

2022 年 01 月 02 日

跨节资金缺口及补充方式

——2022 年 1 月流动性展望

投资要点：

► 双节对流动性的“扰动”体现在三个方面

- 1) 企业、居民在节前的取现需求大幅增加，导致银行的超额备付金大量拆出，而节后资金则会逐步回流；
- 2) 1 月是传统的缴税大月，税收的汇算清缴会带动财政存款的增加从而对流动性产生抽水效应；
- 3) 银行出于“早投放早收益”的动机，会在开年月份加大贷款投放，而信贷投放的放量则会带来存款规模的抬升，增加银行缴准压力。

受上述三个因素发生节奏的影响，双节前后资金价格往往呈现“M 型”走势。

► 往年央行如何应对双节扰动？

央行的对冲手段与当年的货币政策基调密切相关，基调偏松时会采用降准 + MLF + 逆回购方式对冲，基调偏紧时则主要以 MLF + 逆回购方式对冲，而 CRA 和 TLF 等临时性工具则是根据当年资金缺口大小灵活使用。

► 2022 年 1 月资金缺口规模约 3.9 万亿元

- 1) 综合公开市场操作、政府存款、缴准、MO 以及外汇占款等五个因素，预计 2022 年 1 月资金缺口规模在 3.9 万亿左右，缺口规模高于 2021、2020 年，与 2019 年基本相当。
- 2) 考虑到 2021 年 12 月央行已经全面降准 0.5 个百分点，再次降准的可能性较低，因此预计 2022 年 1 月央行可能会采用 MLF + 逆回购（7 天和 14 天）对冲节前缺口，保持流动性合理充裕。
- 3) 预计 1 月 DR007 继续围绕政策利率上下波动，10 年期国债收益率维持在 2.8%附近震荡。

► 十二月流动性回顾：降准之后 1 年期 LPR 下调，流动性平稳充裕

货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢。数量层面，受降准影响 12 月央行公开市场操作相比 11 月有所减少；价格层面，DR007 较 11 月有所下行，中枢继续在政策利率附近震荡。

债券市场：利率债净供给小幅回升，国债、国开债收益率有所下行。一级市场，12 月利率债净供给小幅回升；二级市场，10 年期国债、国开债有所下行，期限利差有所抬升。

外汇市场：美元指数小幅抬升，人民币继续升值。11 月美元指数小幅抬升，美元兑人民币中间价继续回落。

海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率有所上行。美联储基金利率、日本隔夜利率有所上行，欧元区隔夜利率小幅回落。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菘

