

# 资金面紧张还要持续多久

## ——对央行近期货币政策操作的点评

### 银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

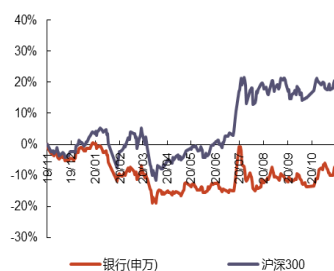
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebscn.com

#### 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

#### 要点

##### 事件：

本周以来，央行持续净回笼基础货币，资金面有所趋紧，隔夜利率大幅走高，机构普遍感觉资金面较为紧张，隔夜头寸平盘难度加大。对此我们点评如下：

##### 点评：

#### 1、2020年年末至2021年年初的持续宽松，造成债市杠杆率快速上行，资产价格大幅波动引发央行重点关注

最近一轮资金面宽松始于2020年11月末，受地方性国企信用违约事件影响，债市大幅震荡，信用分层加剧，部分民营企业债券发行搁浅，市场风险偏好显著下降。为此，央行于11月30日临时性开展2000亿MLF，旨在通过稳流动性达到稳预期效果，并在12月份超量续做9500亿MLF、重启14天OMO呵护跨年资金面。在央行持续呵护、财政资金陆续释放以及跨年后的季节性效应推动下，资金面于2020年12月-2021年1月上旬维持相对宽松态势，隔夜利率持续破1，1Y国股NCD价格出现超调并跌至1Y-MLF利率下方。

在资金面宽松环境下，市场对未来流动性预期较为乐观，更倾向于通过配置短债加杠杆来增厚收益，进而激发了债市加杠杆行为，造成短债利率下行速度更快，收益率曲线趋于陡峭化。

可以看到，2021年1月份月上旬，R001每日成交规模持续上行，日均规模达到4.22万亿，明显高于2020年四季度3.11万亿的平均水平，显示机构通过加杠杆配债的意愿较为强烈。

同时，年初信贷投放的“外溢效应”也较为明显，造成资产价格大幅波动，表现为：（1）在宽松的流动性环境下，银行对非银机构贷款投放较多，使得部分资金流入资本市场。（2）非场景类消费贷款增长好于具有场景化特点的信用卡增长，资金违规进入房市的现象依然存在。（3）零售存款逆季节性效应持续负增长，新发基金较为火爆。

受此影响，年初以来部分地区房地产价格上涨较快，资本市场也出现显著涨幅，资金在虚拟经济领域出现了一定淤积现象，资产价格风险有所加剧。正如陈雨露副行长在1月15日国新办会议上所指，“从中央银行的角度来看，在关注物价的同时，我们也一直在密切关注重要领域的资产价格。在保持物价稳定的同时，通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险，以切实维护金融稳定”，即资产价格波动同样是央行的关注目标之一。而近期股、债、地产等资产价格大幅波动，信贷投放对资本市场和房地产市场的“外溢效应”，显然与央行着力引导信贷资金重点加大对科创、普惠小微、制造业、绿色领域支持力度的政策目标相违背。

## 2、央行强势恢复贷方地位，旨在防止“跑冒滴漏”进一步催高资产价格，对市场予以警示，形成了股债双杀局面

为避免造成资金面过度宽松、抑制机构过度加杠杆行为，央行跨年后再在公开市场上通过“微幅滴灌”策略，逐步回笼基础货币，在中下旬阶段性适度加大OMO应对税期高峰后，连续3个交易日每日仅投放20亿资金，1月27日在2800亿OMO到期的情况下，再度缩量续作1800亿，4个交易日累计净回笼规模超过4000亿，使得市场对央行呵护流动性的预期连续落空。

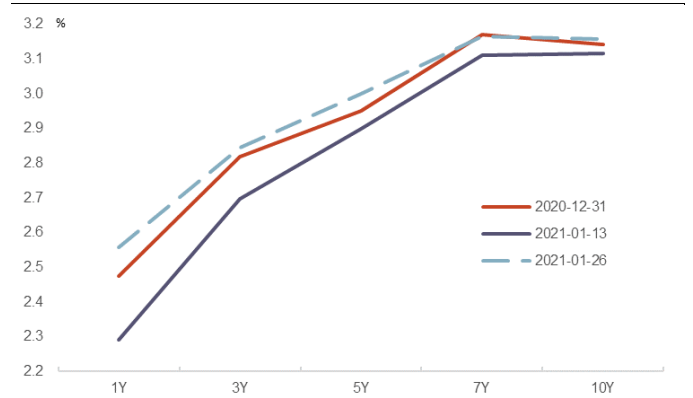
同时，1月26日货币政策委员会委员马骏在中国财富50人论坛举办的研讨会上表示，“货币政策有必要针对某些领域的泡沫进行适度转向”，引发了市场紧张情绪，导致资本市场承压下挫。

