

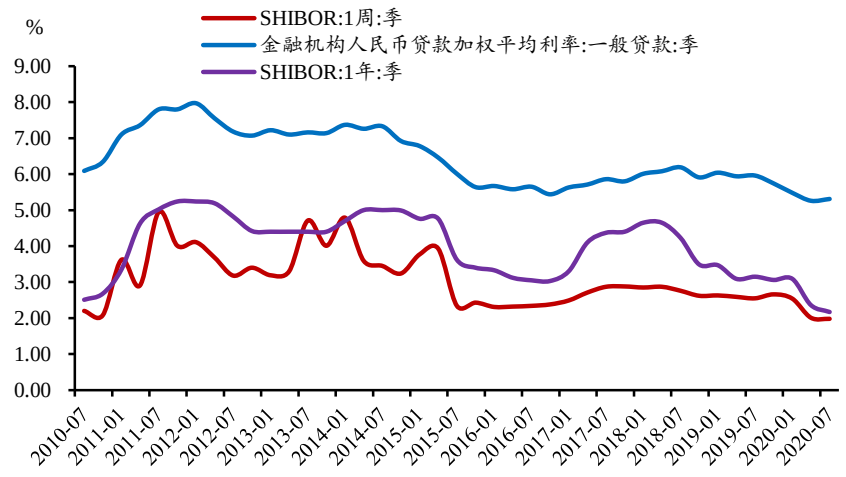
公开市场操作中标利率下降带动市场整体利率下行，有利于降低资金成本，缓解企业的财务压力，支持实体经济尤其是小微企业的发展。经济下行通常伴随着市场对降息的热议。就拿 2020 年 3 月 30 日的降息来说，当时降息主要有以下四点原因：一是国内防控影响正逐渐显现，需要逆周期政策的呵护；二是国内即将迎来海外需求下降的第二波冲击；三是 2020 年完成全年社会目标需要 GDP 增速在 5%以上;四是 4 月份通常是货币政策发力的黄金窗口期。

从降息工具选择来看，央行主要可以通过四种方式实现降息：稳定政策利率的同时降低市场利率、定向降息、降低公开市场操作利率和降低贷款基准利率。下文着重分析工具间的利弊取舍,首先央行可以选择在不调低政策利率的情况下降低市场利率的水平以达到稳定汇市预期的目的。但是这种做法会导致在一些期限上，商业银行从市场上融资的成本将低于从央行获取资金的成本，商业银行将更愿意在银行间市场融资，**这在一定程度上削弱了央行调控市场利率的能力，引发短端资金利率的波动。**

与调整公开市场操作利率相比,调整贷款基准利率能够对实体经济融资成本产生更为直接的影响，**但降低贷款基准利率可能诱发宏观杠杆率再度回升。**历史数据显示，贷款增速与名义 GDP 增速之差和贷款基准利率变动密切相关。当贷款基准利率下降时,贷款增速与名义 GDP 增速之差可能扩大，使宏观杠杆率面临加速上升的风险。

从图 4 可以看出，与 7 天期 Shibor 相比，**一般贷款加权平均利率的走势与 1 年期 Shibor 走势更为接近**，因此，要降低实体经济融资成本，需要降低商业银行获得中长期资金的成本。逆回购和 MLF 是当前央行开展公开市场操作、投放基础货币的两大主力工具，期限上一短一长，一定程度上充当着短期和中长期政策利率基准的作用。我们认为未来央行或许可以优化在 2018 年 7 月推出的“定向 MLF”：以低于政策利率的水平向商业银行发放 MLF，并要求其将资金用于支持民营企业或小微企业等薄弱环节。

图 4：一般贷款加权平均利率与一年期 Shibor 走势更为接近



资料来源：Wind，民生证券研究院

综上，货币当局可以通过维持政策利率但降低市场利率、定向降息、降低公开市场操作利率和降低贷款基准利率四种方式降低融资成本。**从支持实体经济融资和稳定宏观杠杆率的综**

