

宏观观点评

如何理解近期央行“纠结”表态和“地量”操作？

事件：1月以来央行频频“地量”或缩量操作逆回购；1.25央行货币政策委员马骏表示“货币政策应适度转向”；1.26央行行长易纲再强调“不会过早退出支持政策”。

1、如何解读近期央行表态？——看似“纠结”，但无需过分解读

1.15央行答记者问明确“目前的存款准备金率水平不高”，打消了市场对于降准的预期，并再次明确“2021年货币政策要稳字当头，不急转弯”；1.25央行货币政策委员马骏表示“货币政策应适度转向、但不能太快”。1.26央行行长易纲再强调“不会过早退出支持政策，会保持一致性、稳定性和一惯性”。对此，我们认为央行近期表态无需过分解读。央行马骏对于货币政策转向的建议也提出“货币政策转向不能太快。目前我国通胀不高”，其主要担心的是杠杆率过高引发的股市和房地产泡沫问题，而这正是央行结构性收紧的方向。总结来看，我们认为央行政策取向基本还是相继抉择、稳健灵活，既结构性紧又结构性松（后文详细阐述）。

2、“地量”和缩量操作为何？——稳货币+引导市场利率向政策利率的回归

近期“地量”和缩量操作逆回购，意在稳货币。1月中旬以来，除19-21日三天大幅操作逆回购以对冲税期，22-26日连续仅作了20亿逆回购（26日有800亿到期），27日开展1800亿逆回购（有2800亿到期）。截至27日，1月MLF投放5000亿，MLF和TMLF合计到期5405亿，净回笼405亿。央行1月以来操作反映了维稳货币的意图。一方面，11月以来央行通过加大MLF和逆回购投放，以对冲永煤违约事件带来的影响，DR007一度低于7年逆回购利率；MLF投放也使得1年AAA同业存单到期收益率低于同期MLF利率。央行“地量”操作应是旨在引导市场利率向政策利率的回归。另一方面，违约事件冲击减弱，再考虑到2020Q4经济数据表现亮眼、已回到潜在产出水平，且后续可能面临温和通胀环境，央行也无进一步宽松的必要性。

3、春节前的流动性缺口多少？——缺口仍大，1-2月大概2.5万亿。

第一，春节前企业发年终奖、年终决算，居民消费等会增加现金需求，关注就地过年的扰动。2015-2020年春节前月份（月底过春节即算当月值，月初过春节算上月值）M0环比平均增加1.24万亿。具体到2021年，疫情之下部分春节返乡人员可能提前行动，对应取现需求也提前；同时，受就地过节等影响，居民节前消费可能下降，降低现金需求。综合看，我们在往年均值基础上下调2021年现金需求至1万亿左右。

第二，通常季初财政存款将季节性增长。隐含逻辑在于：1）我国多数税种采用分季预缴方式，财政收入在季初增加。2）政府债券发行也可能对流动性形成占用。考虑财政部还未明确2021年提前下达的专项债额度，预计政府债券对1月流动性的影响有限。参考往年经验，初步假设1月财政存款增加6000亿，2月减少1300亿。

第三，缴准。初步估计1月新增信贷3-4万亿、2月新增信贷1-2万亿，根据1.15日孙国峰提出的“金融机构平均存款准备金率为9.4%”测算，预计1月需要缴准3000-4000亿，2月需要缴准1000-2000亿。

第四，到期量看，1月分别有MLF到期3000亿元，定向中期借贷便利（TMLF）到期2405亿（合计已缩量续作5000亿）；2月17日到期2000亿元（不影响春节）。综上所述，中性假设下我们测算1月-2月春节前流动性缺口大约是2.5万亿，其中1月为1.8万亿，2月春节前为7000亿。

4、春节前后央行怎么操作？——MLF/OMO为主，普惠降准、CRA、TLF也有可能。

历史经验看，主要有三种方式：一是OMO（以逆回购为主），期限为7天、14天、28天等；二是MLF或TMLF；三是降准或创新型货币政策工具，如全面降准、定向降准、临时流动性便利（TLF，2017年）或临时准备金动用安排（CRA，2018年）。结合当前情况，资金投放还无法补足流动性缺口（还差1万亿以上），但全面降准可能性不大，投放流动性应还是以MLF+OMO为主，并可能会执行普惠金融定向降准，或使用TLF、CRA（期限一个月左右）。从过往经验看，TLF和CRA应在春节前一个月左右开始使用较为合适。以CRA为例，2018年为2月16日过春节，全国性商业银行从2018年1月中旬开始陆续使用期限为30天的临时准备金动用安排（CRA），央行于1月15日予以公告。假设央行不存在滞后公告的情况下，今年TLF和CRA最好的使用时间可能已过。