图1：2021年1月上旬R001成交规模持续攀升



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年10月9日-2021年1月26日

图2：2021年1月份以来国债收益率呈现平坦化趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年12月31日、2021年1月13日和26日

另一方面，银行层面流动性也有收敛迹象。1月份以来，信贷投放维持稳定节奏，但机构间分化有所加大，在“晚春效应”下，1月份缴准面临三个时点，即5、15、25日，且缴准基数偏大，加之缴税高峰期过后央行持续净回笼，导致银行存贷比和日间流动性趋于恶化，司库开始转为净融入状态。而在监管部门延续狭义信贷额度管控下，近期银行对非银机构贷款也出现缩量，二元流动性传导通路收窄。

在上述两方面因素影响下，资金面开始趋紧，短债利率上行幅度更为明显，收益率曲线呈现平坦化走势。同时，资本市场迎来调整，1月26日上证综指和沪深300指数分别下挫1.5%和2%，进而形成了“股债双杀”的局面。

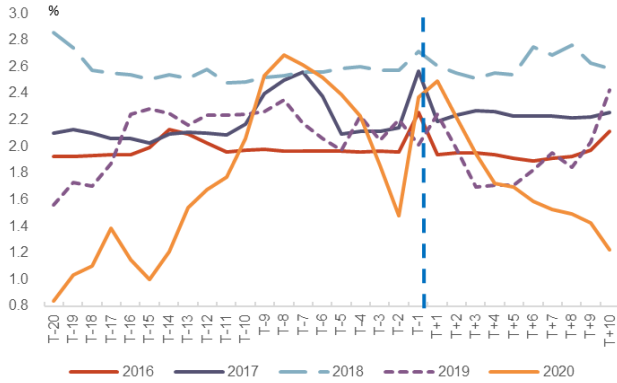
经过一系列操作，央行已完全恢复贷方地位，对货币总闸门拥有绝对控制力，结构性流动性短缺框架再度形成。通过此举，央行已明确释放了对流动性调控的目标，即维持整体流动性不松不紧，引导信贷资金合理配置，防止“跑冒滴漏”进一步催高资产价格，也在警示市场勿与央行进行过度博弈，合理控制杠杆率。

## 3、春节前“双峰效应”使得资金面存在自我稳定机制，央行释放明确政策信号后或迎来跨春节暖意

由于“晚春效应”的存在，今年春节前资金面或存在“双峰效应”，即第一峰为1月中下旬缴税高峰期，第二峰为2月上旬临近春节前资金利率存在小幅走高可

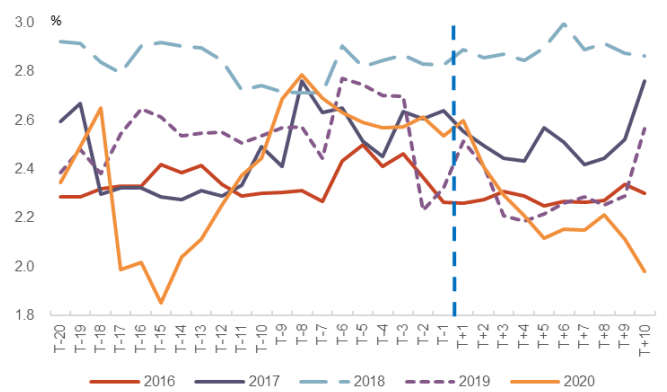
能。但是，与春节时点位于 1 月份形成的“单峰效应”相比，“双峰效应”适度平滑了资金利率的波动。

图 3: 春节前 T-20 至春节后 T+10 工作日期间 DR001 运行情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2016-2020 年期间春节前 T-20 至春节后 T+10 工作日

图 4: 春节前 T-20 至春节后 T+10 工作日期间 DR007 运行情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2016-2020 年期间春节前 T-20 至春节后 T+10 工作日