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

正文目录

1. 双节前后资金价格有何特征	4
2. 往年央行如何应对双节“扰动”	5
3. 今年节前流动性缺口有多大？	8
3.1. 公开市场操作：到期规模 11050 亿元	8
3.2. 政府存款：财政前置、专项债加速，预计增加 10700 亿元	9
3.3. 银行缴准：缴准规模季节性增加，回笼约 2500 亿元	11
3.4. 流通现金：节日取现需求带动，M0 环比增加 18000 亿元	12
3.5. 外汇占款：环比小幅波动，增加约 200 亿元	13
4. 十二月流动性回顾：降准之后再降息，流动性平稳充裕	14
4.1. 货币市场：公开市场操作保持稳健，各期限利率回归中枢	14
4.2. 债券市场：利率债净供给小幅回升，国债、国开债收益率有所下行	17
4.3. 外汇市场：美元指数小幅抬升，人民币继续升值	19
4.4. 海外市场：主要国家利率涨跌不一，各期限国债收益率有所下行	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1 双节前后 DR007（7 日移动平均）往往呈现“M 型”走势	4
图 2 供给侧结构性改革带动房价、PPI 大幅上行	5
图 3 2017 年春节前以 MLF+逆回购+TLF 对冲为主	5
图 4 供给侧结构性改革带动房价、PPI 大幅上行	6
图 5 2018 年春节前以 CRA+普惠降准+MLF 对冲为主	6
图 6 2019 年经济下行压力增大	6
图 7 2019 年春节前以全面降准+普惠降准+TMLF 对冲	6
图 8 2020 年经济下行压力增大	7
图 9 2020 年春节前以全面降准+TMLF 对冲	7
图 10 2021 年经济快速企稳	8
图 11 2021 年春节前以 MLF+逆回购对冲	8
图 12 2022 年 1 月公开市场到期规模与去年同期基本持平	9
图 13 1 月份国债净融资规模一般较低	10
图 14 1 月财政支出规模相对较小	11
图 15 1 月财政收入规模较大	11
图 16 “支少收多”造成 1 月财政收支差额较大	11
图 17 1 月是银行信贷投放大月	12
图 18 近 5 年存款缴准基数变动情况（亿元）	12
图 19 近 5 年 M0 环比变动情况（亿元）	12
图 20 春节时点影响当月 M0 环比变动	12
图 21 外汇占款环比回升	13
图 22 美元兑人民币中间价小幅下行	13
图 23 12 月 MLF 缩量续作（亿元）	15
图 24 MLF 利率维持不变、1 年期 LPR 利率降 5BP（%）	15
图 25 DR007 中枢继续在政策利率附近震荡	16
图 26 DR001 与 DR007 价差月末有所扩大	16
图 27 R007 与 DR007 利差略有抬升	16
图 28 GC007 与 DR007 利差略有抬升	16
图 29 12 月 1M 及 3M SHIBOR 利率有所上行（%）	17
图 30 12 月同业存单到期收益率涨跌不一（%）	17
图 31 12 月利率债发行规模有所下降	17
图 32 12 月利率债净供给小幅回升	17

图 33 12 月利率债净供给规模高于往年同期水平（亿元）	18
图 34 12 月同业存单发行有所回落	18
图 35 12 月同业存单发行利率有所上行	18
图 36 12 月国债到期收益有所下行	19
图 37 12 月国开债到期收益率有所下行	19
图 38 国开债-国债期限利差有所抬升	19
图 39 3 个月、6 个月理财产品预期年收益率大幅上升	19
图 40 美元指数小幅抬升	20
图 41 人民币有所贬值	20
图 42 官方外汇储备有所抬升（亿元）	20
图 43 美国联邦基金利率走势（%）	21
图 44 LIBOR 美元隔夜利率走势（%）	21
图 45 欧元银行间隔夜拆借利率走势（%）	21
图 46 日本无担保隔夜拆借利率走势（%）	21
图 47 12 月 10 年期中美利差有所收窄（%）	22
图 48 10 年期德国国债利率有所上行（%）	22
图 49 10 年期日本国债利率有所上行（%）	22
表 1 历年元旦-春节日期及交易日天数	5
表 2 2022 年 1 月公开市场到期情况	9
表 3 历年 1 月流动性缺口测算（亿元）	14
表 4 12 月央行公开市场操作回顾	14
表 5 12 月各期限利率变动情况	15
表 6 人民币汇率变动	20
表 7 主要国家货币市场价格变动	21

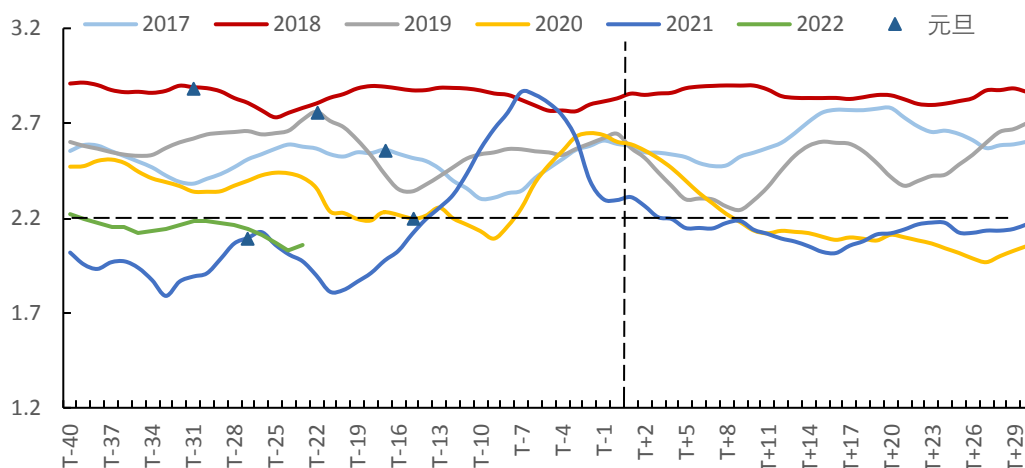
随着双节（元旦、春节）的临近，市场对于下一阶段资金缺口的大小、央行采用何种方式对冲以及整体流动性的宽裕与否尤为关注。本篇报告从双节前后资金价格特征、央行应对手段以及今年流动性缺口测算等方面对上述问题进行回答。

