

研究所

分析师: 梁伟超
SAC 登记编号: S1340523070001
Email: liangweichao@cnpsec.com

近期研究报告

《节后，短久期信用窗口开启——信用周报 20250210》 - 2025. 02. 10

固收周报

资金紧不意味着宽松转向 ——流动性周报 20250216

● 资金紧不意味着宽松转向

第一，1 月新增信贷创新高，反映信贷投放节奏与货币政策取向与债市预期的差异，但仍不足以改变债牛底层逻辑。

第二，随着节后资金偏紧状态的延续，债市开始修成对货币宽松的预期，但这与货政报告的表述并不相符。

第三，客观来看，2024Q4 货政报告延续并加强了“逆周期”和“降成本”的方向，并未弱化宽松相关表述。

第四，除央行因素之外，银行负债压力偏大，是节前节后流动性偏紧的主要动因。

第五，央行因素中，买断式回购规模成为流动性投放的主要渠道，成本偏高抬抬了资金价格的中枢，形成了当前货币市场的局面。

第六，货币政策有本身的节奏，与市场预期错位是常态，一季度仍有降准降息落地的契机。

第七，鉴于汇率压力并非趋势性缓解，操作选择上降准可能由于降息。

第八，短端票息资产、同业存单等处于高配置价值区间，负 carry 的状态限制了杠杆策略的使用，但调整后的票息保护的确更加充足，可以做部分仓位的布局。

第九，低利率环境中，久期策略依然是主流产品的选择，在流动性短期逆风的环境中，或许应该适度提高长端收益率的调整目标、降低盈利目标，及时布局调整幅度偏大的长久期老券。

● 风险提示：

流动性超预期收紧。

目录

1 资金紧不意味着宽松转向	4
2 风险提示	7

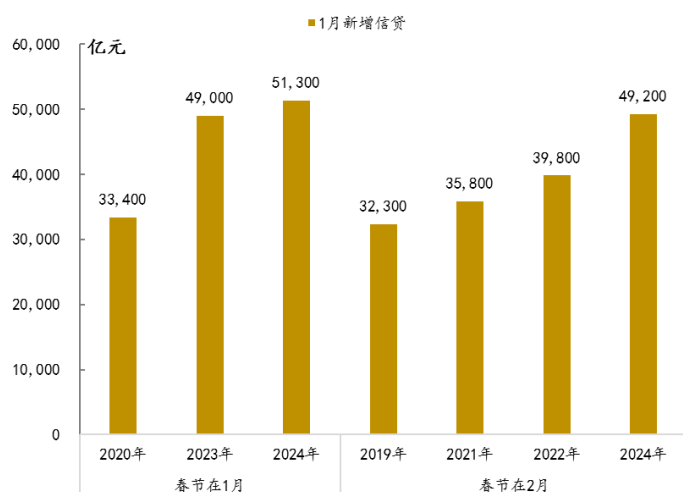
图表目录

图表 1: 今年 1 月在春季影响下, 新增信贷规模依然创历史新高.....	4
图表 2: 信贷和政府债券是今年新增社融的主要支撑因素.....	4
图表 3: 2024Q4 货政报告延续宽松政策立场和逆周期调节, 重点在于力度和节奏适当调整.....	5
图表 4: 非银存款的流出规模依然偏大, 银行年初负债压力仍在.....	6
图表 5: 节后资金价格回落幅度不及预期, NCD 与资金依然倒挂.....	6
图表 6: 美元指数近三个月新低, 人民币汇率在震荡区间中.....	7
图表 7: 一季度汇率的季节性趋向于震荡, 二季度波动性提高.....	7

