



抬升中枢，平抑波动 ——货币政策及资金面前瞻

■自年初以来，资金面整体呈现趋紧态势，且银行间市场流动性分层压力加剧。导致资金面收紧的因素包括：一是央行公开市场操作持续净回笼。二是 2020 年财政的“超收歉支”虽为年初的财政投放奠定了基础，但也成为制约央行操作的因素之一。三是今年前置的居民取现行为对流动性产生超预期的抽离作用。四是企业结售汇形成增量人民币存款，这部分资金的缴准会消耗超储。

■经济基本面稳步回暖和信用环境边际改善构成货币政策边际微调的基础。而本次央行意在“敲打”市场、避免形成单边宽松预期，并不意味着货币政策的大幅转向。一方面，央行对资金空转套利现象始终保持警惕。另一方面，资产价格的持续上涨实际上已成为判断流动性过剩情况的预警/辅助指标。前瞻地看，货币政策中长期的关注点仍在经济复苏与通胀水平，稳步回归中性的政策基调有望延续。未来观察货币政策立场，“价”比“量”更重要。

■随着货币政策稳步回归常态，预计节后资金面将继续维持紧平衡状态。价格型调控上，一季度 MLF 利率大概率保持不变。随着隔夜资金利率中枢上移，1.5%以下的隔夜或不再常见。数量型调控上，2 月跨节流动性缺口约为 1.7-2.2 万亿，央行或将通过 7 天、14 天逆回购投放和 MLF 续作适度对冲。节奏上，预计春节后至一季度末资金利率中枢或将继续维持在略高于政策利率的水平，二季度资金面总体仍将以稳为主、波动率下降。

谭卓，宏观经济研究所所长

招商银行研究院

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

蔡玲玲，资金管理团队主管

资产负债管理部

☎：0755-88259023

✉：cailingling@cmbchina.com

杨薛融，宏观研究员

招商银行研究院

☎：0755-22699005

✉：yangxuerong@cmbchina.com

邹萌，资金管理岗

资产负债管理部

☎：0755-83195449

✉：zoumeng1@cmbchina.com

许天阳，资金管理岗

资产负债管理部

✉：brightxu@cmbchina.com

目 录

一、资金面趋紧：四大因素	1
二、货币政策立场：短暂“敲打”市场	2
三、资金面前瞻：维持紧平衡	4

图目录

图 1: 今年以来 DR007 波动明显加大.....	1
图 2: 今年 1 月中旬以来国债利率有所上行.....	1
图 3: 当前核心 CPI 仍在持续下降.....	3
图 4: 近期中小行与国有行发行利差走阔.....	3
图 5: 2020 年四季度实体经济融资成本微降.....	3
图 6: 近期同业存单利率再度回到 MLF 利率上方.....	3
图 7: 2019-2020 年政府债券发行高峰始于二季度.....	5
图 8: 2020 年 MLF 净投放先降后升.....	5

一、资金面趋紧：四大因素

自年初以来，资金面整体呈现趋紧态势。DR007 由 1 月初的 1.86% 上行 49bp 至 2 月 8 日的 2.35%，重新回到 7 天逆回购利率（2.2%）上方。导致资金面收紧的因素包括以下四点：

一是央行公开市场操作持续净回笼。1 月 8 日-18 日，央行连续开展 20 亿/50 亿的“地量”级 7 天逆回购操作，且月中结束了此前连续 5 个月超额续作 MLF，转而小幅缩量续作 MLF，实现净回笼 405 亿，传递货币政策回归中性信号，避免资金利率继续下行；缴税当周（18-22 日），央行仅净投放 3500 亿资金，难以对冲 1 月缴税大月预估 2.3 万亿左右的缴税量，资金利率开始趋于上行；1 月最后一周，央行连续通过 OMO 净回笼约 2,300 亿，直接导致资金利率大幅飙升，DR007 上行 81bp 至 3.15%。

二是 2020 年财政的“超收歉支”虽为年初的财政投放奠定了基础，但也成为制约央行操作的因素之一。央行 1 月最后一周的公开市场业务交易公告均提及“月末财政支出大幅增加”，但实际的财政投放情况可能并不及央行预期。

