

宽松的跨年流动性环境能否持续到春节？

证券研究报告
2020 年 12 月 31 日

作者

春节前的流动性需求大约在 3.4-3.8 万亿，超储释放将补充流动性 1.8-2.0 万亿，因此流动性缺口在 1.6-1.8 万亿。如果春节前央行净投放超过 1.8 万亿，则流动性有望处于相对温和的水平；如果在 1.6-1.8 万亿之间，可能逐渐收敛到平衡状态；如果明显少于 1.6 万亿，可能偏紧平衡或略偏紧。

预计春节前降准的概率不大，类似 2018 年的临时降准（CRA）是预期内最宽松的情景。（1）当前货币政策处于相对收紧周期，“稳杠杆”可能在央行政策目标中赋有较高权重；（2）降准的信号意义太强，4 季度经济复苏好于预期，大宗商品价格明显上涨，降准可能触发经济过热和房价上涨预期；（3）降准的必要性不高，春节前的流动性缺口以短期缺口为主。

因此，春节之前流动性投放的主要渠道大概率是 OMO 和 MLF 超额续作。4700 亿逆回购会在元旦后第一周集中到期，因此 1 月上半月关注流动性是否收敛；1 月 14 日是 28 天跨节逆回购的窗口开启日，关注是否投放 28 天逆回购；1 月 15 日是 3000 亿 MLF 的到期日，关注 MLF 的超额续作量；1 月 28 日是 14 天跨节逆回购的窗口开启日，关注节前流动性缺口的填补状态对后续流动性环境的指引。

风险提示：冬季国内疫情防控压力超预期；海外市场大幅波动

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

赵宏鹤 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520060003
zhaohonghe@tfzq.com

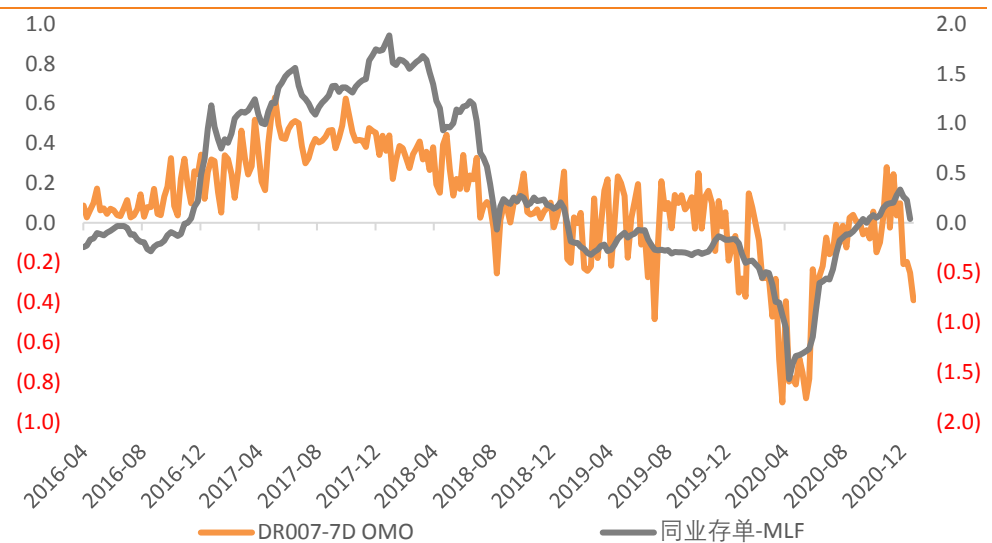
相关报告

一、年底流动性宽松的程度和原因

年底资金面再次回到了偏松的状态。我们在 12 月初的报告《如何评估年底的流动性环境》里讨论了跨年流动性环境的各种情景，事后来看，12 月央行逆回购净回笼 1100 亿，国库现金管理定存到期 500 亿，MLF 净投放 3500 亿，合计净投放 1900 亿；此外，预计 12 月财政净投放补充流动性 1.3-1.5 万亿，缴准和现金走款消耗约 4500 亿流动性，以上总计净投放约 1-1.2 万亿。按照 11 月底金融机构超储率 1.6% 计算，年底金融机构超储率最高可升至 2.2%-2.3%，对应了“流动性环境相对温和”的情景，也是我们预估的最宽松的情景。