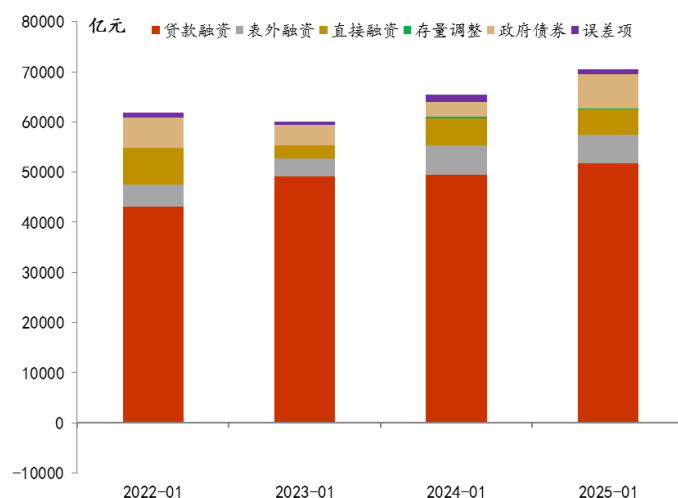
1 资金紧不意味着宽松转向

1月新增信贷创新高，反映信贷投放节奏与货币政策取向与债市预期的差异，但仍不足以改变债牛底层逻辑。(1)年初新增信贷新高，主要受到银行机构投放诉求支撑。今年春节在1月，在工作日偏少的情况下，新增信贷规模依然创出新高，实属不易。从结构上来看，企业端信贷投放同比多增，无论是票据还是企业中长期信贷，均对信贷投放形成支撑。这也反映我们自去年12月以来的判断，即中央经济工作会议货币政策的取向变化后，政策对于信贷和社融增长的诉求回归，年初银行对于规模“开门红”的诉求强烈，故在项目端的投放显著加强。(2)前期债市对此的预期显然不足，多将关注点集中在“宽松”之上，未重视同时加强的宽信用诉求。近期随着资金面紧张状态在节后的延续，前期预期得以修正。但上述对债市定价层面的影响，更多集中在资金和短端之上，即1月新高的新增信贷规模验证了节前资金面持续偏紧的原因，并且在节后影响依然存在。但长端交易的逻辑，近几年不太重视信贷脉冲式增长，特别是年初的新高，因为以往的经验指向，过高的年初信贷规模，将对后续的融资需求形成一定程度的透支，而造成后续数据的回落。故年初信贷数据对债市定价的影响，目前依然集中在资金逻辑，并未验证融资需求趋势性修复的逻辑，后者关乎债牛定价的底层逻辑。

图表1：今年1月在春季影响下，新增信贷规模依然创历史新高



图表2：信贷和政府债券是今年新增社融的主要支撑因素



资料来源：iFind，中邮证券研究所

资料来源：iFind，中邮证券研究所

随着节后资金偏紧状态的延续，债市开始修成对货币宽松的预期，但这与货政报告的表述并不相符。政策表述的客观含义，往往与债市定价脱节，前者有其自身的延续脉络，后者更多与市场预期有关。我们多次讨论，去年 12 月之后的货币政策表述除“适度宽松”的定调变化之外，同时伴随更强的对信贷、社融增长的诉求和“防范空转”的表述。但债市情绪在去年 11 月末至今年 1 月初，尤为热烈，市场对政策的解读也尤为宽松。但 1 月中旬之后，随着春节前资金面的收紧，以及降准的一再后推，债市对于货币宽松的预期也发生变化，但依然保持一定程度的信心。春节后，季节性宽松的幅度不大，资金维持偏紧状态，债市对于货币宽松的信心有所动摇，更多看到货政报告中的“择期”。客观来看，2024Q4 货政报告延续并加强了“逆周期”和“降成本”的方向，并未弱化宽松相关表述。

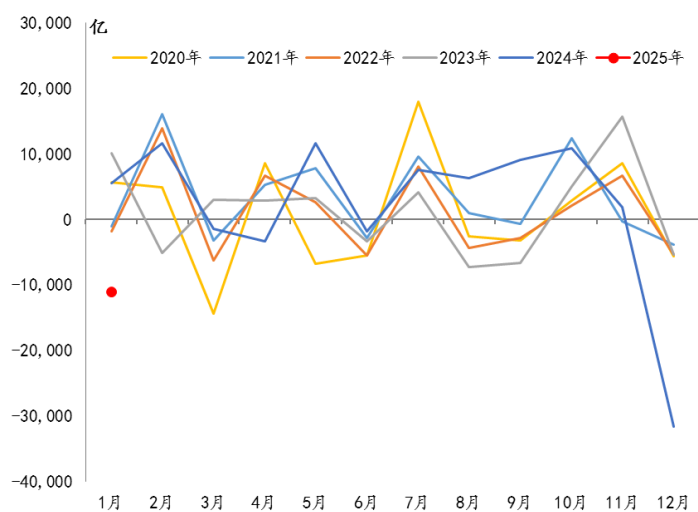
图表3：2024Q4 货政报告延续宽松政策立场和逆周期调节，重点在于力度和节奏适当调整

