

流动性最紧时期已过，但货币环境也不会过松

一、流动性最紧时期已过，但货币环境也不会过松

- 近期货币市场利率明显上行。1月29日，DR001升至3.3%、DR007升至3.2%、R001升至6.6%、R007升至4.4%。传统上，由于超额准备金供需之前的波动，春节前流动性相对会呈现偏紧局面。但当前有所不同，与2018-2020年相比，货币市场利率上升幅度明显强于季节性（图表2-5）。近期相对偏高的货币市场利率水平，不能仅仅用春节、月末因素来解释，背后反映着随着经济扩张进入中后期阶段，货币政策呈现中性略偏紧的态势。我们预计流动性最紧时期已过，但货币环境总体不会呈现过松状态。
- 近期央行流动性操作相对偏紧，实际上对流动性造成了扰动。考虑到当前经济处于扩张中后期，央行不会采取降准方式来提供流动性，主要通过逆回购（7-14天），以及MLF操作的方式来提供流动性，并没有采取临时性流动性工具（如2017年）。与此前几年相比，央行流动性操作相对偏紧，实际上也对流动性造成了扰动。
- 当前经济扩张进入中后期阶段，通胀将温和上升，货币政策回归常态化，呈现中性略偏紧态势，预计不会主动加息，但信用扩张速度将明显放缓。2020年四季度实际GDP继续回升，同比6.5%，季调环比2.6%，全年实现GDP增长2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。经济扩张进入中后期阶段，经济内生动力明显加强，表现在消费、制造业投资回升幅度加快，但地产、基建将边际减速，预计全年通胀呈现上升趋势，当相对温和，货币政策将呈现中性略偏紧的态势。历史上我国的M2增速和信贷增速基本匹配的时候，对应着常态化货币政策阶段。常态化货币政策背景下，预计信用扩张速度将有所放缓。随着货币政策逐步回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，今年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，稳杠杆将成为重要任务之一。全年来看，2020年新增社融34.86万亿元，基本接近我们年初预估的35万亿元水平。可以看到2020年疫情冲击下，货币政策量的宽松非常明显。往前看，随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，政策利率上调可能性相对不大，但信用扩张增速将逐步放缓。预计今年社融存量增速或将回落至11%左右，新增社融预计在30-33万亿元；M2增速或将降至9.5%左右。信贷增速将放缓至10-11%，新增人民币贷款预计为18-20万亿元。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520110001
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 美联储：主席鲍威尔表示美联储远没有考虑“退出”超宽松的货币政策。
- 欧央行：拉加德表示欧元区通胀“仍然非常低”，预计负通胀将持续到2021年初。
- 日本央行：黑田东彦表示不太可能改变原有货币政策走向，且目前因疫情陷入衰退的日本经济也使得维持当前刺激计划几乎是唯一的选择。

三、文献推荐

- 货币政策与金融稳定：价格水平风险和替代货币政策策略的一些长期影响；货币政策预期、基金经理和基金回报：来自中国的证据（FED）。

风险提示：国内外疫情发展存在不确定性；政策应对措施和方法不当等

正文如下：

一、流动性最紧时期已过，但货币环境也不会过松

近期货币市场利率明显上行。1月29日，DR001升至3.3%、DR007升至3.2%、R001升至6.6%、R007升至4.4%。传统上，由于超额准备金供需之前的波动，春节前流动性相对会呈现偏紧局面。但当前有所不同，与2018-2020年相比，货币市场利率上升幅度明显强于季节性（图表2-5）。近期相对偏高的货币市场利率水平，不能仅仅用春节、月末因素来解释，背后反映着随着经济扩张进入中后期阶段，货币政策呈现中性略偏紧的态势。我们预计流动性最紧时期已过，但货币环境总体不会呈现过松状态。

理论上，超额准备金供需均衡决定了短期利率水平。超额准备金供给方面，从整体来看，央行是准备金的唯一供给方，金融机构之间的拆借并不改变超额准备金总量，财政存款、现金、外汇占款的波动也是影响供给的重要因素；超额准备金需求方面，金融机构资产负债表的扩张速度、清算需求、季节性因素等决定了超额准备金的需求。