5、中期货币政策会有什么变化？——边际收紧、过程温和，结构性紧+结构性松

中期看，预计春节后流动性边际收紧，但过程应会较缓和，密切关注4月政治局会议是否有调整。经济回归潜在增速，通胀温和上涨、就业改善、宏观杠杆率走高，货币政策总体应较2020年收紧。考虑货币政策“不急转弯”，“稳”字当头，大概率不会快速大幅收紧。倾向于认为，春节前降准降息可能性较低，春节后也大概率不会很快加准加息，企业融资成本仍要稳中有降，LPR调整仍有可能。具体看，一方面结构性紧，防止资金在金融部门空转、形成泡沫，以及违规流入房地产领域可能会继续发力；另一方面结构性松，继续加大支持制造业、绿色、中小微、科技、新经济等领域。需关注4月政治局会议对货币政策的表态。货币政策的边际调整取决于一季度经济表现、疫情进展、疫苗效果、拜登财政刺激政策、PPI升幅等。

风险提示：疫情大幅恶化，疫苗有效性超预期，模型估计有偏差。

作者

分析师 熊国

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongguo@gszq.com

分析师 何宁

执业证书编号：S0680520070002

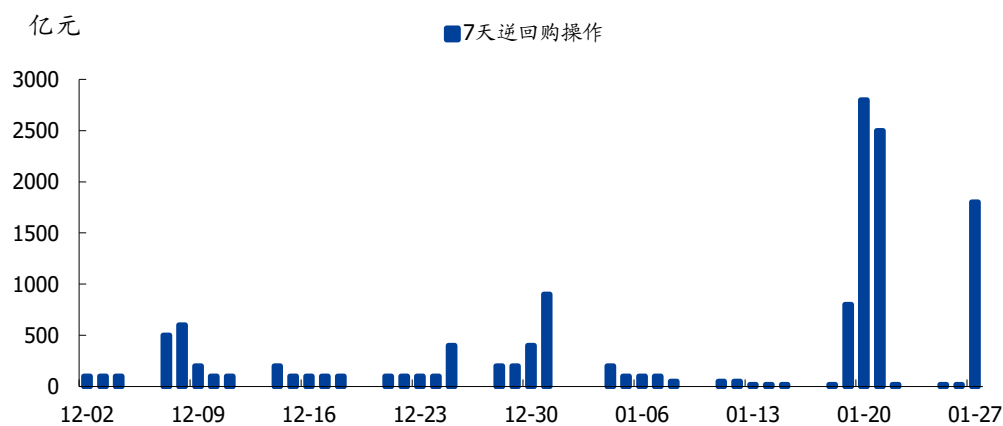
邮箱：hening@gszq.com

相关研究

- 1、《如何理解货币政策“稳”字当头？》2021-01-09
- 2、《三大不一样——逐句解读中央经济工作会议》2020-12-19
- 3、《重塑与重估——2021年宏观经济展望》2020-12-06
- 4、《史上最晚的央行三季度货币政策报告，有8大信号》2020-11-27
- 5、《如何理解央行重提“货币供应总闸门”？》2020-10-23
- 6、《上半年货币政策和财政政策执行报告的8大信号》2020-08-07
- 7、《易纲行长讲话怎么看？金融如何让利1.5万亿？》2020-06-19