分项	2024Q4 货币政策执行报告	2024Q3 货币政策执行报告	点评
政策基调	实施好适度宽松的货币政策。 保持融资和货币总量合理增长。强化逆周期调节，根据国内外经济金融形势和金融市场运行情况，择机调整优化政策力度和节奏。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用利率、存款准备金率等多种货币政策工具，保持流动性充裕。	稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。 保持融资和货币总量合理增长。密切关注海外主要央行货币政策变化，持续加强对银行体系流动性供求和金融市场变化的分析监测，灵活有效开展公开市场操作，综合运用 7 天期逆回购、买断式逆回购、中期借贷便利（MLF）和国债买卖等多种工具，保持银行体系流动性合理充裕和货币市场利率平稳运行。	· 强化逆周期调节，择机调整节奏。 · 降准降息依然是方向。
降成本	保深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的利率传导关系。强化利率政策执行，充分发挥利率自律机制作用，有效落实各项利率自律倡议，维护市场竞争秩序。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，推动企业融资和居民信贷成本下行。	深入推进利率市场化改革，健全市场化利率形成、调控和传导机制，研究适当收窄利率走廊的宽度，引导货币市场利率围绕政策利率中枢平稳运行，逐步理顺由短及长的传导关系。强化利率政策执行，充分发挥利率自律机制作用，规范市场竞争行为，维护市场竞争秩序，着力稳定银行负债成本。持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），着重提高 LPR 报价质量，更真实反映贷款市场利率水平，督促金融机构坚持风险定价原则，理顺贷款利率与债券收益率等市场利率的关系，发挥好政策利率和 LPR 下行的带动作用，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。	· 未再提及收窄利率走廊，未提银行负债成本。 · 降成本依然是题中之义。
汇率调控	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，稳定预期，增强外汇市场韧性，加强外汇市场管理，坚决对市场顺周期行为进行纠偏，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需原则和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，为实体经济营造稳定的汇率环境。	稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。做好跨境资金流动的监测分析，坚持底线思维，综合施策，强化预期引导，防止形成单边一致性预期并自我实现，坚决防范汇率超调风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。加强外汇市场管理，引导企业和金融机构树立“风险中性”理念，指导金融机构基于实需和风险中性原则积极为中小微企业提供汇率避险服务，维护外汇市场平稳健康发展。	· 稳定汇率市场预期是重要阶段性目标。

资料来源：央行，中邮证券研究所

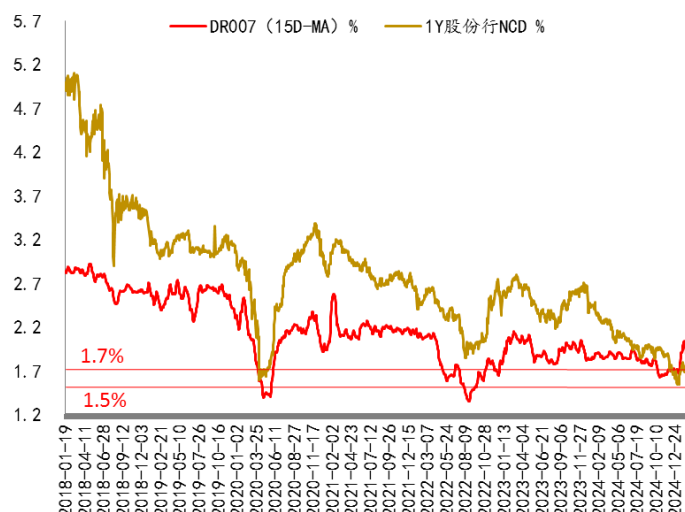
除央行因素之外，银行负债压力偏大，是节前节后流动性偏紧的主要动因。市场常常将资金面的任何变化均归因于央行态度和央行选择，事实上央行作为货币市场的主要参与者，的确是主要力量，但并非是唯一决定性因素。我们在1月以来的多数流动性跟踪报告中，均强调银行负债压力问题在今年一季度将会持续，这一方面与上文的年初资产端信贷投放有关，另一方面与同业活期规范后大行负债流失有关。银行负债压力的持续存在，是当前货币市场的主要矛盾，在数据层面表现为同业存单发行的诉求，同业存单偏高的利率，以及大行融出规模的持续回落。以上是货币市场本身的结果性问题，与央行操作共同决定资金面的趋势。问题在于，在银行负债矛盾难解的环境中，央行主动后推降准这一全局性流动性宽松工具，去年四季度未降准，节前时点依然未降准。买断式回购规模成为流动性投放的主要渠道，这与前期以MLF投放为主时，常阶段性表现出来的资金面并未二致，即央行投放工具成本偏高，拉抬了资金价格的中枢，形成了当前货币市场的局面。