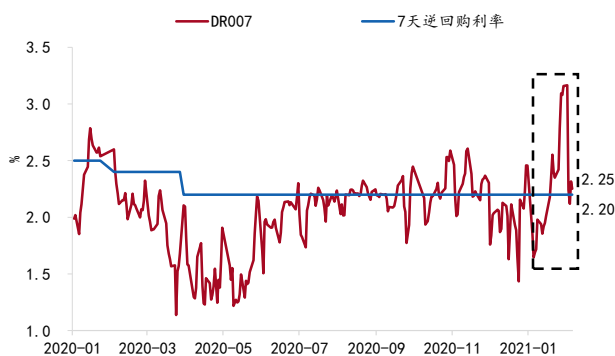
三是就地过年政策下部分居民提前返乡，往年临近春节的取现行为在今年提前，对流动性产生超预期的抽离作用。

四是去年下半年以来，人民币的快速升值带动去年末企业结售汇大幅上升，企业将结汇换取的人民币反存入银行后，银行对这部分增量资金的缴准也会消耗超储。12 月银行代客结售汇顺差环比上升 617 亿美元至 652 亿美元，同比增加 616 亿美元。

银行间市场的流动性分层压力加剧。部分中小行由于难以突破地方人行规定的融资利率上限（隔夜 SLF 利率 3.05%，七天 SLF 利率 3.2%），融资难度显著上升。非银机构流动性更为紧张，其融资成本在 1 月末一度突破 10%。从微观层面来看，1 月最后一周国有行和政策行继续作为融出的主力军，而股份行和城商行受缴税走款及财政预缴准备金等因素影响，由此前的净融出转为净融入，农商行则始终保持净融出状态。

图 1：今年以来 DR007 波动明显加大

DR007 与 7 天逆回购利率



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 2：今年 1 月中旬以来国债利率有所上行

10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind, 招商银行研究院

资金面边际趋紧成为驱动债市下跌的主要因素，尤其短端利率受影响更大。1 年期和 10 年期中债国债到期收益率分别由 1 月中的 2.29% 和 3.11% 分别上行 40bp 和 11bp 至 2 月 7 日的 2.69% 和 3.22%。存单方面，1 年期存单发行利率上行至 3.1%，再次超过 MLF 利率。

二、货币政策立场：短暂“敲打”市场

经济基本面稳步回暖和信用环境边际改善构成货币政策边际微调的基础。宏观经济上，四季度 GDP 增速达到 6.5%，超过潜在增长水平，显示经济增长动能不断增强。具体而言，工业生产延续高景气度，出口保持强劲韧性，制造业投资趋于回暖，消费继续修复。1 月 PMI 虽受到疫情反复和就地过年政策的制约环比回落 0.6pct 至 51.3%，但仍继续处于扩张区间。信用环境上，央行在信用事件后较强的呵护意愿已带动 1 年期 AAA 中债企业债到期收益率由 11 月末的 3.52% 回落至今年 1 月中旬的 2.98%。信用债融资恢复至正常水平，今年 1 月信用债净融资额达 6,247 亿，环比多增 5,677 亿，同比多增 3,061 亿。

本次调整意在“敲打”市场、避免形成单边宽松预期，并不意味着货币政策的大幅转向。一方面，央行对资金空转套利现象始终保持警惕。去年末至今年初，隔夜资金利率连续处于 1% 下方，债市杠杆开始有所抬升，R001 日成交量逐步提升至 1 月 8 日 4.5 万亿的历史高位，显著高于 2019 年的平均水平 3.2 万亿。当市场利率大幅低于政策利率时，资金“脱实向虚”的风险相应上升，货币政策边际趋紧以引导资金价格回归合意区间，即政策利率附近。但资金面持续紧张后，非银面临大额赎回，被迫实现主动降杠杆，R001 日成交量已于 1 月末回落至 2 万亿附近。另一方面，资产价格的持续上涨实际上已成为央行判断流动性过剩情况的预警/辅助指标。股市方面，2020 年，上证综指全年涨幅达 13.9%。房地产方面，近期上海、深圳等热点区域的房价明显上涨。就此，货币政策委员会委员马骏于 1 月 26 日提出“有些领域的泡沫已经显现”。