1. 双节前后资金价格有何特征？

双节对于资金面的“扰动”主要体现在三个方面，其一，企业、居民在节前的取现需求大幅增加，导致银行的超额备付金大量析出，而节后资金则会逐步回流，节奏方面一般为春节前半个月（元旦前半周），取现需求逐步增加，春节后一周（元旦后半周）随着假期的结束，资金开始回流；其二，1月是传统的缴税大月，企业所得税、个人所得税以及车船税等大部分都是在1月汇算清缴，而税收的汇算清缴会带动财政存款的增加从而对流动性产生抽水效应，一般1月缴税的时点在20日左右；其三，银行出于“早投放早收益”的动机，往往在开年月份加大贷款投放，而信贷投放的放量则会带来存款规模的抬升，增加银行缴准压力，相应的缴准时点（每月15、25日）银行流动性压力较大。

双节前后，资金价格往往呈现“M型”走势。由于受到上述三个因素发生节奏的影响，双节前后资金价格呈现出“M型”走势，以DR007（7日移动平均）为例，元旦前半周DR007开始逐步上行，幅度在3-5BP左右，元旦前最后一个交易日达到阶段高点，随后开始逐步回落，然后在春节前半周再度回升，幅度在20-30BP左右，春节前最后一个交易日达到峰值，随后逐步回落。因此预计2022年双节前后DR007也会延续“M型”走势，不过受12月降准释放1.2万亿元长期资金影响，元旦前夕资金面相对充裕，本次DR007的波动幅度可能会有所收窄。

图1 双节前后DR007（7日移动平均）往往呈现“M型”走势



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 1 历年元旦-春节日期及交易日天数

年份	2017	2018	2019	2020	2021	2022
元旦	2017-01-01	2018-01-01	2019-01-01	2020-01-01	2021-01-01	2022-01-01
春节	2017-01-28	2018-02-16	2019-02-05	2020-01-25	2021-02-12	2022-02-01
元旦-春节交易日(天)	18	32	23	16	28	19

