东兴证券 DONGXING SECURITIES

年初资金延续宽松

——2021年1月货币市场流动性前瞻

2021 年 1 月 07 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：

12 月银行间流动性明显宽松；永煤事件后央行加大流动性投放，继 11 月末央行超预期投放 2000 亿 MLF 后，12 月中旬央行再次超额投放 MLF，下旬随着跨年到来资金紧张，央行多次投放 7 天到 14 天逆回购流动性，在央行的强力呵护下，12 月资金面持续宽松，DR007 中枢较前期有所回落，但由于跨年资金需求加大，流动性分层并未明显改善，长期限资金质押回购利率并未明显回落；此外，年底随着结构性存款压降压力有所缓解，银行负债端压力也随之缓解，同业存单发行利率回落，尤其是 3 月和 6 月期限；在资金面偏宽松和同业存单利率回落背景下，国债利率迎来转机，其中短端利率回落更多。

综合来看，1 月份缴税、居民提现对货币市场流动性形成负面冲击，外汇占款变化较小，但另一方面，债券供给压力明显减小，银行超额储备消耗减小，央行公开市场操作呵护流动性的意愿较强，年初市场对资金面宽松的预期也较强，叠加去年 11 月至 12 月央行释放 MLF 流动性，短期内央行回笼资金对流动性和资金利率的影响有限，中旬后关注缴税和随着春节来临，居民提现需求回升对银行间资金流动性的冲击，以及央行公开市场操作流动性的投放，**预计 1 月中下旬流动性或较上旬有所收紧**。

2021 年随着经济全面修复，财政政策边际收紧，国债、政策性银行债和专项债发行额度较今年明显下降；但明年政府债到期量明显高于 2020 年，或支撑银行间市场政府债总发行量；综合来看，我们认为明年债券供给压力缓解，对资金面的影响显著小于今年；外汇占款和财政存款、流通中现金等变量变化较小，对流动性影响有限；在货币政策正常化背景下，社融增速回落、贷款利率回升，下半年央行可能需要增加公开市场操作频率或增加操作额度来微调基础货币投放，缓解信用收缩对经济增长的负面影响，这也意味着资金面流动性不会持续过紧。

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. 央行流动性投放缓解跨年资金压力

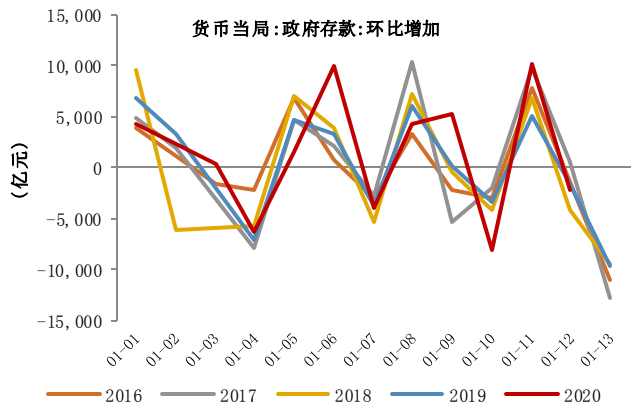
12 月银行间流动性明显宽松；永煤事件后央行加大流动性投放，继 11 月末央行超预期投放 2000 亿 MLF 后，12 月中旬央行再次超额投放 MLF，下旬随着跨年到来资金紧张，央行多次投放 7 天到 14 天逆回购流动性，在央行的强力呵护下，12 月资金面持续宽松，DR007 中枢较前期有所回落，但由于跨年资金需求加大，流动性分层并未明显改善，长期限资金质押回购利率并未明显回落；此外，年底随着结构性存款压降压力有所缓解，银行负债端压力也随之缓解，同业存单发行利率回落，尤其是 3 月和 6 月期限；在资金面偏宽松和同业存单利率回落背景下，国债利率迎来转机，其中短端利率回落更多。

2. 债券供给及财政存款

1 月政府债一级市场发行对银行间流动性影响不大；2021 年专项债额度并未提前下放，2020 年全年专项债发行额达 3.6 万亿，地方政府政府性基金账户号财政资金较往年充裕，且 2021 年经济持续复苏预期较强，财政宽松基建投资逆周期调控的必要性降低；因此预计 1 季度地方政府专项债供给远低于去年同期，参考往年专项债发行节奏，预计 5-10 月专项债供给有所增加，今年没有抗疫国债发行计划，预计专项债发行节奏将更为平稳。假设今年全年专项债额度为 3 万亿，预计月均发行量将达到 5 千亿左右，结合政金债和国债发行节奏，较难对银行间流动性形成较大的扰动。财政部 2021 年 1 季度国债发行计划显示，1 月国债发行只数基本与去年 1 月持平，21 年年初国债偿还额较去年同期高，财政政策回归常态化背景下，年初国债净融资额或略低于去年同期，国债供给对银行间市场流动性影响较小。