合角度来看，直接降低公开市场操作利率则可以切实降低实体经济融资成本，有效地支持民营企业、小微企业发展，是相对更为有利的选择。

2.2 经典降息场景回顾

面对税期高峰叠加年底时点，2019 年 11 月 18 日，央行重启并开展 1800 亿元 7 天期逆回购操作，操作利率下调 5 个基点至 2.5%，这是 2015 年 8 月以来央行首次下调公开市场逆回购操作利率。在之前的 11 月 15 日，央行开展了 2000 亿元 1 年期 MLF 操作并在 11 月 5 日下调操作利率 5 个基点。

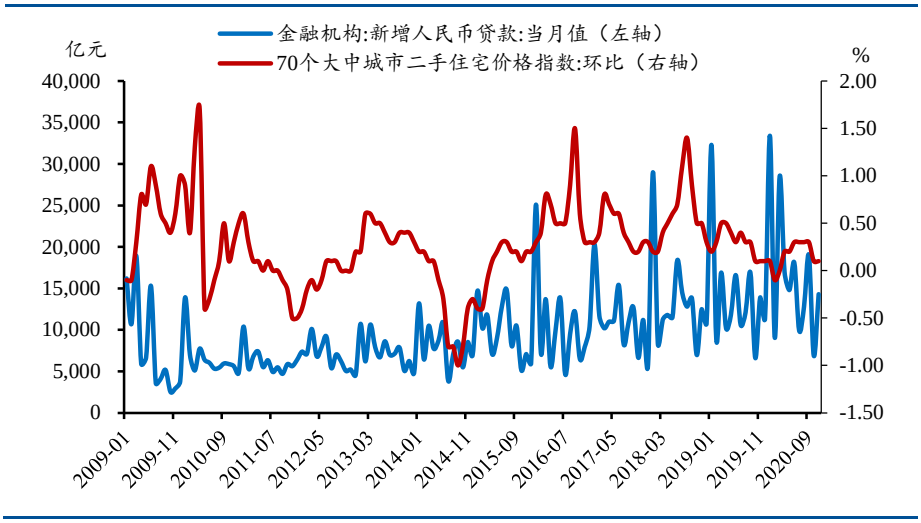
此次央行同时下调逆回购和 MLF 操作利率，我们认为其背后动机主要有二。其一是为金融机构减压，突出降低融资成本这条主线。对于 11 月初下调 MLF 操作利率。央行在 2019 年第三季度货币政策执行报告中指出：“中期借贷便利中标利率下降有助于促进降低社会融资成本。此举促进市场风险偏好上升，提振了信心。”而对于逆回购利率的下调，央行在同一报告中指出：“把握好政策力度和节奏，加强逆周期调节，加强结构调整。”可以清晰发现之前报告中的“适时适度进行逆周期调节”已经替换为“加强逆周期调节”。此次逆回购利率下调也是自 2018 年 3 月 22 以来逆回购利率首次下调，显然是央行加强逆周期调节的具体体现。

其二是为了打消市场对央行货币政策收紧的担忧。我们发现央行在 2019 年第三季度货币政策报告里的《专栏 4 全面看待 CPI 与 PPI 走势》中指出“CPI 同比涨幅走高，结构性特征明显，要警惕通货膨胀预期发散”。强调当前通胀的结构性特征，提出加强“逆周期调节”的同时删掉了“流动性总闸门”的字眼，表明稳增长被放在更加重要的位置。

3 公开市场操作&信贷

场景回顾：2009 年第一季度货币政策执行报告指出：“2009 年以来，金融机构人民币各项贷款快速增长，第一季度新增 4.6 万亿元，同比多增 3.2 万亿元”。4.6 万亿新增贷款可以说是达到了当时的空前天量。报告同时指出：“2009 年 3 月份，全国 70 个大中城市房屋销售价格环比上涨 0.2%，为 2008 年 8 月以来连续七个月负增长后的首次上涨”。可见当时下行已久的 70 大中城市房价于 2009 年 3 月重新开启了上涨通道。