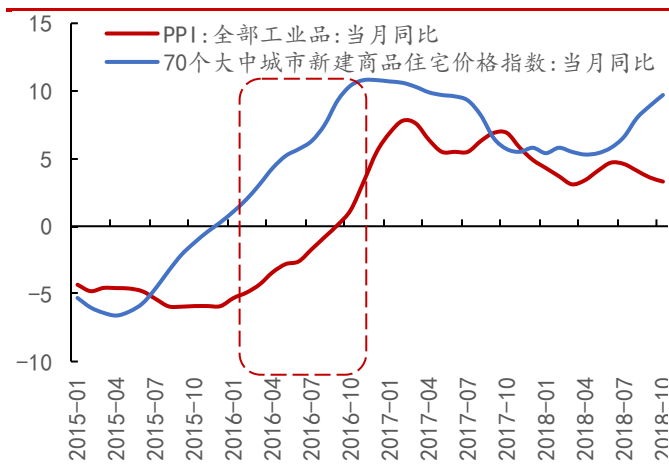
资料来源: WIND, 华西证券研究所

2. 往年央行如何应对双节“扰动”？

为了降低双节对流动性产生的“扰动”，央行每年都会基于当年的货币政策基调以及流动性缺口的大小采用不同的政策工具进行应对。

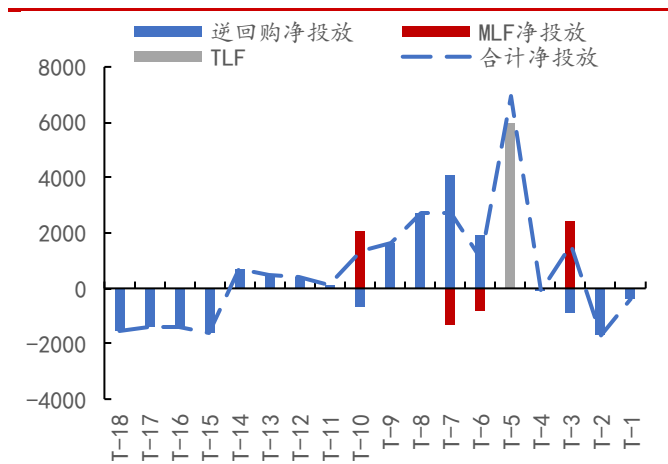
2017 年：货币基调偏紧叠加深化供给侧改革，对冲工具以 MLF+逆回购+TLF 等为主。2016 年 12 月的中央经济工作会议中提到“货币政策要保持稳健中性，…，调节好货币闸门…维护流动性基本稳定”，与 2015 年的提法“稳健的货币政策要灵活适度…保持流动性合理充裕”相比明显偏紧，2016 年开展的以“三去一降一补”为主要抓手的供给侧改革进一步推升了房价和通胀压力，同时美联储的加息也限制了国内货币政策的宽松程度。在这一背景下，央行操作相对谨慎，对冲工具以 MLF、逆回购以及 TLF 等为主，其中 MLF 以 1 年期为主，净投放 1155 亿元（6M 净投放-2360 亿元，12M 净投放 4690 亿元），逆回购以 28 天期为主，净投放 3850 亿元（7D 净投放-3800 亿元，14D 净投放-3400 亿元，28D 净投放 10450 亿元），TLF 净投放 6000 亿元，合计净投放 11580 亿元。

图 2 供给侧结构性改革带动房价、PPI 大幅上行



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 3 2017 年春节前以 MLF+逆回购+TLF 对冲为主

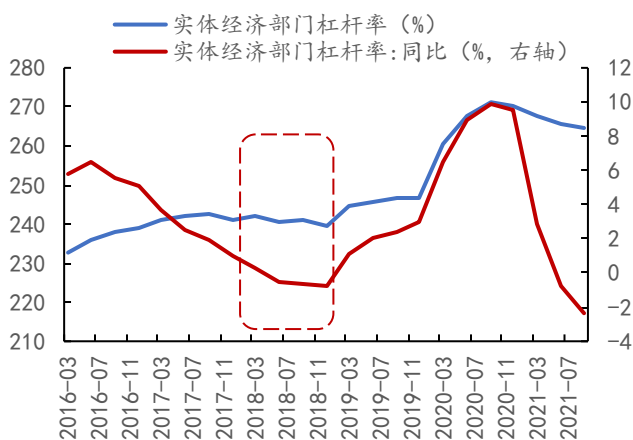


资料来源: WIND, 华西证券研究所

2018 年：货币政策延续偏紧基调，对冲工具以 CRA+普惠降准+MLF 等为主。2017 年 12 月的中央经济工作会议中提到“稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，相比 2016 年的“调节好货币闸门”，此处的“管住”约束性更强，而且随着 2017 年 11 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》（资管新规）的发布，金融领域的去杠杆也提上日程。因此，为了不给市场带来解套，2018 年春节的对冲手段主要以短期、结构性工具为主。其中，普惠金融定向降准释放 4500 亿元、MLF 净投放 5015 亿元