图表4：非银存款的流出规模依然偏大，银行年初负债压力仍在



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表5：节后资金价格回落幅度不及预期，NCD与资金依然倒挂



资料来源：iFind，中邮证券研究所

货币政策有本身的节奏，与市场预期错位是常态，一季度仍有降准降息落地的契机。降准在岁末年初落空，市场的一致解读是与汇率的压力有关。如果上述结论成立，可以判断汇率已经出现压力边际缓解的时间窗口。显然，去年11月和12月汇率的两次突破中，央行的态度并不一致，第一次调控偏少，第二次调控偏多，可以说有提前释放贬值压力的意图。但无论如何，汇率波动加大契机，

往往来自美元指数的压力，而后者去年年末至1月底持续交易关税等政策预期。显然，关税等政策预期部分兑现之后，美元交易多头拥挤的情况已经在定价层面反馈，即上周出现的关税扩大和美元指数回落的背离。无论如何，美元在近期已经抹去近3个月的涨幅，即前期驱动因素已经钝化。故对于人民币汇率而言，已经进入阶段性压力放缓的时间窗口。这种压力放缓是阶段性的，并非趋势性的，因为就季节性而言，人民币往往在二季度的波动性更强，一季度的变动幅度往往偏小。这意味着央行如果要落地总量宽松政策，一季度末之前依然存在契机。但鉴于汇率压力并非趋势性缓解，操作选择上降准可能由于降息。

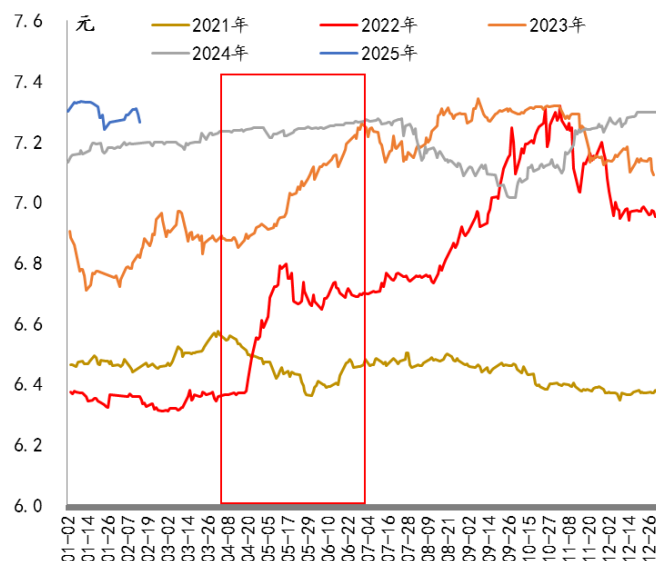
对债市而言，可以选择的策略并不多。短端票息资产、同业存单等处于高配置价值区间，负 carry 的状态限制了杠杆策略的使用，但调整后的票息保护的确实更加充足，可以做部分仓位的布局。但显然，低利率环境中，久期策略依然是主流产品的选择，在流动性短期逆风的环境中，或许应该适度提高长端收益率的调整目标、降低盈利目标，及时布局调整幅度偏大的长久期老券。

图表6：美元指数近三个月新低，人民币汇率在震荡区间中



资料来源：iFind，中邮证券研究所

图表7：一季度汇率的季节性趋向于震荡，二季度波动性提高



资料来源：iFind，中邮证券研究所

2 风险提示

流动性超预期收紧。

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；中国香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券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计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048