图 5：新增人民币贷款的增加通常伴随着房价的升温



资料来源：Wind，民生证券研究院

无独有偶， 2016 年一季度人民币贷款增加 4.61 万亿元，同比多增 9301 亿元。单季度新增贷款创下新高，各地房价也由此急剧升温。考虑到如果 2017 年同期续创新高，楼市的“防泡沫”的工作将会更为被动。2016 年第四季度货币政策报告指出：“货币政策在保持流动性合理充裕的同时，也更加注重抑制资产泡沫，同时牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。”另外 2016 年 12 月召开的中央经济工作会议也明确要求，“要把防控金融风险放到更加重要的位置，着力防控资产泡沫”。回顾历史发现每年 1 月份均是 1 年里新增信贷量最大的月份。2017 年 1 月人民币贷款新增 2.03 万亿元，在随后的 2017 年 2 月 3 日，央行将 7 天逆回购利率由 2.25%上调至 2.35%。很显然此次逆回购利率的上调，是央行为引导市场预期、防范资产泡沫而必须做出的一种宣示性行为。

再来回顾 2018 年第一季度的情况：2018 年 1 月份新增信贷达到 2.9 万亿元，大幅超过前值 5844 亿元，创历史纪录。第一季度人民币贷款新增 4.86 万亿元，同比多增 6339 亿元。这也是有记录以来的单季新增贷款新高。和 2017 年类似，这预示着央行必然得采取有效的手段来引导和管理市场预期。不出所料在 2018 年第二季度货币政策执行报告中我们发现，报告中提到：“强化央行逆回购操作利率的引导作用。2018 年 3 月 22 日，央行逆回购和 MLF 操作中标利率随行就市上行 5 个基点，此后保持稳定。”可见央行在创历史性的高信贷环境下再次上调了逆回购利率。

综上，在稳增长与去杠杆的平衡下，上调公开市场操作逆回购利率仍然是央行的首选。央行主要有以下两种选择：上调逆回购利率和直接上调存贷款基准利率。由于存贷款基准利率是绝大部分贷款的定价基准，其上调将立竿见影地提高实体经济的融资成本；但是由于存贷款基准利率的调整往往具有极强的刚性，一旦调整便很难在短期内迅速逆转。与贷款基准利率在短期内具有极强的刚性相比，逆回购利率直接影响银行间流动性，上下调整更为灵活，其变动向实体经济融资成本的传导更为间接、所需时间更长，使货币当局能够在稳增长与防风险之间进退自如，非常适合作为临时性的手段采用。

4 1 月份及后续流动性总述

首先让我们回顾一下 2020 年 12 月末的资金面情况：央行在 12 月中旬超额释放 MLF 流动性，下旬多次通过逆回购释放流动性，充分呵护跨年资金流动性，流动性整体呈现宽裕状态。

综合分析1月流动性状况，今年春节时点同比后移至2月中旬导致居民提现压力趋于缓和，另外由于缴税时点顺延至 1 月 20 日，外加债券供给压力明显减小，外汇占款变化较小，预计 1 月中上旬银行间流动性压力不大。 但是 20 日后需关注缴税和提现因素，居民提现需求回升将对银行间资金流动性形成负面冲击。**预计 1 月中下旬流动性相较 1 月上旬将有所收紧。**

财政存款以及现金走款等因素均属于短期流动性需求，春节过后随着财政支出在季末时点的加大外加疫苗落地，疫情影响逐渐消退，流通中现金可能会加速回流至银行系统，流动性将恢复合理充裕水平。

5 春节前流动性缺口预测

5.1 静态流动性缺口

静态来看，春节前的流动性缺口大约为 2.7-3 万亿。

我们主要通过财政存款（包括财政收支&债券供给）、货币政策工具到期、外汇占款、现金走款、银行缴准五个因素来测算春节前静态流动性缺口。预测春节前新增财政存款介于 4000 亿元至 5000 亿元、现金走款占用流动性 9000 亿至 1.1 万亿元、货币政策工具到期 11155 亿元、银行缴准增加 2820 亿元、外汇占款波动幅度较小，最后得到静态流动性缺口约为 26975-29975 亿元。

