

2021年03月28日

四月流动性展望

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

杨飞（分析师）

yangfeil@kysec.cn

证书编号：S0790520070004

马洁莹（联系人）

majieying@kysec.cn

证书编号：S0790120080081

4月临近，市场对流动性担忧上升。梳理流动性影响因素、政策思路等后，本文认为货币流动性主动收紧难现、波动或阶段性加大，不会影响长端利率下行趋势。

● **4月或是确认货币政策态度的关键窗口，观察地方债供给等影响下流动性演绎** 近期，货币流动性一直相对宽松，但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退。经历1月中下旬资金紧张后，货币流动性环境回到相对宽松状态，隔夜利率回落至1.5-2%附近变化；但在与机构交流过程中，我们发现市场对流动性收紧的担忧并未完全消退，机构行为偏谨慎、多集中在短端交易，使得长端利率持续窄幅震荡。4月或是确认货币政策态度的关键窗口，重点观察财政缴税、地方债供给等影响下，流动性环境的演绎。2月以来的流动性宽松，或主要缘于财政存款的大规模投放，而公开市场投放规模较小。进入4月后，财政缴税将带动资金明显回笼、正常年份平均规模在7100亿元左右；同时，地方债新券发行上量、同业存单到期增多等，进一步加大资金压力。货币政策操作如何应对，是流动性演绎的关键。

● **结合过往经验和政策思路，货币流动性主动收紧难现，逆回购等“呵护”可期** 过往财政缴税大月或地方债供给放量阶段，央行多会加大货币支持，流动性变化多相对平稳。经验显示，当财政缴税对流动性冲击较大时，央行会通过逆回购、MLF等加大货币投放、缓解资金紧张，地方债供给放量阶段亦有类似操作，使得流动性变化多相对平稳；少数时候流动性偏紧，缘于打击资金空转等带来的冲击。近期政策表态并没有释放主动收紧的信号，强调操作的灵活精准，逆回购、MLF等“呵护”可期。一季度货币政策委员会例会强调，“推动实际贷款利率进一步降低”，或意味着“加息”推动资金成本趋势性抬升的概率较低。“调结构”、“防风险”背景下，解决资产“泡沫”等结构性问题，也不宜货币流动性总量持续收紧。此外，较少的逆回购、MLF等到期，给公开市场预留了较大的操作空间。

● **政策“呵护”下，资金中枢较难抬升、波动阶段性加大，重申利率债行情确定** 信用“收缩”下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，地方债供给等并非核心影响因素。伴随政策回归“调结构”、“防风险”，信用环境已进入加速“收缩”通道，加之赶上债务偿付高峰，再融资压力上升；信用违约影响下，信用分层凸显。经验显示，“调结构”、“防风险”过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限，重申利率债行情确定、买点已现的观点。伴随财政缴税临近、地方债供给放量等影响显现，资金面压力或阶段性上升，机构杠杆交易行为或进一步放大波动，但不宜过度解读。继续强调，“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，经济见顶、温和CPI通胀的基本面组合，对利率债的利好支撑逐步显现，利率债长端收益率已进入下行通道、行情才刚开始。

● **风险提示：**金融风险加速释放，及监管升级。

相关研究报告

《宏观经济专题-低价券，今时不同往日》-2021.3.22

《宏观经济专题-利率债左侧买点已现》-2021.3.21

《宏观经济专题-美债利率上行的国别影响》-2021.3.21

目 录

1、 4月流动性或面临地方债供给等影响	3
2、 货币流动性主动收紧难现，逆回购等“呵护”可期.....	4
3、 政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限.....	6
4、 研究结论	8
5、 风险提示	8