相应的，12 月 DR007 重新降至 7 天逆回购利率之下，AAA 同业存单利率也从高于 MLF 利率 20-30BP 收敛至 MLF 附近。股票和债券市场对于流动性环境的边际改善也给予了积极响应，12 月创业板跑出了 7 月份以来的最佳月度表现，1 年期国开利率下行超过 30BP，10 年期国开利率下行幅度也达到 12BP。

图 1：跨年流动性环境明显改善



资料来源：WIND，天风证券研究所

在 10-11 月流动性环境紧平衡甚至略偏紧的情况下，为什么跨年流动性出现明显的边际宽松？往前看还是与国企债券违约风波后央行适度呵护流动性、稳定市场信心有关，近期看与中央经济工作会议“不急转弯”的政策定调相呼应，具体操作上也体现出央行的精细化调控手段。根据我们观察，近几年央行的细化调控经验是，越是动态流动性缺口较大的时间段（比如年中和年底），央行越会足额甚至超额补充流动性，类似 2013 年“钱荒”的情况显著减少。

往后看，近期相对友好的流动性环境能否延续，既会影响债券市场小阳春的持续性，也会影响权益市场“春节躁动”的成色。最近两年，“春节躁动”都是在相对友好的流动性环境中开始，在流动性收紧之后结束。

二、如何评估明年春节之前的流动性环境？

我们估算年底超储率最高可升至 2.2%-2.3%，虽然对应了预期内最宽松的跨年流动性情景，但处于历年年底超储率的下限水平，随着后续短期流动性工具到期、跨节流动性需求增长，春节前能否仍然维持近期相对宽松的流动性环境仍然需要动态评估。

静态来看，春节前的流动性需求大约在 3.4-3.8 万亿。（1）流动性工具到期：元旦后到春节前，将有约 4700 亿逆回购到期和 3000 亿 MLF 到期，合计 7700 亿；（2）缴税：年初一般是财政上缴多于支出，预计将占用流动性 1.2-1.3 万亿；缴准：预计消耗流动性 2000 亿；（3）现金需求：春节前企业发放薪酬奖金、居民年货采购等将导致现金需求激增，现金走款规模一般在 1.2-1.5 万亿。今年春节时间偏晚在 2 月中旬，因此现金走款可能相对集

中在 2 月。

政府债方面，可以假设春节前政府债券的净融资量为零，原因是 2020 年财政支出进度偏慢，一般公共预算和政府性基金都有一定结余，今年底专项债也没有下达提前批额度，叠加四季度经济复苏可能阶段性超越潜在增速，因此预计明年年初国债和地方债的发行节奏应该不会如过去两年要求前置。

动态来看，超储释放将补充流动性 1.8-2.0 万亿。跨年过后的有利因素是，在经过年底的各种量化指标考核之后，金融机构的超储率要求会有所下降，但历史上每年下降的幅度差异较大，少则 0.1%，多则超过 1%。参考近年情况，2017-2019 年 1 季度末超储率均为 1.3%，这也是今年下半年多数时间的超储率水平。以此为准，按照今年年底超储率 2.2%-2.3% 估算，对应了 1.8-2.0 万亿的动态流动性释放。

综上所述，春节前的流动性缺口大致在 1.6-1.8 万亿。如果春节前央行净投放超过 1.8 万亿，则流动性环境有望处于相对温和的水平（较低的流动性溢价）；如果净投放在 1.6-1.8 万亿之间，流动性环境可能逐渐收敛到平衡状态（中性的流动性溢价）；如果净投放明显少于 1.6 万亿，流动性环境可能偏紧平衡或略偏紧（中性偏高的流动性溢价）。

三、近年春节前的流动性操作有何启示？

表 1：近年春节前的央行流动性操作

	OMO	MLF	SLF	PSL	国库现金定存	合计净投放	准备金率
2014	4210	0	1900	0	400	6510	
2015	2580	500	1606	0	-500	4186	全面降准 50BP+定向降准 50BP
2016	11750	6125	1	1435	0	19311	
2017	3850	1155	-945	543	0	4603	
2018	-6000	2580	-1091	2230	0	-2281	CRA 临时降准不超过 200BP
2019	-1100	-3900	-768	310	0	-5458	全面降准 100BP