5.1.1 财政存款 （财政收支&债券供给）

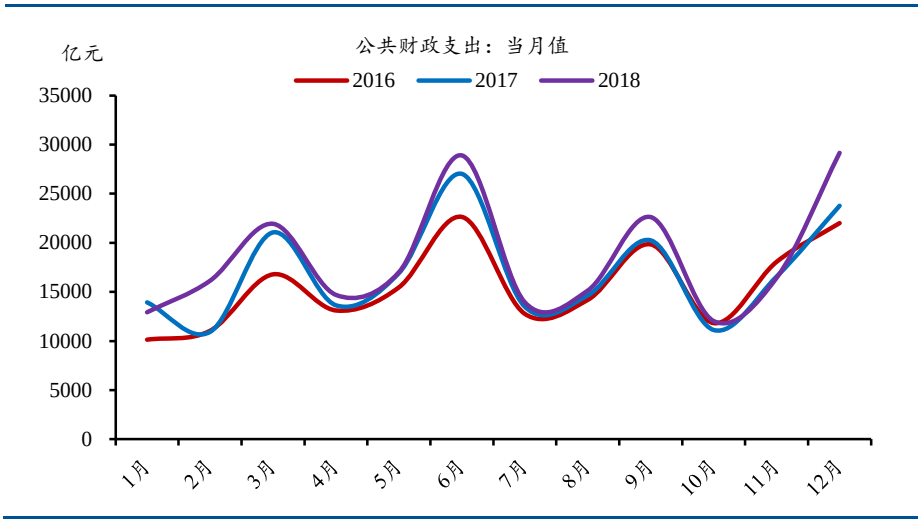
财政存款的变动主要受财政收支和政府债券发行偿还影响。通常每年 1 月为财政支出淡季，回顾历史数据 ，1 月份的财政支出在全年内往往处于低点。2020 年 12 月 18 日的中央经济工作会议指出：“要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。”明确了 2021 年财政政策将发挥非常关键的作用。另外由于 2020 年财政融资较多而财政支出节奏后移明显，预计财政很可能有较多结余资金留至 2021 年，一旦这部分资金在年初集中支出，**预计 2021 年春节前财政支出强度要高于往年水平 。**

同时财政税收收入具有很强的季节性特点，**1 月份是全年缴税大月之一。**资金从银行体系内回流至央行财政存款账户，对银行间流动性形成冲击。

春节前政府债发行对银行间流动性影响不大： 2020 年全年专项债发行额达 3.6 万亿，地方政府财政资金有一定结余。考虑到 2021 年经济预计呈现持续复苏态势，叠加 2021 年新增专项债暂未提前下达，因此预计春节前政府债券净融资规模明显低于往年。

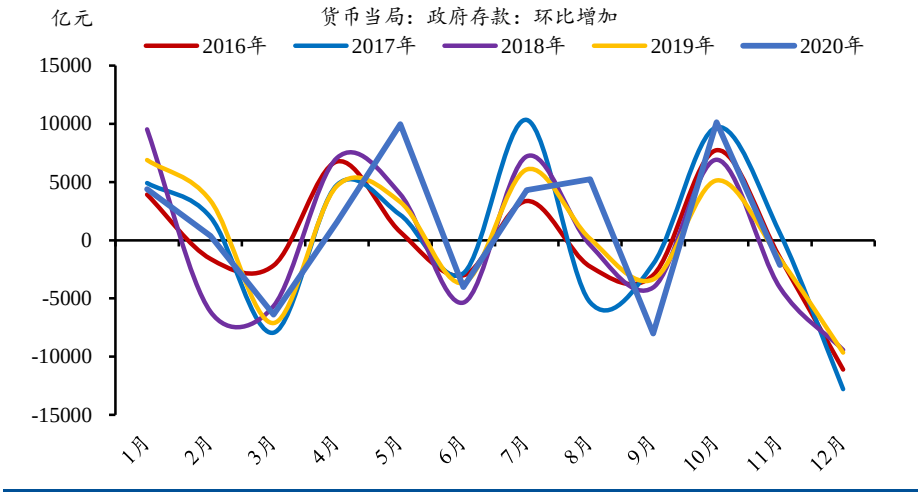
回顾过去 5 年历史同期新增财政存款均值为 5680 亿元。综合上述因素，预测 2021 年春节前财政存款在 4000 亿至 5000 亿元之间，对市场流动性形成冲击。