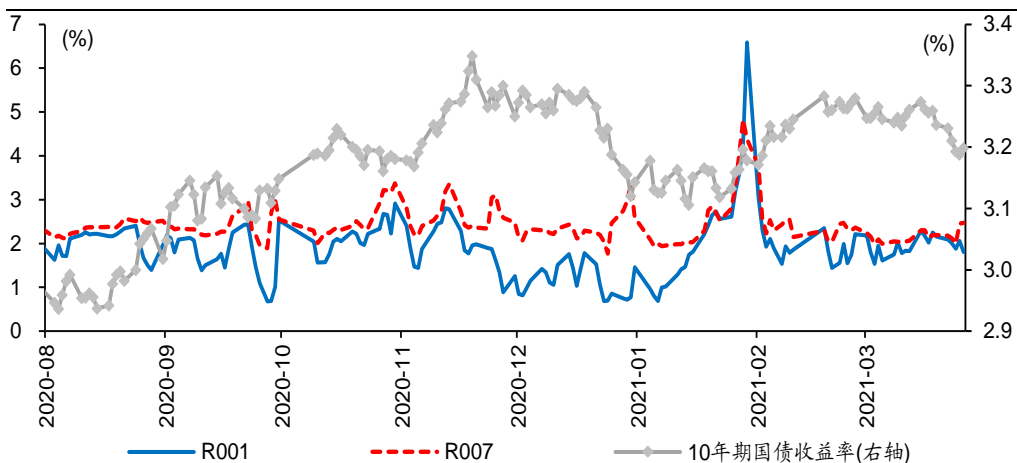
图表目录

图 1: 3月以来，货币流动性相对平稳宽松，长端利率窄幅震荡.....	3
图 2: 4月是传统的财政缴税大月	3
图 3: 地方债或自4月后放量	3
图 4: 信用违约风险，有所抬头	4
图 5: 4月，信用债到期规模维持高位	4
图 6: 经验显示，4月市场利率多会上行	4
图 7: 地方债大规模发行时，央行多投放MLF等配合	5
图 8: 逆回购前期投放较少，使得4月到期规模较小	6
图 9: 4月MLF到期规模处于历史低位	6
图 10: 信用风险影响下，部分地区信用债融资持续收缩.....	6
图 11: 信用债融资逐步向东部发达地区集中	6
图 12: 2021年一季度地产、采掘行业信用债融资缩量.....	7
图 13: “紧信用”环境，多对应“宽货币”	7
图 14: 近期，隔夜成交占比多维持85%以上的高位	7
图 15: 货币市场利率或在利率走廊附近窄幅震荡	7
图 16: 经济回落阶段，PPI上行并不改变长端利率趋势.....	8
图 17: 社融顶部拐点领先长端收益率拐点	8
表 1: 对应阶段，央行逆回购净投放多会明显增加	4
表 2: 金融监管环境边际趋紧阶段货币也有支持	5
表 3: 近期政策表态上看，操作注重灵活精准、并未释放收紧信号.....	5

1、4月流动性或面临地方债供给等影响

近期，货币流动性相对宽松，但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退。经历1月中下旬资金紧张后、伴随财政存款的大规模投放，货币流动性逐步回归常态、维持相对宽松水平，其中，隔夜利率已回落至1.5%-2%附近。但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退，机构行为偏谨慎、多集中在短端交易，使得长端利率持续窄幅震荡。

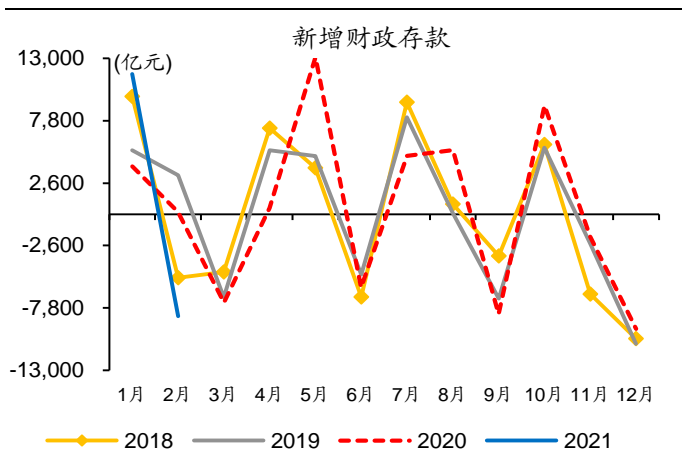
图1：3月以来，货币流动性相对平稳宽松，长端利率窄幅震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