观察近 5 年来春节前 T-20 至春节后 T+10 个工作日期间，DR001 和 DR007 走势不难发现：

(1) 在春节时点位于 2 月份时期，如 2016 年和 2018 年，资金利率在春节前 T-15 至 T-10 个工作日迎来第一峰，在临近春节迎来第二峰，但资金利率波动幅度相对较小。

(2) 在春节时点位于 1 月份时点，如 2017 年、2019 年和 2020 年，资金利率的波峰主要在春节前 T-10 至 T-7 各工作日，且资金利率波动幅度相对更大。

如前所述，尽管当前资金面趋紧，但“双峰效应”的存在使得资金面存在自我稳定机制，且后续央行或将释放跨春节暖意，市场化机制也将助力资金面稳定，但不宜期待过度宽松的环境，资金利率的调控目标仍是回归利率走廊中枢。具体而言：

央行释放明确政策信号后或迎来跨春节暖意。近期，易纲行长在达沃斯论坛上表示，“货币政策将继续支持经济，不会过早退出支持政策，但也会关注风险”。这表明，我国货币政策不会出现系统性收紧，会在稳增长、防风险之间取得平衡，基础货币投放更多采取“削峰填谷”策略。

表 1：2016 年以来春节前夕央行使用的货币政策工具

年份	春节时点	应对春节使用的货币政策工具
2020 年	1 月 25 日	1 月 6 日降准 0.5%，春节前通过 OMO+MLF 净投放跨春节资金 1.48 万亿。
2019 年	2 月 5 日	1 月 15 日和 25 日分别降准 0.5%，1 月 23 日首次开展 TMLF2575 亿，净投放跨春节资金 1800 亿；1 月 25 日开展普惠金融定向降准释放资金 2500 亿。
2018 年	2 月 16 日	从 1 月中旬开始陆续使用期限为 30 天的 CRA，并于 2 月 13 日开展 3930 亿 MLF 用于对冲 2 月 22 日 2435 亿 MLF 到期。1 月 26 日开展普惠金融定向降准释放资金 3000 亿。
2017 年	1 月 28 日	1 月 20 日开展 TLF 操作作为在现金投放中占比高的几家大型商业银行提供临时流动性支持，操作期限 28 天。
2016 年	2 月 8 日	1 月中下旬开始通过 OMO+MLF 实现跨春节资金约 1.5 万亿。

资料来源: 央行官方网站, 光大证券研究所

近期央行操作的坚定程度略超出市场预期，但我们认为，市场无需过度担忧资金面持续收紧，在结构性流动性短缺框架下，央行适度的增量资金投放即可实现资金面的有效改善。在明确释放政策信号后，后续市场或迎来跨春节的暖意，在具体操作工具上，央行可能通过重启 14 天 OMO、加大在 1 月末或 2 月初提前开展一期 MLF 操作（应对 2 月 17 日 2000 亿 MLF 到期）等方式，稳定跨春节资金面，但开展 CRA 或降准的概率较低。

市场机制有望助力资金面企稳。今年疫情防控趋严下，居民返乡流量减少会造成现金需求下降，对春节前夕资金面形成利好。同时，受出口形势持续向好、企业集中结汇以及市场对人民币汇率预期偏强等影响，结汇需求较为旺盛，一定程度上有助于银行存款增长。

#### 4、1 月份信贷主要矛盾是“要我放”和“我要放”的供需错配，票据利率已出现大幅冲高

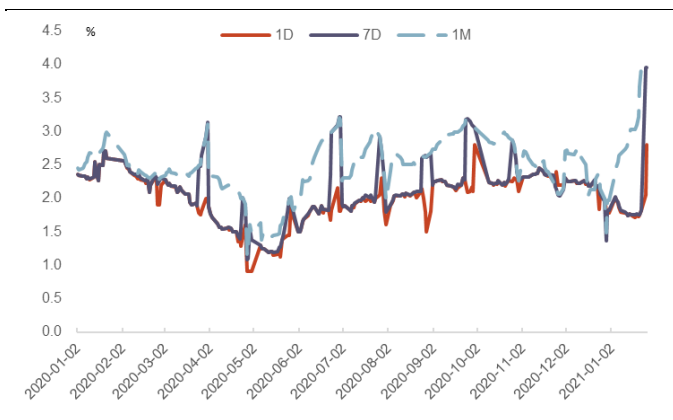
从最新形势看，我们在 2021 年 1 月 24 日发布的《不宜对 1 月份信贷投放过度乐观》报告中已强调，1 月份信贷的主要矛盾在于“要我放”和“我要放”的矛盾点。