图 6：1 月通常是财政支出淡季



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 7：1 月财政资金回流至央行账户



资料来源：Wind，民生证券研究院

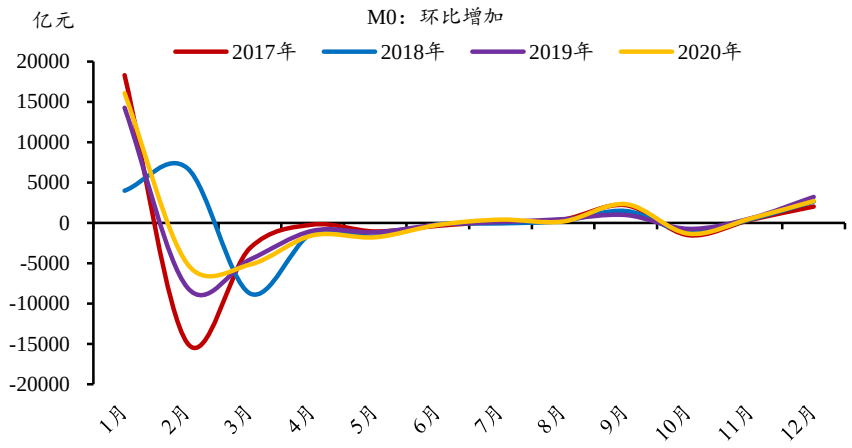
5.1.2 现金走款

受春节取现效应影响，每年 1-2 月份春节期间居民提现需求旺盛，资金从银行体系中大量流出，对年初银行间流动性形成一定冲击。从 M0 的变化规律看，**每年春节前后 M0 增幅较大，总量达到年内峰值。**由于每年春节时点和居民线下活跃度有所不同，具体规模大小也在不同年份呈现较大差异。

考虑到 2021 年正月初一是 2 月 12 日，**1 月份的取现压力得以一定程度的缓解，现金走款可能相对集中在 2 月。**2016 年以来，春节前的 M0 环比增加规模分别为 9310、18295、10779、14262、16060 亿元。取过往 5 年中春节时点与 2021 年较为接近（2015 年（2 月 19 日）、2016(2 月 8 日)、2018 年(2 月 16 日)）年份的平均值更具参考意义，计算得到上述三年 M0 环比增加均值为 1.1 万亿元。

考虑到近期石家庄等地疫情新起，疫情因素尚未完全褪去的情况下，居民走亲访友等线下活跃度较往年偏弱，居民提现需求要稍弱于过往同期，预计今年春节前现金走款规模介于 9000 亿和 1.1 万亿之间。