图表1：近期货币市场利率明显上行（%）

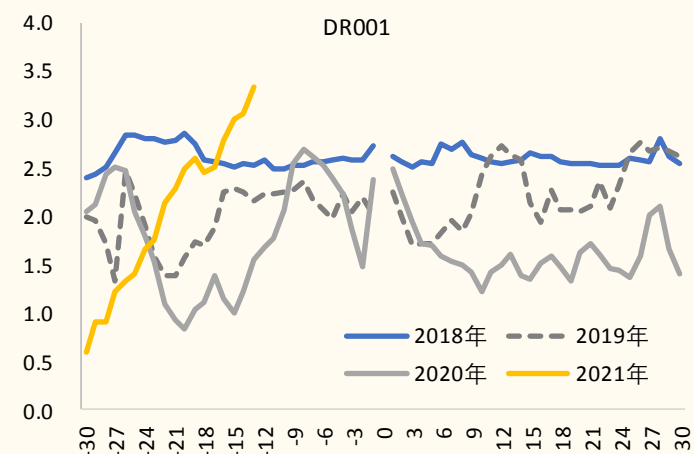


来源：Wind，国金证券研究所

春节前超额准备金供需均对流动性形成扰动。从超额准备金供需角度，春节前影响流动性的因素主要包括财政存款的增加、流通中现金的增加，与因银行贷款量扩张，存款派生带来的超额准备金冻结。这些问题实际上很长时间都是存在的。但是在2014年前后表现形式有所不同，2002-2012年，外汇占款大规模流入下，超额准备金供给主要受到外汇占款影响，主要表现为超额准备金供给的过剩；2014年以来，随着外汇占款回归正常化，其他因素对超额准备金供需开始起到主导作用。春节前超额准备金供需扰动因素包括：财政存款的增加、流通中现金的增加，与因银行贷款量扩张，存款派生带来的超额准备金冻结。具体来看：（1）春节前往往现金需求会增加，居民在春节前会增加现金的需求，同时包括企业加速回款，发工资、奖金等因素均会增加现金的需求。2015年以来，春节前所在月份现金需求平均增加1.4万亿元，预计今年新增现金需求与

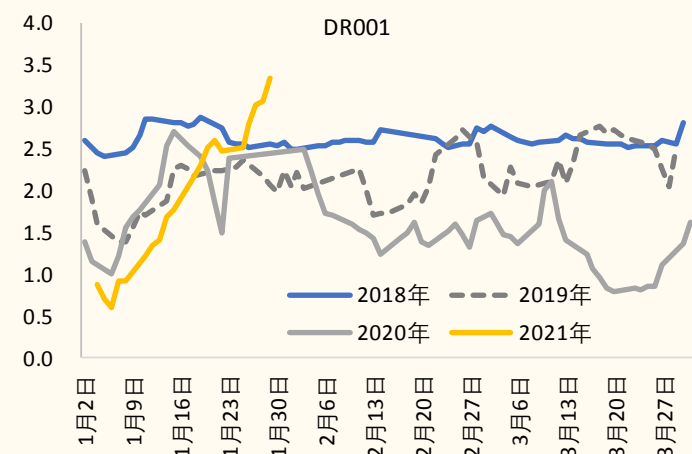
平均水平相近；（2）财政存款的增加，财政存款呈现季节性波动，往往季度初会增加的比较多。2015 年以来，1 月份财政存款平均增加 6300 亿元，预计今年 1 月新增财政存款 5000 亿元左右；（3）贷款量扩张，由于银行有“早投放早受益”的行为，一季度，特别是 1 月份贷款量扩张的会比较大，从而派生存款，带来超额准备金的冻结，预计今年 1 月新增存款 1.5 万亿元左右，相应冻结准备金 1875 亿元；（4）流动性工具的到期，也将对流动性形成扰动。

图表 2：2018 年以来春节前后 DR001 变化对比 (%)