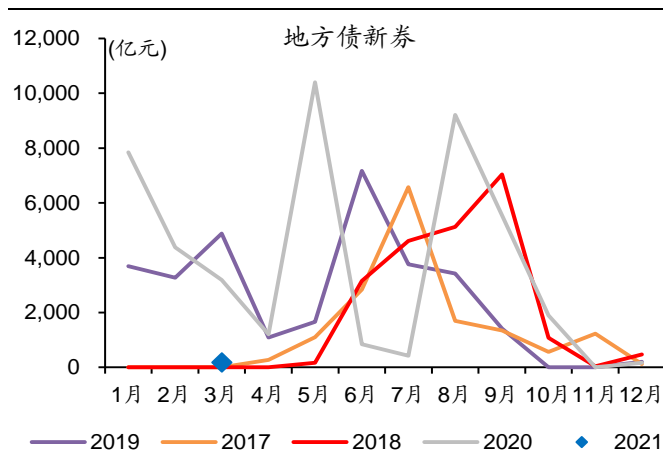
4月或是确认货币政策态度的关键窗口，重点观察财政缴税、地方债供给等影响下，流动性环境的演绎。4月为二季度集中缴税的大月，20日财政缴税截止后，税收上缴国库将带动资金流出银行体系，正常年份新增财政存款平均规模在7100亿元左右。同时，地方债新券已开始发行，考虑到额度下达较晚，4月发行规模或明显高于近两年同期；地方债募资缴款到资金运用存在时滞，也会阶段性加大银行负债压力。此外，4月同业存单到期达1.7万亿元、高于2020年同期的1.1万亿元，可能进一步加大资金面压力。

图2：4月是传统的财政缴税大月



数据来源：Wind、开源证券研究所

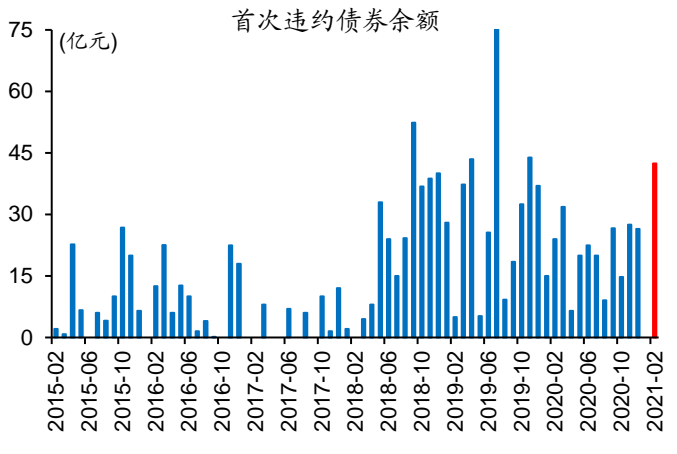
图3：地方债或自4月后放量



数据来源：Wind、开源证券研究所

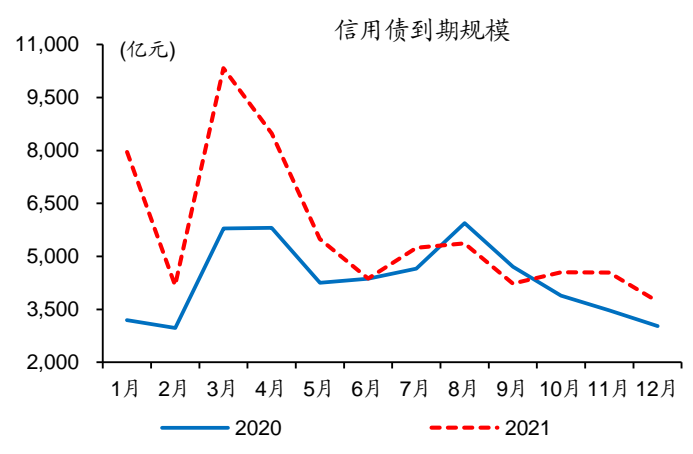
信用违约风险增多等，也可能对流动性产生干扰。信用“收缩”背景下，债务到期偿付和再融资压力明显加大，尤其是债务到期较为集中的3月和4月；叠加债务短期化带来的企业负债端不稳定性上升，信用违约开始增多，2月首次违约债券规模创2019年底以来新高。信用违约可能引发部分委托资金赎回，加大机构负债端压力，也可能对货币市场产生一定影响。