图 8：春节前后，居民提现需求较高



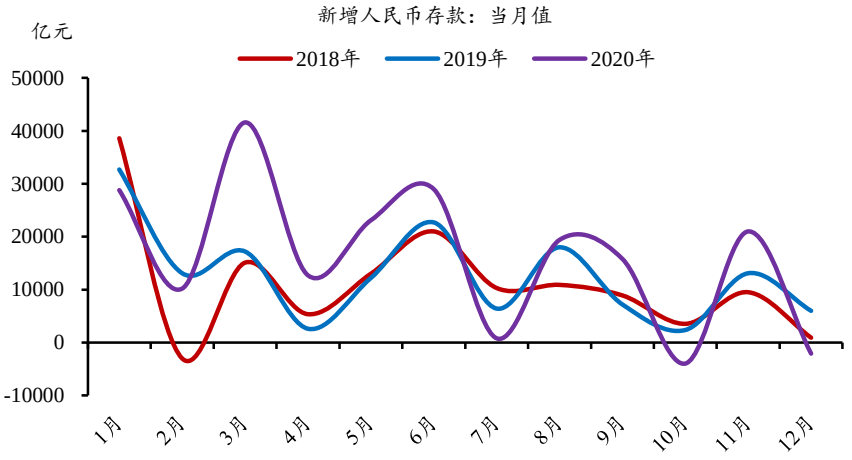
资料来源：Wind，民生证券研究院

5.1.3 银行缴准

1 月是银行信贷投放大月。受“早投放，早收益”的业务习惯影响，商业银行往往在开年月份多释放信贷额度。信贷投放带来的存款增加会加大银行缴准的压力，**因此 1 月通常也是银行缴准的主要月份。**

2018 年以来，1 月份新增银行存款平均为 3.3 万亿 元，2020 年 1 月同期为 28800 亿元。2020 年第二季度货币政策执行报告中指出：“随着经济增速向潜在水平回归，宏观杠杆率也将逐步回归至合理水平“。而在随后的第三季度货币报告中央行再次强调了：”稳定宏观杠杆率将逐渐成为政策重点。”因此**预计 2021 年 1 月新增存款规模与过去 3 年同期基本持平**，为 3 万亿元左右。取 9.4%的存款准备金率，可得到春节前缴准规模为 2820 亿元，对市场流动性形成负面冲击。

图 9：1 月是传统信贷投放大月，新增存款通常达到年内峰值



资料来源：Wind，民生证券研究院

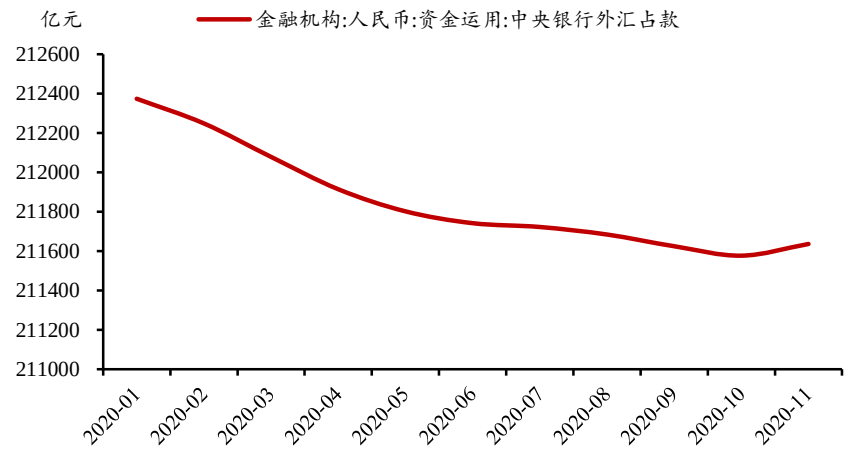
5.1.4 货币政策工具到期

货币政策工具到期也会对流动性造成冲击。元旦到春节期间流动性工具到期合计 11155 亿元。具体来看：1 月 15 日和 1 月 23 日分别有 3000 亿元 MLF 以及 2405 亿元 TMLF 到期；1 月 1 日-15 日 共有 5750 亿元逆回购到期。

5.1.5 外汇占款

观察自 2020 年 1 月以来的数据发现，2020 年 2 月外汇占款环比开始出现负数，从 2020 年 6 月以来，外汇占款一直呈现小幅度流出状态，每月流出规模保持在 100 亿元以内。**2020 年 11 月，外汇占款环比自 2 月份之后首次转正，为 59 亿元。**央行外汇占款环比转正，但增幅较小，难以对银行间流动性形成明显的趋势性影响。**预计 2021 年春节前外汇占款保持小幅波动，依然不是影响银行间市场流动性的主要因素。**