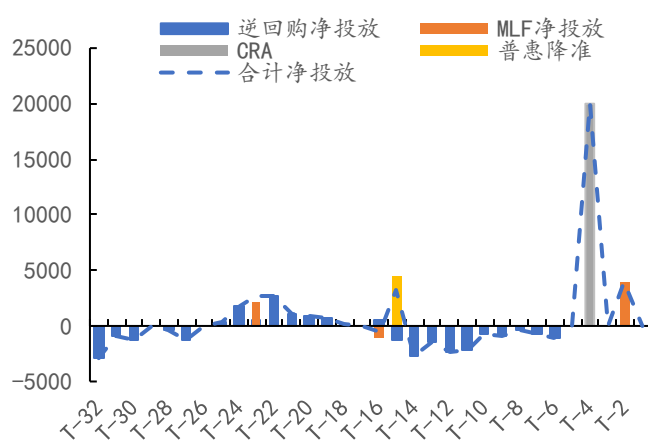
(均为 1 年期)、CRA (临时准备金动用安排) 释放 20000 亿元, 而逆回购则是以回笼为主, 回笼资金约 11800 亿元, 合计净投放 17715 亿元。

图 4 供给侧结构性改革带动房价、PPI 大幅上行



资料来源: WIND, 华西证券研究所

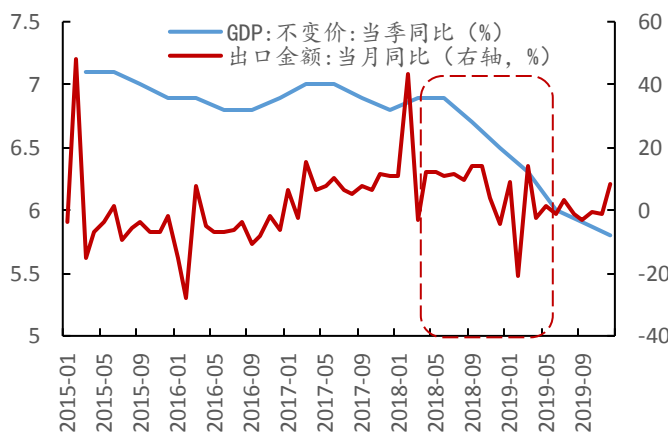
图 5 2018 年春节前以 CRA+普惠降准+MLF 对冲为主



资料来源: WIND, 华西证券研究所

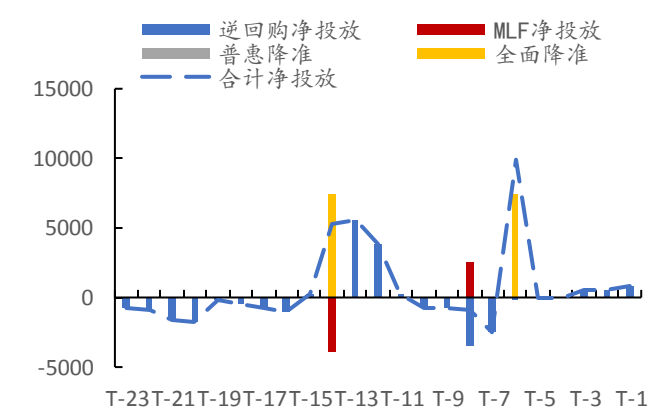
2019 年: 货币政策边际宽松, 对冲工具以全面降准+普惠降准+TMLF 等为主。
2018 年在经历“去杠杆”以及中美贸易战后, GDP 同比增速出现明显下滑, 12 月的中央经济工作会议指出“经济运行稳中有变、变中有忧, 外部环境复杂严峻, 经济面临下行压力”, 货币政策方面删除了“管住货币供给总闸门”提法, 改为“稳健的货币政策要松紧适度”, 政策基调明显转松。在这一背景下, 2019 年春节的对冲手段相对激进, 2019 年 1 月 4 日央行宣布于 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调存款准备金率 0.5 个百分点, 在全面降准的同时, 央行还进行了普惠降准, 央行在答记者问中指出“此次降准将释放资金约 1.5 万亿元, 加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金, 再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后, 净释放长期资金约 8000 亿元”, 其他工具方面, 逆回购净投放-1600 亿元 (7D 净投放-4700 亿元, 14D 净投放 1900 亿元, 28D 净投放 5000 亿元), MLF 净投放-1405 亿元 (一年期 MLF 回笼 3980 亿元, TMLF 投放 2575 亿元), 合计净投放 14495 亿元。