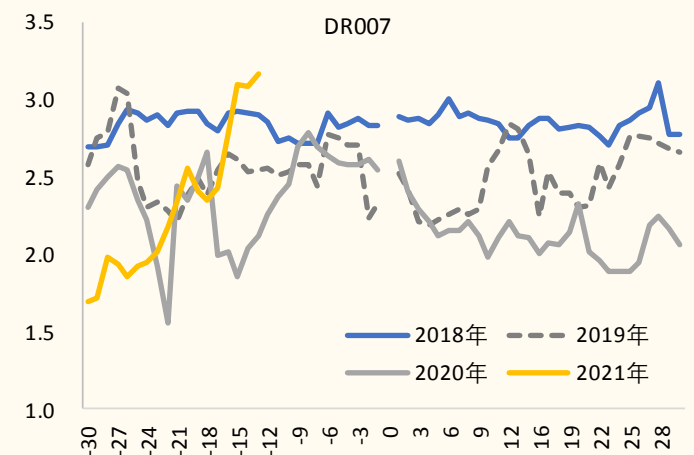
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：2018 年以来一季度 DR001 变化对比



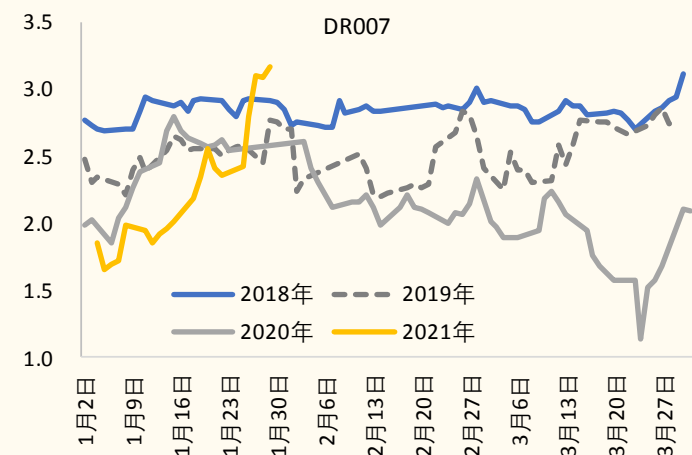
来源：Wind，国金证券研究所

图表 4：2018 年以来春节前后 DR007 变化对比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：2018 年以来一季度 DR007 变化对比