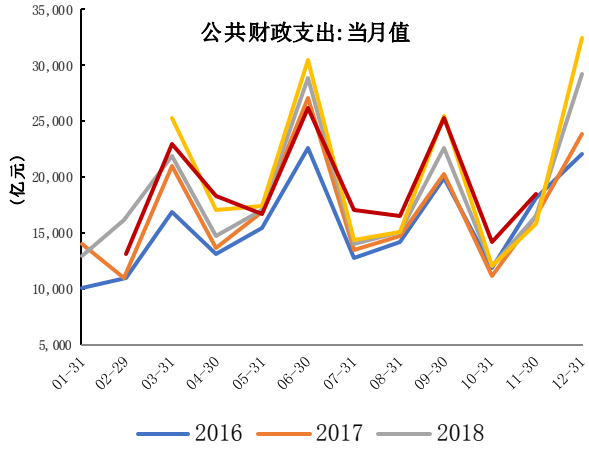
一般年初尤其是 1 月为财政支出淡季，财政存款资金回流至银行等金融机构体系内的数量较少；此外受季初缴税影响，资金从银行体系内回流至央行财政存款账户，对银行间流动性形成一定程度的负面冲击。从历史数据看，过去 5 年每年 1 月央行财政存款账户环比增加额为 4000 亿至 9000 亿不等，财政存款资金回流减少商业银行超额准备金，对银行间流动性形成冲击。

图1：1 月财政资金回流至央行账户



资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：1 月为财政支出淡季

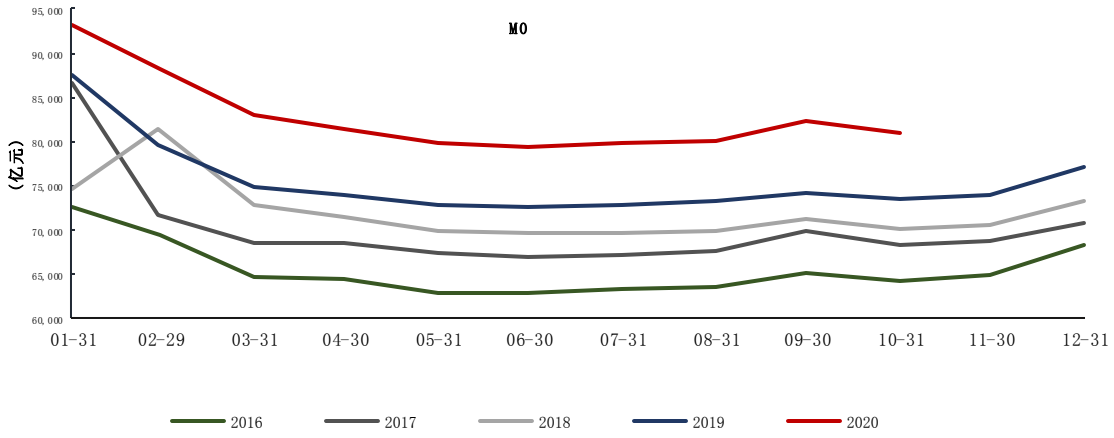


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 流通中现金

跨年及春节期间一般居民提现需求较高，可能会对年初银行间流动性形成一定冲击；春节期间居民企业提现需求较高，1 月 M0 和央行的货币发行额（M0+商业银行库存现金）均创年内新高，但 2020 年受疫情和经济活动受阻影响，春节后因居民提现流出银行系统的现金回流至银行系统内的额度较少，表现为以上指标的同比增速远超预期，因此我们认为 2021 年年初的流动中现金创新高，但幅度有限，后续随着疫苗落地，疫情影响完全消退，流通中现金或可能会加速回流至银行系统。春节流通中现金增加则意味着央行账上更多的超额准备金转化为货币发行，对银行间流动性形成负面冲击，但近几年来每年春节期间央行均通过公开市场操作或其他货币政策工具对冲银行间流动性外流，春节提现难对银行间流动性和资金利率形成较大冲击。