图4: 信用违约风险, 有所抬头



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 4月, 信用债到期规模维持高位

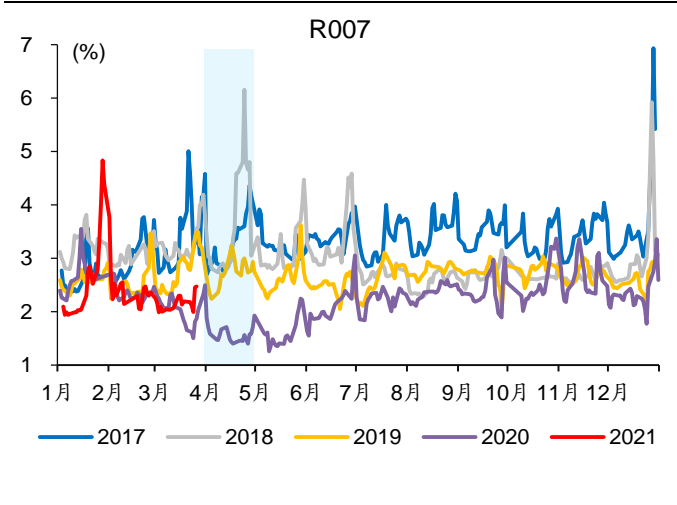


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、货币流动性主动收紧难现, 逆回购等“呵护”可期

过往财政缴税大月或地方债供给放量阶段, 央行多会加大货币支持, 流动性变化多相对平稳。经验显示, 当财政缴税对流动性冲击较大时, 央行多会通过逆回购、MLF 等加大货币投放、平抑资金波动。地方供给放量阶段也有类似操作, 不同环境下, 货币支持方式不同。货币支持下, 流动性相对平稳, 少数流动性偏紧, 缘于打击资金空转等带来的冲击 (详情参见《地方债放量, 对流动性环境的影响》)。

图6: 经验显示, 4月市场利率多会上行



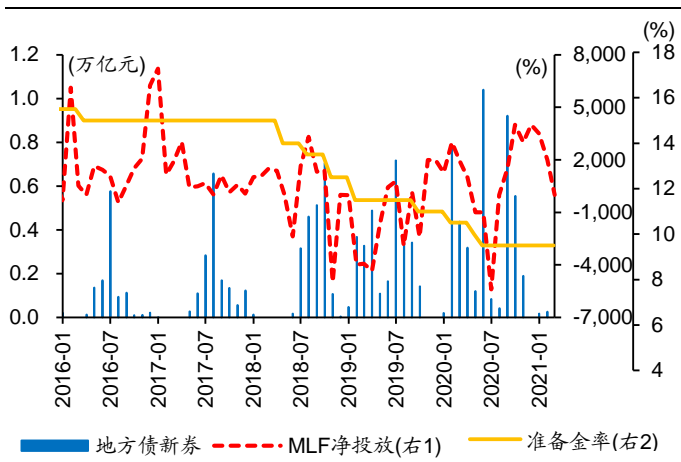
数据来源: Wind、开源证券研究所

表1: 对应阶段, 央行逆回购净投放多会明显增加

年份	日期	操作	原因
2018	4月16日	1500亿元逆回购	为对冲税期、金融机构缴存法定存款准备金和央行逆回购到期等因素的影响
	4月18日	1500亿元逆回购	为对冲税期等因素的影响
	4月19日	1900亿元逆回购	为对冲税期、政府债券发行缴款等因素的影响
2019	4月18日	800亿元逆回购	为对冲税期高峰等因素的影响, 维护银行体系流动性合理充裕
2020	4月15日	定向降准、1000亿元MLF	/

资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

图7: 地方债大规模发行时, 央行多投放 MLF 等配合



数据来源: Wind、开源证券研究所

表2: 金融监管环境边际趋紧阶段货币也有支持

年	日期	操作	原因
2017	7月17日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购400亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款、金融机构缴纳的法定存款准备金和央行逆回购到期等
	7月18日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购700亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和央行逆回购、MLF到期等
	7月24日	7天逆回购2000亿元, 14天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款和逆回购、MLF到期等
	9月14日	7天逆回购600亿元, 14天逆回购300亿元, 28天逆回购100亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款等
	9月18日	7天逆回购2800亿元, 28天逆回购200亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和MLF到期等
	9月19日	7天逆回购1300亿元, 28天逆回购200亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款等
	9月25日	14天逆回购1600亿元, 28天逆回购400亿元	为对冲央行逆回购到期、政府债券发行缴款等
	10月19日	7天逆回购800亿元, 14天逆回购600亿元	为对冲税期、政府债券发行缴款和逆回购到期等
	10月23日	7天逆回购1100亿元, 14天逆回购900亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	10月24日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购1200亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和逆回购到期等
	11月14日	7天逆回购1600亿元, 14天逆回购1400亿元, 63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款和央行逆回购到期等
	11月15日	7天逆回购1600亿元, 14天逆回购1400亿元, 63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、金融机构缴纳的法定存款准备金和央行逆回购到期等
	11月16日	7天逆回购1600亿元, 14天逆回购1400亿元, 63天逆回购300亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等
	12月18日	7天逆回购1200亿元, 14天逆回购1100亿元, 28天逆回购700亿元	为对冲税期高峰、政府债券发行缴款、央行MLF和逆回购到期等
2020	1月17日	14天逆回购2000亿元	为对冲现金投放高峰、政府债券发行缴款等
	5月27日	7天逆回购1200亿元	为对冲政府债券发行等
	5月28日	7天逆回购2400亿元	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等
	5月29日	7天逆回购3000亿元	为对冲政府债券发行、企业所得税汇算清缴等
	6月4日	7天逆回购700亿元	为对冲公开市场逆回购到期和政府债券发行缴款等
	6月11日	7天逆回购800亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	8月13日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	8月14日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行缴款等
	9月21日	7天逆回购1000亿元, 14天逆回购400亿元	为对冲政府债券发行缴款等