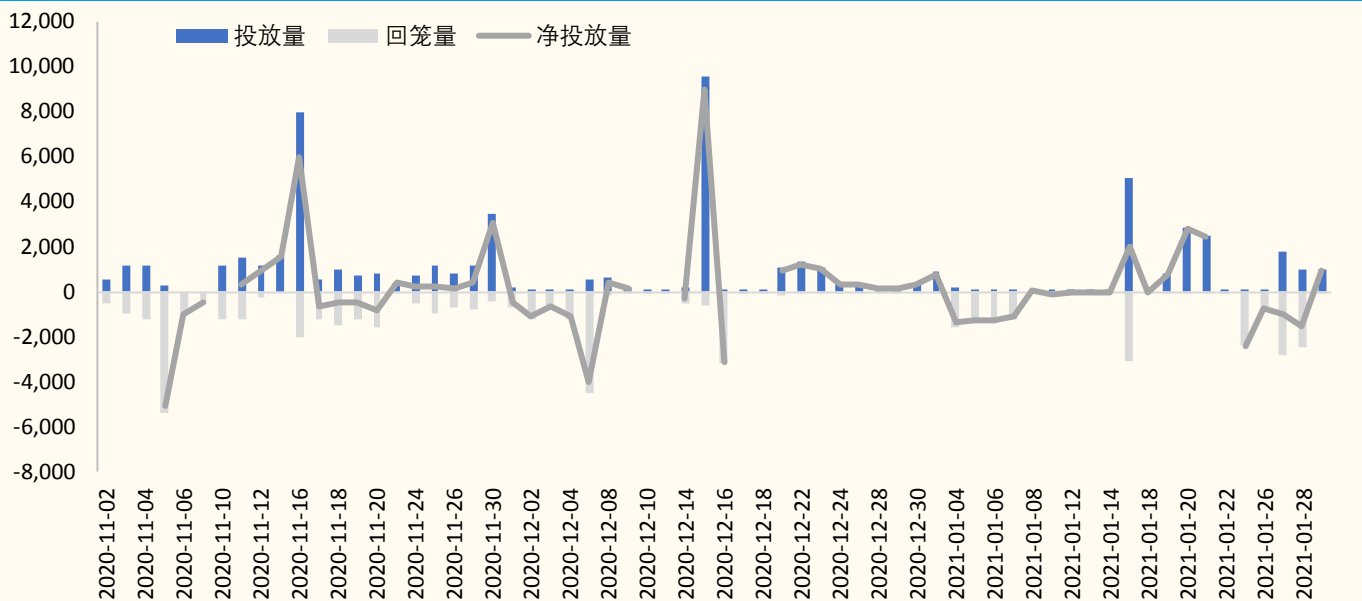


来源：Wind，国金证券研究所

近期央行流动性操作相对偏紧，实际上对流动性造成了扰动。回顾近几年 1 月货币政策动作，面对流动性扰动，央行通过多种方式来提供流动性。具体来看：2020 年，1 月 6 日，下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；1 月 23 日，开展定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额为 2405 亿元，利率相对同期限 MLF 低 10bp（3.15%）；2019 年，1 月 4 日，下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点；2018 年，1 月 11 日，对全国性商业银行开始陆续使用期限为 30 天的临时准备金动用安排（CRA）；2017 年 1 月，通过临时流动性便利（TLF）操作为现金投放量较大

的几家大型商业银行提供临时流动性支持。2016 年，节后降准，3 月 1 日，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；2015 年，2 月 5 日，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。应对方式的差异源于宏观经济背景的差异。2015 年、2019 年、2020 年初经济状况均相对偏弱，经济下行压力偏大，因此，降准一方面是补充流动性，另一方面也是支持实体经济；2017 年、2018 年初经济总体处于上升态势，应对流动性扰动，央行分别采用了临时流动性便利（TLF）、临时准备金动用安排（CRA），并没有采取降准的方式。考虑到当前经济处于扩张中后期，央行不会采取降准方式来提供流动性，主要通过逆回购（7-14 天），以及 MLF 操作的方式来提供流动性，并没有采取临时性流动性工具（如 2017 年）。与此前几年相比，央行流动性操作相对偏紧，实际上也对流动性造成了扰动。

图表 6：近期央行流动性操作（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

当前经济扩张进入中后期阶段，通胀将温和上升，货币政策回归常态化，呈现中性略偏紧态势，预计不会主动加息，但信用扩张速度将明显放缓。2020 年四季度实际 GDP 继续回升，同比 6.5%，季调环比 2.6%，全年实现 GDP 增长 2.3%，经济已恢复至潜在增速水平。经济扩张进入中后期阶段，经济内生动力明显加强，表现在消费、制造业投资回升幅度加快，但地产、基建将边际减速，预计全年通胀呈现上升趋势，当相对温和，货币政策将呈现中性略偏紧的态势。历史上我国的 M2 增速和信贷增速基本匹配的时候，对应着常态化货币政策阶段。常态化货币政策背景下，预计信用扩张速度将有所放缓。随着货币政策逐步回归常态化，叠加部分逆周期调节工具的退出（再贷款和创新直达工具等），以及政府债券发行量可能有所下降，今年社融增速、信贷增速将会放缓并回落，宏观杠杆率的波动将会更加平滑，稳杠杆将成为重要任务之一。全年来看，2020 年新增社融 34.86 万亿元，基本接近我们年初预估的 35 万亿元水平。可以看到 2020 年疫情冲击下，货币政策量的宽松非常明显。往前看，随着经济复苏继续延续，货币政策继续回归正常化，政策利率上调可能性相对不大，但信用扩张增速将逐步放缓。预计今年社融存量增速或将回落至 11% 左右，新增社融

