

流动性超预期的紧从何而来？

核心观点

当前流动性的紧来自于之前意外的松，央行意在纠正市场前期对流动性过度宽松的预期，宽松行为结束后机构收缩的影响比央行大。当前货币政策以金融稳定为首要目标转向稳健中性，未来 DR007 仍然是短端流动性最重要的指标，央行所有的意图都会在其中，春节后 DR007 维持 2.2% 中枢宽幅震荡的概率大，一直延续到三季度末。未来央行政策调控，信用端比货币端更重要，一季度末是信用收缩重要观察期，大类资产的决定逻辑将转变为信用影响利率、估值，进而影响各大类资产。

□ 流动性的紧来自于之前意外的松

1 月中旬央行减量续作到期 MLF 及 TMLF 后，19 日以来流动性骤然趋紧，DR007 持续位于 7 天逆回购利率上方，1 月 27、28 两日 DR007 和 DR001 均收超 3%。我们认为近期流动性的紧来自此前意外的松，11 月起央行意外宽松来自于 11 月“永煤”债事件之后，保障信用债发行，11 月 30 日的 2000 亿 MLF，12 月中旬超量续作到期 MLF 等宽松操作均超市场预期，带动货币市场和债券市场利率明显回落。而近期央行收紧意在纠正市场前期对流动性过度宽松的预期。一方面，1 月信用债发行已显著改善，另一方面，11、12 月债市杠杆率已有抬头，此时央行边际收紧纠正预期，而机构情绪进一步叠加，宽松行为结束后机构收缩的影响比央行大。

□ 保持宏观杠杆率基本稳定、房地产资产价格泡沫、通胀哪个导致了收紧？

三个变量中，一定是稳定宏观杠杆率触发央行政策收紧。2020 年 10 月易纲行长两次“把好货币供应总闸门”措辞已做了预期引导，三季度货币政策执行报告、12 月中央经济工作会议都强调了保持宏观杠杆率基本稳定，均标志着当前金融稳定是货币政策的首要目标，货币政策以金融稳定为首要目标转向稳健中性。对于地产价格泡沫，我们认为仍存在城市间结构分化，2020 年涨幅主要体现在一线城市，在因城施策的政策导向下，上海、深圳近期已出台相关调控政策，央行、银保监会建立银行房地产贷款集中度管理制度，完善地产长效机制，总体看，抑制地产并非货币政策收紧的主因。对于通胀，我们预计央行核心关注的通胀指标 CPI 同比增速在 2021 年峰值出现在 6 月达到 2.5%，较难成为牵制货币政策的首要因素。

□ 金融稳定作为首要目标是否只管宏观杠杆率？

一定不是，金融稳定没有统一的定义，宏观杠杆率只是其中一方面，也包括金融市场的空转、套利等行为。如 2016 年央行缩短放长去债市杠杆，2017 年货政报告连续三个季度持续强调落实防风险和去杠杆要求；加强流动性风险管控，控制杠杆水平；坚决遏制借隔夜资金加杠杆，2017 年三季度货币政策执行报告明确指出“市场主体应不断增强流动性风险意识，科学规划流动性特别是前瞻安排跨季资金来源，‘滚隔夜’弥补中长期流动性缺口的过度错配行为和以短搏长过度加杠杆的激进交易策略并不可取”，金融市场不规范及相关乱象也是金融稳定范畴之一。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

□ 稳增长和保就业带来的货币政策宽松确定性强，临时性宽松要防范央行反转

我国央行货币政策实行多目标制，在判断货币政策取向时只能抓主要矛盾，对央行最终目标的重要性进行排序，依据首要目标判断政策取向。一般情况下，当央行将稳增长、保就业作为首要目标时，采取稳健略宽松的货币政策，此时的宽松政策确定性较强，但若是出于短期维稳的临时性宽松，市场要防范央行反转。2020 年 11 月起的宽松操作核心是从维稳信用债发行的角度出发，当时的经济增长明显处于过热状态，就业市场运行良好，属于央行临时性宽松。

□ 未来 DR007 仍然是短端流动性最重要的指标，央行所有的意图都会在其中

央行将 DR007 作为核心的市场利率锚，DR007 围绕 7 天逆回购政策利率波动，其以利率债作为质押品，最大程度消除了信用风险溢价，是反映银行体系流动性松紧状况的有效市场利率，我们提示，未来 DR007 仍然是短端流动性最重要的指标，央行所有的意图都会在其中。但是也需强调，DR007 要看中枢，不能看高点，拉长时间线，一段时间的波动中枢更加体现央行政策意图，个别时点可能存在扰动因素。

□ 春节后 DR007 维持 2.2% 中枢宽幅震荡的概率大，一直延续到三季度末

春节后，预计 DR007 维持在 2.2% 中枢附近宽幅震荡的概率大，主因来自央行对流动性中性偏紧的把控。持续释放短端流动性会导致机构加杠杆意愿增强，使得债市杠杆率高企，与稳杠杆的金融稳定目标背离。我们预计 DR007 宽幅震荡将一直延续到三季度末。四季度随着经济增长及就业逐渐面临压力，货币政策存在边际转向宽松的可能性。

□ 一季度末，是信用收缩重要观察期，未来信用比货币更重要

我们认为未来央行政策调控，信用端比货币端更重要。2021 年信贷、社融等实体部门负债端数据将经历压降的过程，一季度信贷需求旺盛，提示一季度末是信用收缩重要观察期，央行除了通过 MPA 考核（如调整其中个别参数）压低各银行广义信贷增速，可能还会增加月度窗口指导，我们大概率将看到 3 月信贷数据的明显回落。大类资产的决定逻辑将转变为信用影响利率、估值，进而影响各大类资产。

风险提示：信用违约事件集中爆发，扰动货币政策收紧节奏。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_18379