图 6 2019 年经济下行压力增大



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 7 2019 年春节前以全面降准+普惠降准+TMLF 对冲

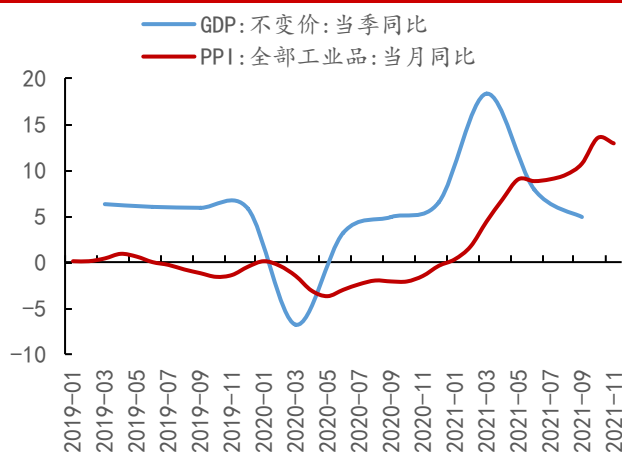


资料来源: WIND, 华西证券研究所

2020 年: 货币政策继续对冲工具以全面降准 + MLF + 逆回购等为主。
2019 年 12 月的中央经济工作会议指出“我国正处在转变发展方式、优化经济结构、

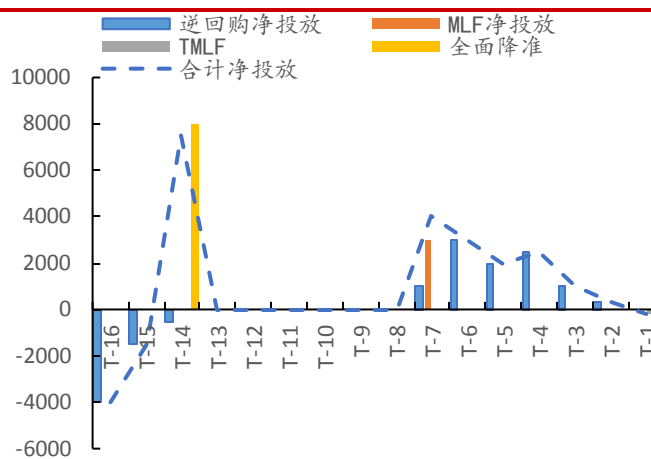
转换增长动力的攻关期…‘三期叠加’影响持续深化，经济下行压力加大”，这一背景下货币政策延续了宽松基调，指出“稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕”。所以，2020年春节的对冲手段与2019年类似，其中2020年1月1日，全面下调存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8000亿元，逆回购净投放3800亿元（均为14D逆回购），MLF净投放3000亿元，TMLF净投放-170亿元，合计净投放14630亿元。