预计在 30-33 万亿元；M2 增速或将降至 9.5% 左右。信贷增速将放缓至 10-11%，新增人民币贷款预计为 18-20 万亿元。

二、全球央行观察

1. 美联储

美联储主席鲍威尔表示，美联储远没有考虑“退出”超宽松的货币政策。只要通胀保持低位，美联储在可预见的未来可能都将继续保持货币宽松。经济衰退期间出台的财政刺激还不够，后续的财政措施是关键。

美联储理事 Brainard 表示，联储可能在“相当一段时间内”继续大规模购债项目，因为美国经济距联储的就业和通胀目标仍“相去甚远”。

美联储副主席克拉里达表示，对美国经济前景更为乐观，但不认为今年结束前美联储会缩减购债规模。不支持马上调整购债的久期构成，也不担心美元走低和美债收益率大幅走高。可能在开始考虑缩减购债步伐之前还有相当一段时间。

2. 欧央行

欧央行行长拉加德表示，欧元区通胀“仍然非常低”，预计负通胀将持续到 2021 年初。从中期来看，一旦新冠疫情影响消退，需求将给通胀带来上行压力，不过走高的欧元汇率也抑制了通胀率。为了保证通胀朝向欧洲央行的目标水平回升，可能调整一切工具。

欧洲央行管委魏德曼表示，疫情带来的短期不确定性仍然很高，欧央行调低今年欧元区经济增速预期。

3. 日本央行

日本央行行长黑田东彦表示，疫情对日本经济的影响取决于限制其蔓延的时间，不过现在已经导致了商店零售的大幅下滑。如果疫情持续，日本的生产将会受到影响；不太可能改变原有货币政策走向，且目前因疫情陷入衰退的日本经济也使得维持当前刺激计划几乎是唯一的选择。

4. 其他央行：英国

英国央行行长卡尼表示，创纪录的低利率降低了央行刺激的有效性，为财政政策提供了更大的发挥空间，而财政政策也为需求带来了比金融危机期间更多的支持力。如果市场恶化，英国央行准备好再次提高量化宽松。

三、文献推荐

1. 货币政策与金融稳定

Isabel Cairó and Jae Sim

(来源: FED, 地址: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2020.101>)

本文研究了价格稳定和金融稳定之间的关系,通过分析由于家庭部门过度杠杆而遭受内生性金融危机的经济的替代货币政策体制。我们得出了四个结论:首先,在名义利率不受零下限(ZLB)约束的情况下,央行可以通过采取积极的通胀目标制来改善价格稳定和金融稳定。其次,在ZLB约束存在的情况下,积极的通胀目标机制可能会破坏价格稳定和金融稳定。第三,积极的价格水平目标机制可以改善价格稳定和金融稳定,无论是否存在ZLB约束。最后,当信贷周期由反周期的家庭部门杠杆驱动时,“逆风”政策可能不利于价格稳定和金融稳定。在这种环境下,利用信贷息差可能会更有效。

2. 价格水平风险和替代货币政策策略的一些长期影响

James A. Clouse

(来源: FED, 地址: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2020.094>)

本文着眼于替代性货币政策策略对价格水平演变的长期影响。分析比较了从纯通胀目标制(IT),到加权平均通胀目标(WAIT),到纯价格水平目标制(PLT)的最优政策的性质。诸如WAIT和PLT之类的策略倾向于限制价格水平路径中的向下漂移,并且还减轻了围绕价格水平预期路径的不确定性。替代性货币政策策略对价格水平演变的影响可能对严重依赖长期名义债务的实体或集团产生一些重要的长期影响。一些简单的经验估计表明,从一个ZLB约束很少到一个它经常约束的世界,现有国债的实际价值可能会显著提高。同样,消费者金融调查的数据表明,收入水平较低的家庭,特别是那些有抵押贷款或教育贷款未偿还的家庭,面临着巨大的价格水平风险。

3. 货币政策预期、基金经理和基金回报:来自中国的证据

John Ammer, John Rogers, Gang Wang, and Yang Yu

(来源: FED, 地址: <https://doi.org/10.17016/IFDP.2020.1285>)