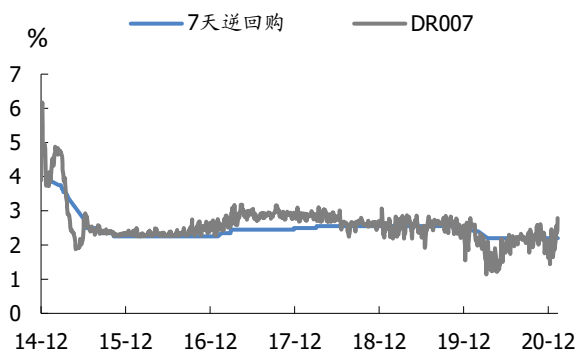


图表 1: 2020 年 12 月以来央行的 7 天逆回购投放



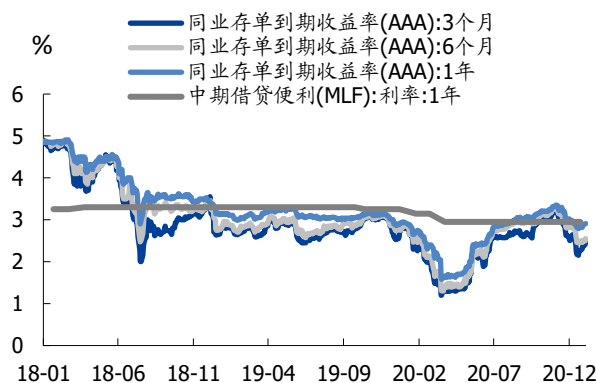
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 1 月初 DR007 大幅低于 7 天逆回购利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 1 月以来 1 年 AAA 同业存单到期收益率低于同期 MLF 利率



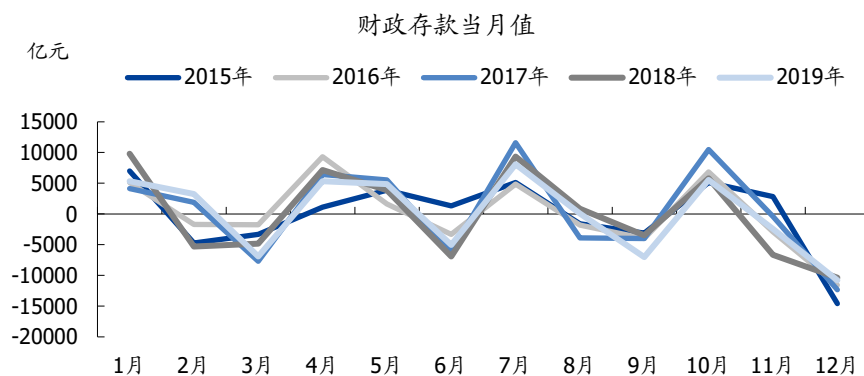
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 各年春节前后 M0 变化情况

年份	春节时间	观察月份	M0 环比增加 (亿元)
2015 年	2/19	2 月	9856
2016 年	2/8	1 月	9310
2017 年	1/28	1 月	18295
2018 年	2/16	2 月	6788
2019 年	2/5	1 月	14262
2020 年	1/25	1 月	16060
2021 年	2/12	2 月	12428 → 10000

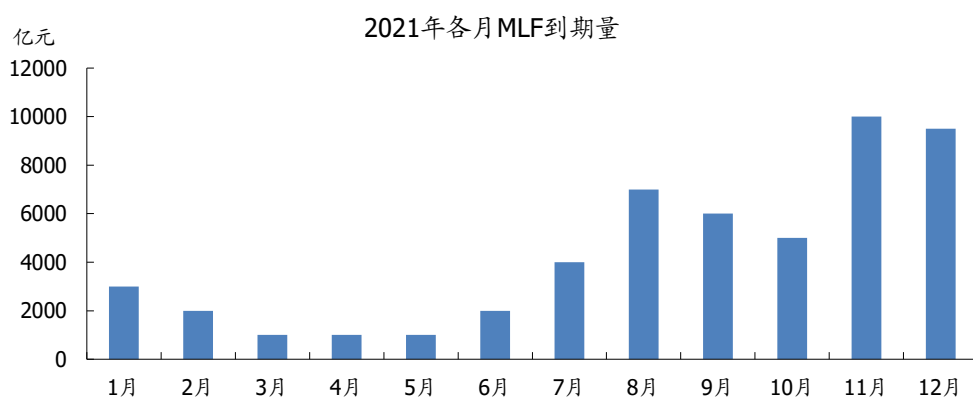
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 2021 年数据为预测数据

图表 5: 财政存款存在明显的季节规律



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 2021 年各月 MLF 到期量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

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_18435