图 10：2020 年 11 月，外汇占款环比在年内首次转正



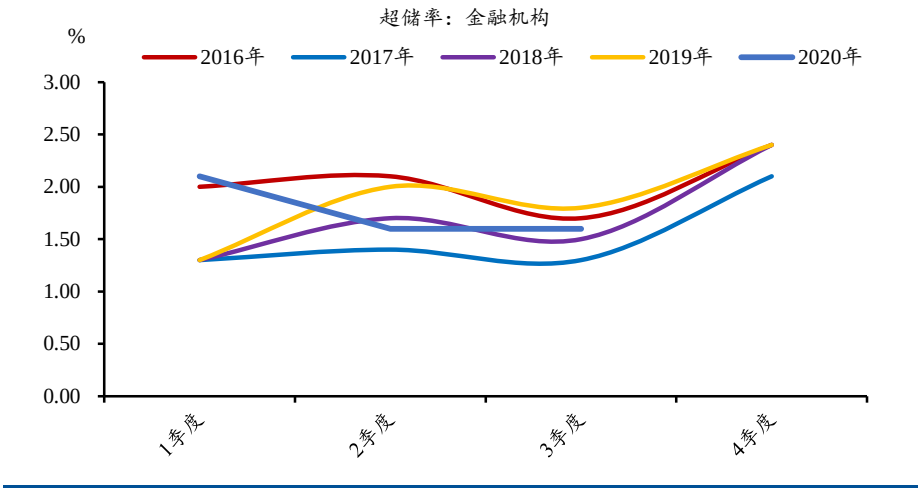
资料来源：Wind，民生证券研究院

5.2 动态流动性缺口（超储率视角）

通过超储率的视角，我们预测超储释放将补充流动性 1.2-1.4 万亿。

超储率是超额准备金与各项存款余额之比，是衡量银行体系流动性以及货币政策传导效率的关键指标。**我国金融机构超储率的变化有鲜明的季节性特点，通常呈现 1 季度环比回落、2 季度环比升高、3 季度环比回落、4 季度环比升高的特征。**过低的超储率会导致银行体系流动性紧张，间接抑制银行的信贷投放、债券配置等行为。

图 11：我国超储率的变化有极强的季节性特点



资料来源：Wind，民生证券研究院

关于**超储率的估算**，中国人民银行每季度发布的货币政策执行报告中会披露当季度超额准备金率，我们假设以 2020 年三季度（即 2020 年 9 月）为基准，加上当月超储率变动，即可得到 10 月份的超储率，再加上 11 月份的超储率变动，即可得到 11 月份的超储率。如此滚动，便可得到各月的超储率。因此，**计算超储率关键在于如何计算每月的超储率变动，换言之需要求出每月的超额准备金变动值。**

我们通过拆解央行资产负债表，根据“总资产=总负债”得到：Δ 其他存款性公司存款≈Δ 法定准备金+Δ 超额准备金=Δ 对其他存款性公司债权-Δ 货币发行-Δ 政府存款。进一步推出：

Δ 超额准备金≈Δ 对其他存款性公司债权-Δ 货币发行-Δ 政府存款-Δ（法定存款准备金率*需要缴准的一般性存款）。

因此，综上所述，超储率的计算公式可总结为：

本月超储率=上月超储率（基准）+超储变动率

=上月超储率（基准）+△超额准备金/一般存款

=上月超储率（基准）+[Δ 对其他存款性公司债权-Δ 货币发行-Δ 政府存款-Δ（法定存款准备金率*需要缴准的一般性存款）]/一般存款

通过公式我们可以发现央行公开市场净投放、降准会提高超储率；而现金走款增加、政府存款增加、银行存款增加会降低超储率。

根据央行公布的 2020 年三季度（2020 年 9 月）超储率 1.6%，**我们测算出 2020 年 11 月底金融机构超储率依旧维持在 1.6%左右（1.63%）。根据 11 月末的超储率水平，我们进一步估算出四季度末超储率介于区间【2.2%-2.3%】**，较过去四年年末超储率水平（2.4%）有所下降。一月下旬以后受到缴税、提现等因素的影响，金融机构的超储率水平将有所下降。