“要我放”，表现为监管要求银行加大对制造业、普惠小微等领域的信贷支持力度，但由于目前贷款利率已相对较低，综合收益无法实现对信用成本的有效覆盖，对公优质项目较难获得，若定价水平过低，对公贷款 EVA 甚至会跌入负区间，强行投放不仅难以获得稳定的综合收益，还可能加大信用风险压力。

“我要放”，表现为按揭贷款由于兼具低资本消耗、稳定收益率、较低不良率的特点，始终是银行信贷投放的优质资产。但随着房地产贷款集中度管理等政策相继出台，对于部分房地产贷款余额占比承压的国股银行以及部分中小银行而言，住房按揭贷款投放增量也面临预算重新调整，部分承压银行按揭额度有所收紧。

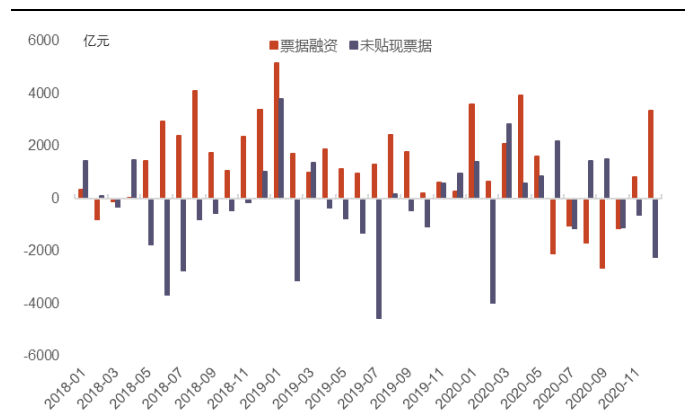
正是这种“要我放”和“我要放”形成的供需错配，使得我们不宜对 1 月份信贷投放过度乐观。无论是市场化因素还是监管部门的政策导向，均指向信贷投放的边际收敛。

图 5：近期票据利率大幅冲高



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 2 日-2021 年 1 月 27 日

图 6：近年来 1 月份票据供需矛盾较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2018 年 1 月-2020 年 12 月

同时，我们也注意到，近期票据市场利率出现快速上行，其中国股 7 天和 1M 转贴利率已逼近 4%，创 2019 年以来新高。造成这种现象的主要原因，除了资金面趋紧等因素的影响外，也与票据供需矛盾加大有关。

一是央行延续狭义信贷额度管控，银行收票需求下降。受房地产贷款集中度调控影响，银行涉房类贷款额度持续收紧，加之央行延续对狭义信贷额度的管控，使得银行收票意愿并不强，进而推高了票据利率。

二是票据存量供给较大。从季节性因素看，1 月份企业开票需求较为旺盛，近年来未贴现票据增量均值维持在 3000 亿左右。同时，2020 年下半年以来资金面的收紧使得企业贴现意愿有所下降，未贴现票据规模合计减少 2116 亿，不及 2019 年下半年近 4300 亿的降幅。与之相对应的是，2020 年下半年票据贴现合计增量规模较 2019 年下半年下降近 9000 亿。受此影响，票据存量供给积累较大，进一步推升了票据利率的走高。

整体来看，由于春节时点位于 2 月份，该月份信贷增长相对较弱，春节前票据供需矛盾恐难以得到有效改善，并将支撑票据利率位于高位运行。随着春节后资金面的转暖，以及银行信贷投放开始发力，预计票据供需失衡的状况有望得到边际缓解。

## 5、市场启示

对于债券市场而言，我们判断，资金面持续收紧的态势并不可持续，央行后续仍会采取适宜的货币政策工具维护跨春节资金面的稳定。同时，综合考虑结售汇顺差对存款增长的贡献，疫情造成取现需求下降等因素，均指向春节前资金面不会持续收紧。基于此，短债收益率波动尽管有所加大，但风险相对可控，交易盘可跟随央行资金投放择机进入，长债收益率近期出现一定回调的同时，配置价值进一步凸显，配置盘安全边际依然充足。

同时，经过近期调整，当前 3M 国股银票转贴利率与 3M 国债收益率利差已高达 135bp，创 2019 年以来第二新高，相对接近 2020 年 3 月末 164bp 的峰值，票据配置性价比突出。

## 风险提示

中美摩擦出现反复，经济复苏景气度不如预期。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东  
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大  
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