图3：春节期间居民提现需求较高



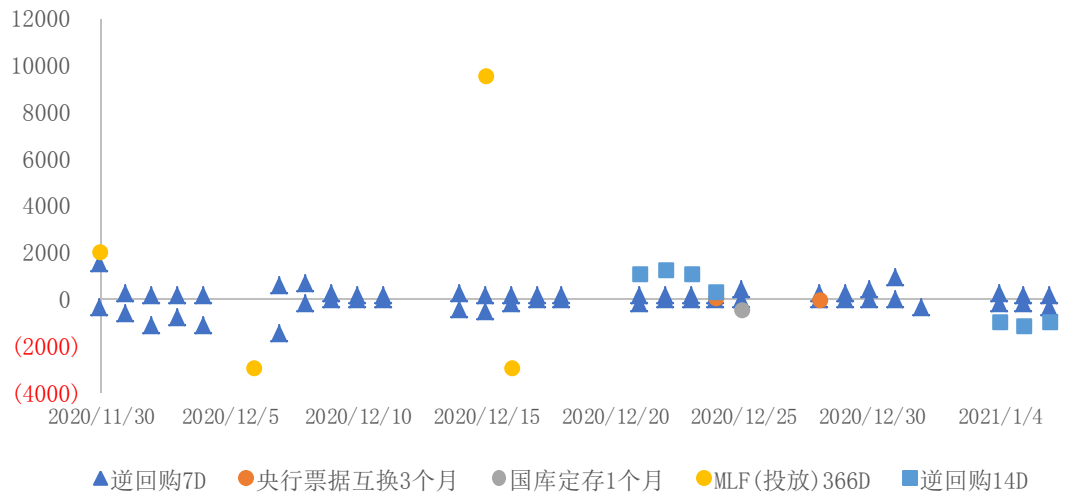
资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 外汇占款及公开市场操作

12 月央行外汇占款账户环比变化转正，与人民币升值预期较强吻合，但从贸易顺差和银行代客结售汇顺差来看，企业持汇意愿较强，人民币升值预期较强的背景下企业结售汇转正，但从幅度上来看对央行外汇占款影响较小，此外央行外汇占款转正，但增幅较小，也难以对超额准备金和银行间流动性形成明显的趋势性影响。综合来看，人民币升值预期较强难以直接影响央行外汇占款余额和商业银行超储率与银行间市场流动性，外汇占款变动依然不是银行间市场流动性的主要影响因素。

12 月央行公开市场操作边际放松，主导资金利率走势，预计年初这一趋势仍将延续；12 月央行呵护跨年资金流动性，中旬超额释放 MLF 流动性，下旬多次通过逆回购释放流动性，隔夜和 7 天资金利率中枢回落，1 月以来，虽然央行多次回笼流动性，但在前期较为充裕的流动性下，长短期资金利率依然回落，公开市场操作“削峰填谷”，但年初货币市场流动性宽松预期较强，短期内央行回收流动性对资金利率的影响不大，即使资金利率回升，央行呵护年初流动性意愿也较强，短期内市场对“货币边际放松”达成共识，银行间市场流动性也将维持边际宽松。

图4：12 月央行公开市场操作一览



资料来源：wind，东兴证券研究所

5. 年初银行间流动性偏宽松

综合来看，1 月份缴税、居民提现对货币市场流动性形成负面冲击，外汇占款变化较小，但另一方面，债券供给压力明显减小，银行超额储备消耗减小，央行公开市场操作呵护流动性的意愿较强，年初市场对资金面宽松的预期也较强，叠加去年 11 月至 12 月央行释放 MLF 流动性，短期内央行回笼资金对流动性和资金利率的影响有限，中旬后关注缴税和随着春节来临，居民提现需求回升对银行间资金流动性的冲击，以及央行公开市场操作流动性的投放，**预计中下旬流动性或较上旬有所收紧**。

2021 年随着经济全面修复，财政政策边际收紧，国债、政策性银行债和专项债发行额度较今年明显下降；但明年政府债到期量明显高于 2020 年，或支撑银行间市场政府债总发行量；综合来看，我们认为明年债券供给压力缓解，对资金面的影响显著小于今年；外汇占款和财政存款、流通中现金等变量变化较小，对流动性影响有限；在货币政策正常化背景下，社融增速回落、贷款利率回升，下半年央行可能需要增加公开市场操作频率或增加操作额度来微调基础货币投放，缓解信用收缩对经济增长的负面影响，这也意味着资金面流动性不会持续过紧。

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