资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

近期政策表态也没有释放主动收紧的信号, 强调操作的灵活精准, 逆回购、MLF 等“呵护”可期。一季度货币政策委员会例会强调, “推动实际贷款利率进一步降低”, 或意味着“加息”推动资金成本趋势性抬升的概率较低。“调结构”、“防风险”下, 解决资产“泡沫”等结构性问题, 也不宜货币流动性总量持续收紧, 更多在于完善监管; 前期积累的金融问题已明显缓解, 也无须通过资金中枢抬升来倒逼机构调整。

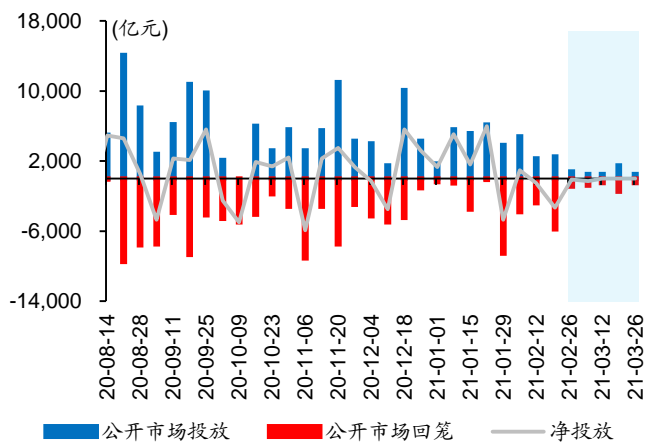
表3: 近期政策表态上看, 操作注重灵活精准、并未释放收紧信号

时间	文件/会议	主要内容
2020年12月	中央经济工作会议	要继续实施积极的财政政策和 稳健的货币政策 , 保持对经济恢复的必要支持力度... 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。
2021年1月	2020年金融统计数据新闻发布会	稳健的货币政策会更加 灵活精准、合理适度 , 继续保持对经济恢复必要的支持力度... 巩固贷款实际利率下降成果, 推动企业综合融资成本稳中有降。
2021年2月	四季度货币政策执行报告	稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度 , 坚持稳字当头, 不急转弯... 综合运用多种货币政策工具, 保持流动性合理充裕...巩固贷款实际利率下降成果, 促进企业综合融资成本稳中有降。
2021年3月	政府工作报告	稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度 。把服务实体经济放到更加突出的位置... 优化存款利率监管, 推动实际贷款利率进一步降低 , 继续引导金融系统向实体经济让利。今年务必做到小微企业融资更便利、综合融资成本稳中有降。
2021年3月	货币政策委员会例会	稳健的货币政策要 灵活精准、合理适度 , 把握好政策时度效, 保持流动性合理充裕 ...保持对经济恢复的必要支持力度...健全市场化利率形成和传导机制, 完善央行政策利率体系, 继续释放改革促进降低贷款利率的潜力, 优化存款利率监管, 推动实际贷款利率进一步降低。