图8 2020年经济下行压力增大



资料来源：WIND，华西证券研究所

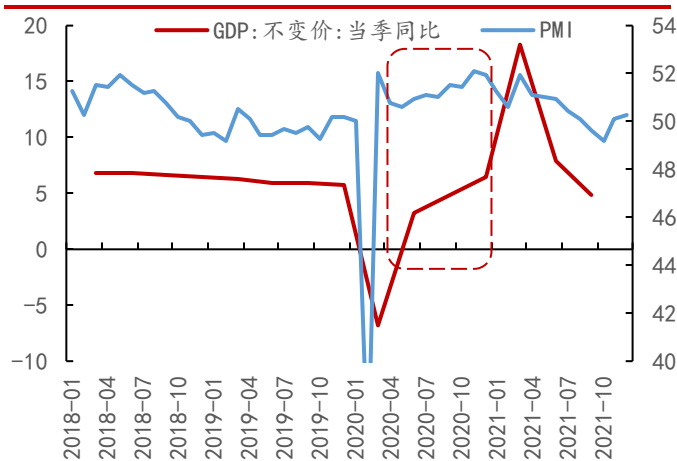
图9 2020年春节前以全面降准+TMLF对冲



资料来源：WIND，华西证券研究所

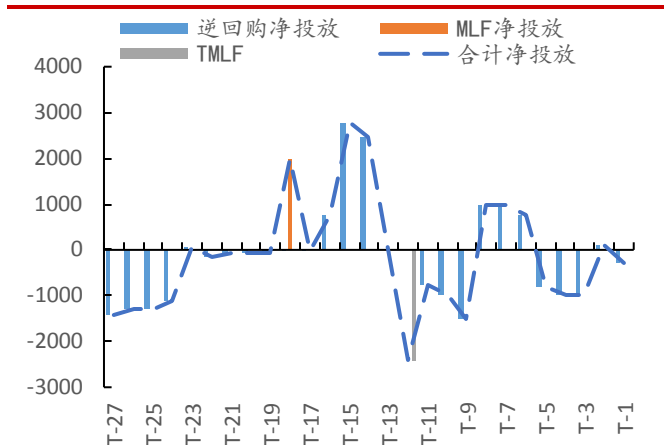
2021年：货币政策强调精准，对冲工具以MLF+逆回购等为主。由于疫情控制得当，我国经济率先恢复，2020年4季度GDP同比增速达到6.5%，PMI升至52.10，高于疫情前平均水平（2019年均值49.73），在这一背景下，2020年12月的中央经济工作会议指出“在政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”，同时货币政策由去年的“灵活适度”改为“灵活精准”，因此2021年春节的对冲方式较为克制，没有延续过去两年的降准操作，仅采用了MLF+逆回购的对冲方式。具体节奏方面，1月15日MLF续作5000亿元，当日到期3000亿元，并且没有续作当月25日到期的2405亿元的TMLF，逆回购方面也是以7D和14D为主，时点方面也仅在1月20日、2月初等资金压力较大的时点加大了投放力度，充分体现了“灵活精准”。

图 10 2021 年经济快速企稳



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 11 2021 年春节前以 MLF+逆回购对冲



资料来源：WIND，华西证券研究所

综合来看，货币政策基调会影响当年央行对冲手段的使用。通过梳理过去 5 年春节前央行的操作方式，发现央行的对冲手段与当年的货币政策基调密切相关，基调偏松时会采用降准 + MLF + 逆回购方式对冲，基调偏紧时则主要以 MLF + 逆回购方式对冲，而 CRA 和 TLF 等临时性工具则是根据当年资金缺口大小灵活使用。对今年而言，虽然整体基调偏松（稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕），但由于节前已经有过降准，所以再次降准的可能性下降，央行可能采用 MLF + 逆回购以及 CRA 或 TLF 等临时性工具对冲节前缺口。

3. 今年节前流动性缺口有多大？

超额存款准备金是影响商业银行货币创造的关键因素，也是度量流动性的重要指标。根据央行资产负债表构成要素，按照“资产=负债”的原则，可以推导出： Δ 超额存款准备金 = Δ 基础货币 - Δ 货币发行 - Δ 法定存款准备金 = Δ 外汇占款 + Δ 对其他存款性公司债权 - Δ 政府存款 - Δ MO - Δ 法定存款准备金，也就是经典的超额存款准备金五因素模型，通过观察对其他存款性公司债券（重点关注央行公开市场操作）、政府存款（重点关注政府债券）、法定存款准备金、外汇占款以及 MO（流通中的现金），对 2022 年 1 月的流动性情况进行预测分析：

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_35484