货币政策中长期的关注点仍在经济复苏与通胀水平，稳步回归中性的政策基调有望延续。主要支撑因素有三方面：

一是当前经济恢复的基础尚不牢固，货币政策不会“急转弯”。国际方面，海外疫情仍在持续蔓延，而疫苗接种进度尚不及预期，还面临着“宏观政策可持续性”、“金融市场风险”、“贸易保护主义”、“地缘政治风险”等不确定性。国内方面，近期局部地区疫情出现反复，叠加就地过年政策，可能对春节期间的居民消费构成小幅拖累；结构上，后疫情时代下小微企业的修复落后于大中企业，且小微企业的经营状况仍不稳定。

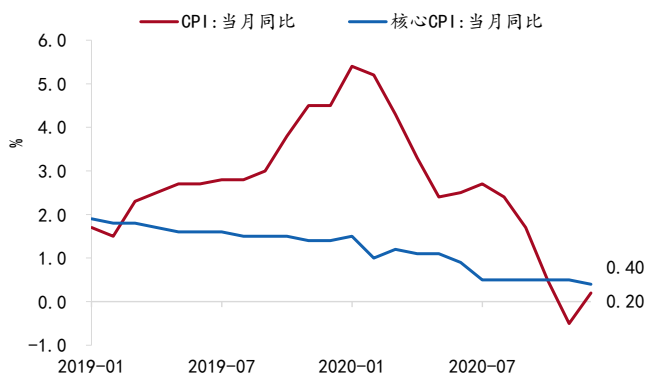
二是我国物价水平将处于温和通胀区间，对货币政策不会形成压力。2021 年全年 CPI 同比上涨 1.2%，较去年有所下降。猪肉价格仍是驱动 CPI 变化的主要因素，对整体价格施加下行压力，但反映有效需求的核心 CPI 将在服务消费回升的支撑下逐步上行；PPI 同比上涨 1.5%，较去年大幅上行，但仍处于温和区间，主要源于原油等大宗商品价格上涨带来的“输入型通胀”。



三是潜在的中小银行风险和信用风险值得警惕。一方面，目前城商行、农商行同业存单发行利差峰值已分别达 67bp、52bp，处于 2018 年以来的 98% 和 80% 分位数水平，表明中小银行风险当前处于高位。另一方面，不良贷款上升等信用风险可能在延期还本付息政策到期后有所显现，同时需关注区域性金融风险。

图 3：当前核心 CPI 仍在持续下降

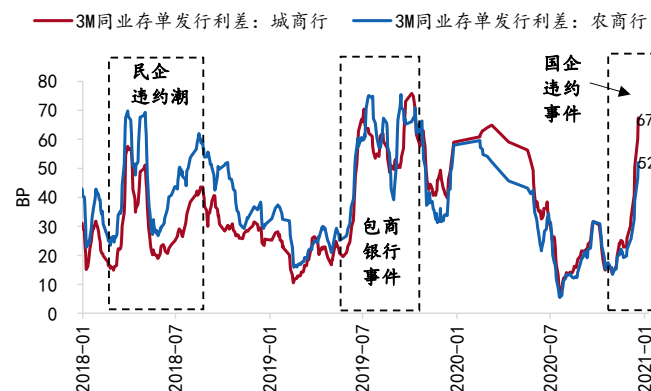
CPI 与核心 CPI 走势



资料来源：Wind, 招商银行研究院

图 4：近期中小行与国有行发行利差走阔

中小行同业存单发行利差走势



资料来源：Wind, 招商银行研究院

结合《四季度货币政策执行报告》来看，整体与中央经济工作会议的表述一致，指向“稳货币、稳信用”的政策基调有望延续。政策目标上，央行强调将以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，并将经济“保持在潜在产出附近”。“防风险”方面，央行关注金融科技监管问题、中小银行风险和居民杠杆率过快上升带来的风险。“降成本”方面，去年四季度一般贷款利率环比小幅下降 1bp 至 5.3%，未来随着企业信贷需求继续走强，大型企业贷款利率或保持稳定，小微企业贷款利率预计将继续下行。央行对“稳汇率”亦着墨较多，指向其对人民币快速升值持续保持关注。政策操作上，央行将更加注重操作的“灵活性”，指向货币政策在不确定形势下仍会保持相机抉择的空间。结构性货币政策将继续发力。同时，央行还将继续加强对不规范存款创新产品、结构性存款、异地存款的管理，并推动存款利率逐步市场化。

图 5：2020 年四季度实体经济融资成本微降

金融机构人民币贷款加权平均利率

图 6：近期同业存单利率再度回到 MLF 利率上方

银行同业存单与 1 年期 MLF 利率

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18012