资料来源: 中国人民银行、开源证券研究所

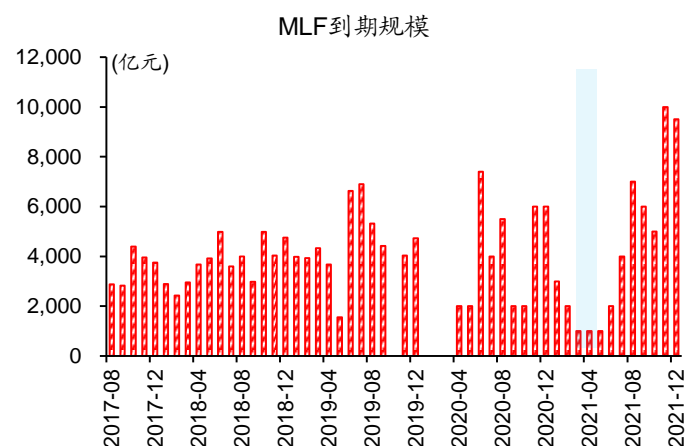
较少的逆回购、MLF 等到期, 也给政策操作预留了较大的空间。前期“低量”的公开市场投放, 使得4月逆回购到期量明显较少, 截至3月27日, 4月逆回购到期量仅为200亿元、远低于往年同期水平。与此同时, MLF到期金规模也较少、4月仅1000亿元, 为近年来绝对低位。

图8: 逆回购前期投放较少, 使得4月到期规模较小



数据来源: Wind、开源证券研究所

图9: 4月MLF到期规模处于历史低位

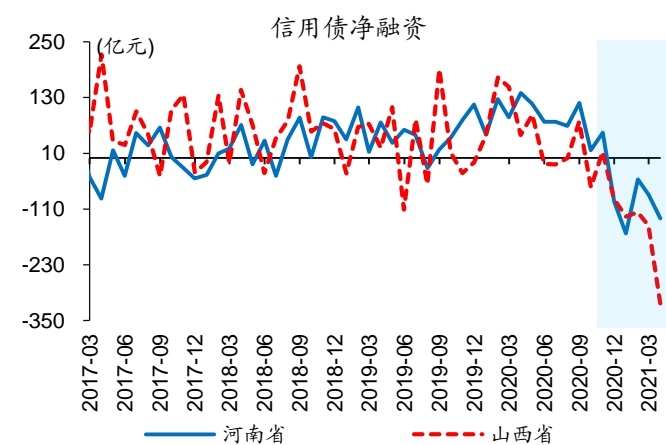


数据来源: Wind、开源证券研究所

3、政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限

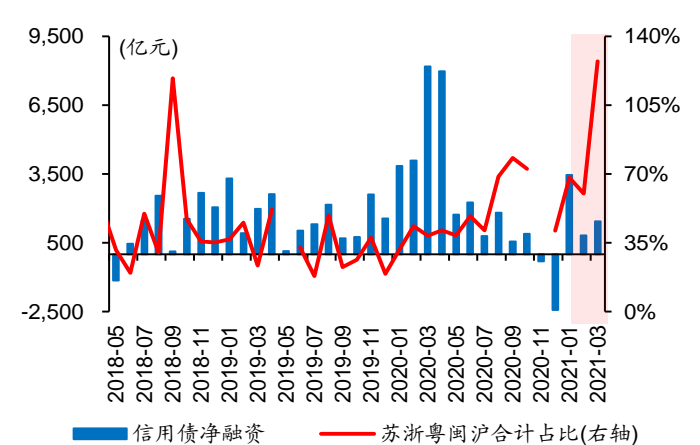
信用“收缩”下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础，地方债供给并非核心矛盾。伴随政策回归“调结构”、“防风险”，信用环境已进入加速“收缩”通道，加之赶上债务到期偿付高峰，再融资压力明显上升。而信用违约等影响下，信用分层加快凸显，部分地区和行业，债券融资明显恶化、远低于正常融资水平。经验显示，“调结构”、“防风险”过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。

图10: 信用风险影响下，部分地区信用债融资持续收缩



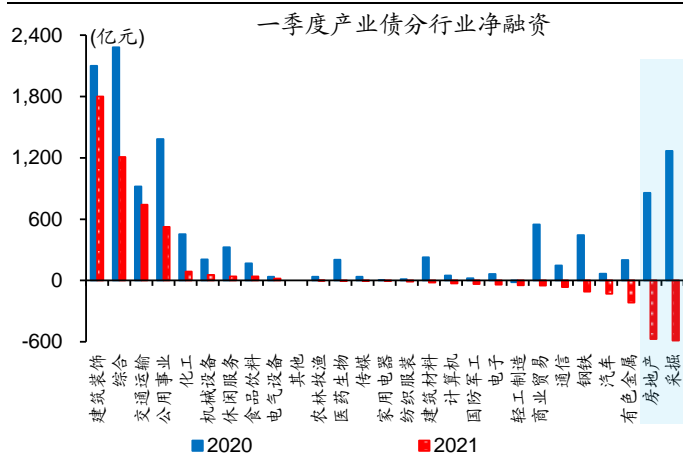
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 信用债融资逐步向东部发达地区集中