资料来源：WIND，央行官网，天风证券研究所

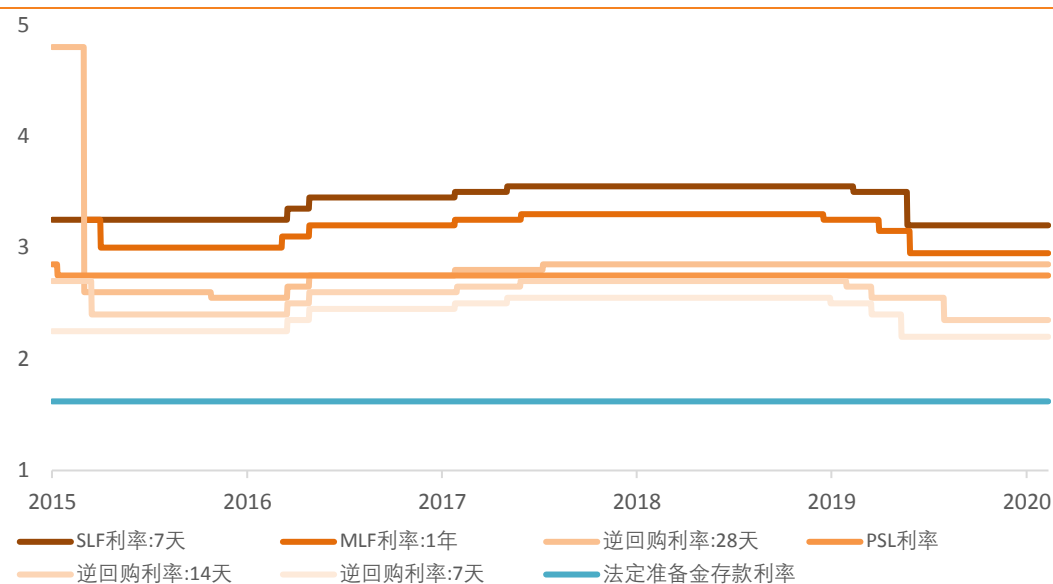
近几年春节前，央行投放流动性的货币政策工具包括降准、定向降准、CRA（临时准备金动用安排）、OMO、MLF、SLF、PSL、国库现金定存。

第一，降准操作对应了相对友好的流动性环境。公开市场操作和其他流动性投放工具都有相对较高的资金成本，但存款准备金率的成本极低，因此即便是等量的流动性释放，降准带来的宽松效应也明显更强。

第二，降准操作一般出现在货币政策的宽松周期。2015 年前后和 2018-2019 年均是经济下行压力较大、货币政策周期性宽松的时间段，降准具有较强的政策信号意义。

第三，如果没有降准，投放流动性的主要渠道是公开市场操作和 MLF，但流动性环境整体偏中性（2016 年）或偏紧（2014 年、2017 年）。

图 2：央行的政策利率走廊



资料来源：WIND，天风证券研究所

因此，预计 2021 年春节前降准的概率不大，类似 2018 年的临时降准（CRA）是预期内最宽松的情景。（1）当前货币政策仍然处于相对收紧周期。从中央经济工作会议和央行 4 季度例会等表述来看，“保持宏观杠杆率基本稳定”可能在央行 2021 年的货币政策目标中赋有较高权重，可能阶段性高于“降低企业融资成本”；（2）降准的信号意义太强。4 季度以来经济复苏力度好于预期，大宗商品价格明显上涨，降准可能触发经济过热和房价上涨预期；（3）降准的必要性不高。现金走款和财政存款上缴属于短期流动性需求，春节过后会逐渐恢复正常，规模在 2.4-2.8 万亿；而需要对冲的货币政策工具到期和缴准等长期流动性需求规模仅 1 万亿。

因此，春节之前央行投放流动性的主要渠道大概率是公开市场操作和 MLF 超额续作。4700 亿逆回购会在元旦后第一周集中到期，因此 1 月上半月主要关注流动性是否收敛；1 月 14 日是 28 天跨节逆回购的窗口开启日，关注是否投放 28 天逆回购；1 月 15 日是 3000 亿 MLF 的到期日，关注 MLF 的超额续作量；1 月 28 日是 14 天跨节逆回购的窗口开启日，关注节前流动性缺口的填补状态对后续流动性环境的指引。

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_467