我们对中国基金经理季度报告中的讨论进行了新颖的系统文本分析,从中我们可以推断出他们对货币政策的近期预期。我们构建了经理人预期的综合指数,并表明,作为对中国货币政策的预测,它与基于市场的预测和基于模型的替代预测相比均具有优势。我们发现,对于投入更多分析资源,具有更高管理费用并具有更强管理教育背景的资金而言,预期更为准确。我们还表明,基金经理会根据这些预期行事,正确预测中国货币政策的变化可以改善基金绩效。我们的结果表明,经理人的技能是基金回报的一个重要决定因素,这是第一个来自中国的证据,而其他国家的资产管理研究却在这个问题上得出了相互矛盾的结论。

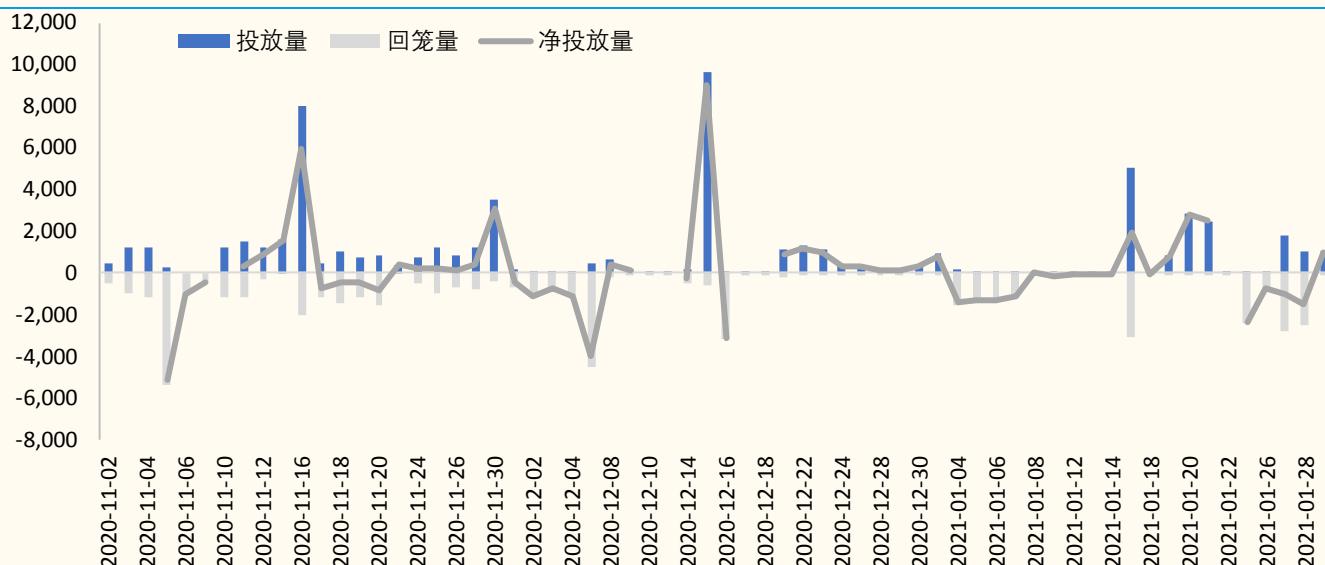
图表 7: 2019 年 12 月以来全球主要央行政策利率的调整¹ (%)