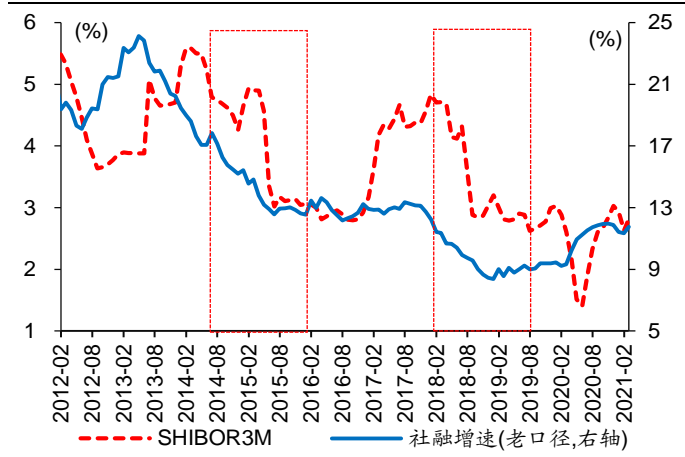
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 2021年一季度地产、采掘行业信用债融资缩量



数据来源: Wind、开源证券研究所

图13: “紧信用”环境, 多对应“宽货币”



数据来源: Wind、开源证券研究所

政策“呵护”下, 地方债供给等对流动性冲击或有限, 财政缴税等或阶段性加大资金波动, 但不宜过度解读。伴随财政缴税临近、地方债供给放量等影响显现, 4月中下旬资金面压力或有所上升; 考虑到逆回购、MLF 投放加码对冲, 预计资金面压力整体可控。但公开市场操作主要平抑银行资金波动, 非银机构杠杆交易较多、对短端资金需求较大, 容易放大资金波动。

图14: 近期, 隔夜成交占比多维持 85%以上的高位

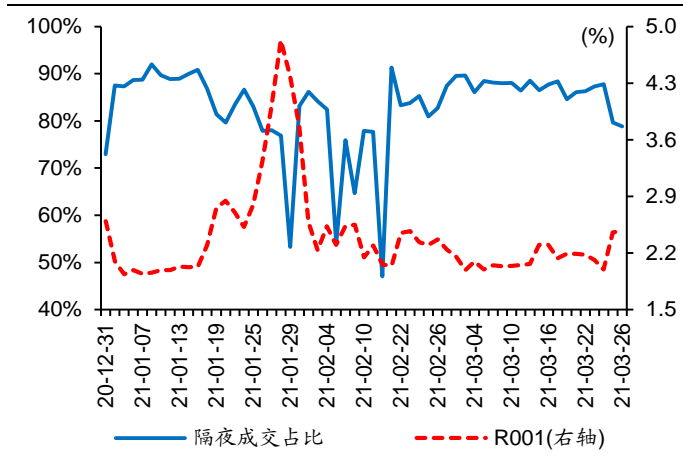
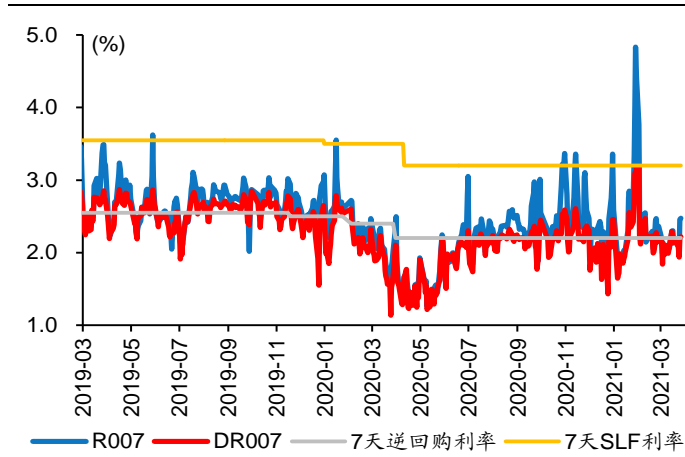


图15: 货币市场利率或在利率走廊附近宽幅震荡



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_18749