关于超储率的合理区间，央行曾在 2018 年 3 季度货币政策执行报告中提到“我国银行体系的超储率并不高，在 1.5%左右”。在 2020 年 2 季度货币政策执行报告中我们再次发现央行提到“银行体系超额准备金率一直维持在约 1.5~2%”。因此，我们推断央行很可能将 1.5%-2%的超储率视为保持“流动性合理充裕”的水平。

回顾 2016 年以来的超储率我们发现，过去五年 1 季度末超储率环比降幅呈现较大差异：其中 2017 年一季度降幅达到 1.1%，2016 年一季度则只降了 0.1%。我们计算出自 2016 年以来的一季度超储率平均值为 1.6%，而这也是 2020 年多数时间所对应的的超储率水平。以此为准，**按照我们推测的 2020 年四季度末超储率 2.2%-2.3%估算，我们推算出动态流动性将释放 1.2-1.4 万亿。**

综上所述，在考虑超储率对流动性起到补充的情况下，春节前的流动性缺口大致在 1.5-1.6 万亿。如果春节前央行净投放超过 1.6 万亿，则流动性环境处于合理充裕的水平；如果净投放在 1.5-1.6 万亿之间，流动性环境将逐渐趋于平衡状态；如果净投放明显少于 1.5 万亿，流动性环境将偏紧或略偏紧。

6 流动性对冲工具选择

央行在春节前夕投放流动性的货币政策工具包主要括降准、定向降准、CRA、OMO、MLF、SLF 等。**预计 2021 年春节前降准的概率不大，央行可以通过投放 MLF、公开市场操作逆回购等方式填补流动性缺口。**主要理由有如下两点：

（1）上文预测了 2021 年春节前流动性缺口约为 1.5-1.6 万亿元，今年由于春节时点后移至 2 月中旬导致居民取现压力放缓，外加债券供给回落、缴税时点后移等因素影响，流动性较历史同期相对宽裕。回顾过去五年的降准情况，发现降准操作一律出现在流动性收紧、经济下行的年份。2015、2019 和 2020 这四年均是经济下行压力较大，对应货币政策周期性宽松的时间段，而 2020 年第 4 季度以来经济复苏力度好于预期，实行降准可能会在一定程度上导致经济过热。

（2）当前货币政策仍然处于相对收紧周期。2020 年 12 月的中央经济工作会议指出：“政策操作上要更加精准有效，不急转弯：稳健的货币政策要灵活精准、合理适度：保持宏观杠杆率基本稳定。”传达了当前货币政策的主基调依然是维持灵活精准、合理适度。也表明了“以稳为主”是 2021 年的主基调。若选择全面降准政策信号意义太强，不利于预期管理。

综合春节前流动性缺口和“不急转弯”的货币政策，我们预测 2021 年春节前，流动性安排大概率是 MLF 超额续作和公开市场逆回购操作，不会出现全面降准。

风险提示：

国内疫情防控压力增大；货币政策收紧超预期等

插图目录

图 1：10 年中债国债到期收益率.....3
图 2：DR007 和 DR001 在暂停逆回购期间走势.....4
图 3：2018 年降准期间公开市场逆回购操作.....4
图 4：一般贷款加权平均利率与一年期 Shibor 走势更为接近.....5
图 5：新增人民币贷款的增加通常伴随着房价的升温.....6
图 6：1 月通常是财政支出淡季.....9
图 7：1 月财政资金回流至央行账户.....9
图 8：春节前后，居民提现需求较高.....10
图 9：1 月是传统信贷投放大月，新增存款通常达到年内峰值.....10
图 10：2020 年 11 月，外汇占款环比在年内首次转正.....11
图 11：我国超储率的变化有极强的季节性特点.....12

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。