	国家/地区	20-02	20-03	20-04	20-05	20-06	20-07	20-08	20-09	20-10	20-11	20-12	21-01	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率		-1.5											0.25
	巴西:隔夜利率	-0.25	-0.25		-0.75	-0.75		-0.25						2
	泰国:隔夜利率	-0.25	-0.25		-0.25									0.5
	中国香港:贴现窗利率		-0.64											0.86
	韩国:基准利率		-0.5											0.75
	马来西亚:隔夜利率		-0.25		-0.5		-0.25							1.75
	菲律宾:隔夜借款利率	-0.25	-0.5	-0.5		-0.5					-0.25			2
	印尼:基准利率		-0.25			-0.25	-0.25				-0.25			3.75
	南非:再回购利率		-1	-1	-0.5		-0.25							3.5
	俄罗斯:关键利率	-0.25		-0.5		-1	-0.25							4.25
	澳大利亚:隔夜利率		-0.25								-0.15			0.1
	冰岛:基准利率	-0.25	-1		-0.4									0.1
	乌克兰:贴现利率			-2										8
	波兰:28 日再回购利率		-0.5	-0.5										0.5
	墨西哥:基准利率	-0.25	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5		-0.5	-0.25					4.25
	埃及:贴现利率		0.5						-0.5		-0.5			9.25
	新西兰:基准利率		-0.75											0.25
	印度:基准回购利率				-0.4									4
	英国:再回购利率		-0.65											0.1
	中国台湾:担保放款利率		-0.625											1.125
	匈牙利:基准利率					-0.15								0.75
	以色列:基准利率			-0.15										0.1
	挪威:银行同业存款利率		-1.25		-0.25									0
	捷克:2 周再回购利率	0.25	-1.25		-0.75									0.25
	加拿大:隔夜目标利率		-1											0.25
不变	欧元区:存款便利利率													-0.5
	瑞典:再回购利率													0
	丹麦:基准利率													-0.75
	日本:政策目标利率													-0.1
	瑞士:3M LIBOR 利率													-0.75
	保加利亚:基本利率													0.01
	智利:隔夜利率													0.5
加息	土耳其:一周回购利率	-0.5	-1	-1	-0.5				2		4.75	2		17

来源: Wind, 国金证券研究所整理

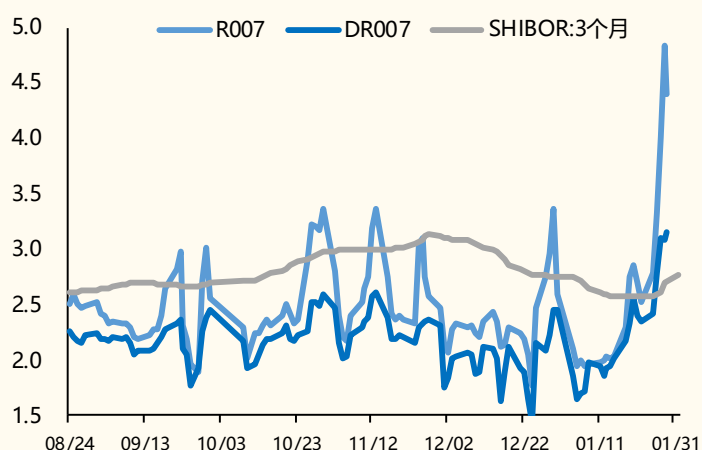
¹ 截至 2021 年 2 月 2 日

图表 8: 近几个月中国央行公开市场资金净投放概览 (亿元)



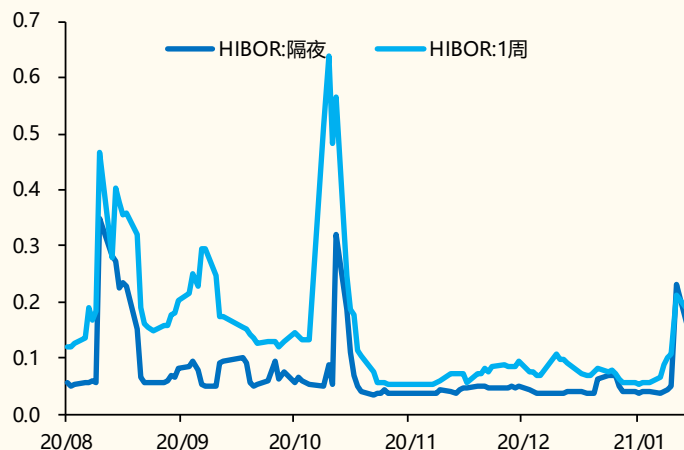
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 国内货币市场利率明显上升 (%)



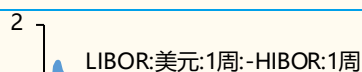
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 香港货币市场利率有所回落 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: Libor-Hibor 利差有所回升 (%)



图表 12: CME 数据显示的美联储利率概率 (2021.2.1)

FOMC 会议时间	联邦基金利率		
	宽松	不变	收紧

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_18228

