



2021年1月29日

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

[liuwenbo@jinxinqh.com](mailto:liuwenbo@jinxinqh.com)

021-80197162

## 如何看待近期极度紧张的资金面？

### 内容提要

近日资金面大幅收紧引发市场悲观预期，央行稳定宏观杠杆率的工作重心下，近期上海等地房价快速上涨、股票基金申购火爆、债券市场加杠杆等现象层出不穷，成为央行关注重点。央行收敛流动性意在：1) 1月信贷需求旺盛下，防止流动性泛滥、控制信贷投放节奏以避免宏观杠杆率的快速回升；2) 配合各地出台的房地产调控政策，修正此前市场货币政策宽松预期引发的抢购行为，控制房市、股市等加速上涨带来的资产泡沫；3) 通过收敛资金面预期打压债市加杠杆行为；4) 1月缴税大月财政存款上收回笼较多流动性，而月末财政支出时滞导致资金面短期供求失衡。

随着税期过去和月末财政资金投放下达下，资金面预计将逐步缓解，预计下周央行常态化7天&14天OMO投放+提前续作MLF或是大概率春节流动性投放组合，但今年流动性投放或明显弱于往年，资金面重回紧平衡的概率不小。春节后流动性或更为关键，央行大幅收紧资金面的概率不高，但资金面最宽松的时候可能已经过去，流动性仍有边际转向的压力，资金面交易逻辑褪色。

此前市场对于政策不急转弯存在过度乐观预期，但不急是节奏，转弯仍是方向，宏观杠杆率攀升的约束下货币政策趋于收敛，宏观经济尾部风险仍存下货币政策也不必过于悲观，货币政策基仍然维持中性的“不缺不溢”基调，短期债市调整空间预计有限，仍处于3.1%-3.2%的震荡区间。但基本面对债市逐渐不利，后续供给错配利好逐渐接近尾声，中期债市仍需警惕疫苗、通胀上行和政策微调的利空共振。

### 风险提示

流动性收紧超预期，地方债提前发行

请务必仔细阅读正文之后的声明

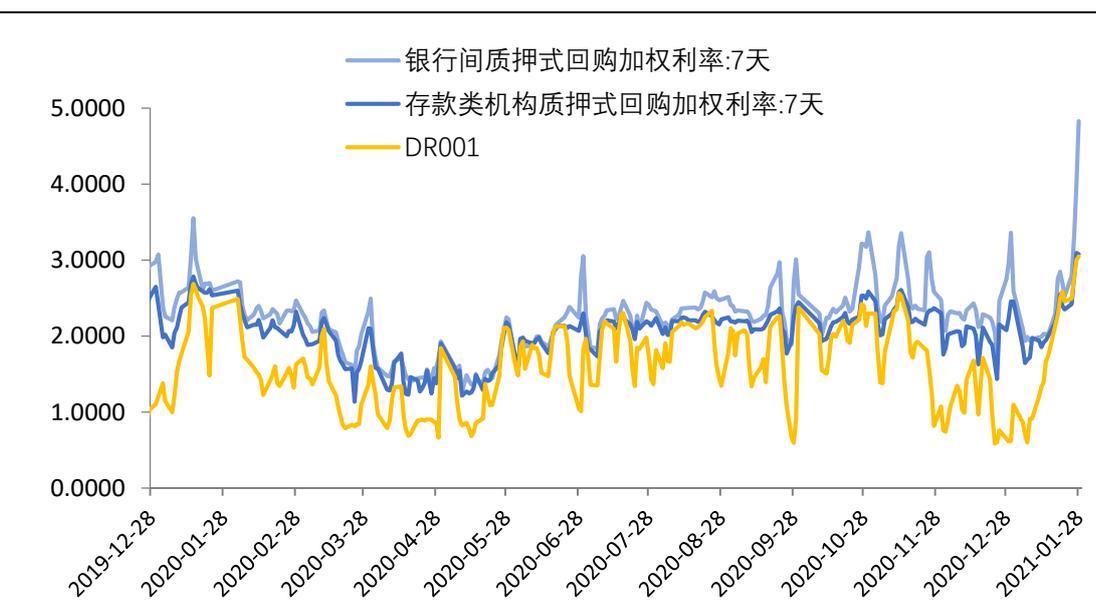


## 一、最近资金面怎么了？

极度乐观的流动性预期反转。近日资金面大幅收紧成为市场关注核心，央行公开市场持续净回笼，流动性紧势加剧，DR001 加权利率续创近 6 年新高，突破 SLF 利率走廊上限（3.05%），交易所隔夜回购利率也一度逼近 10%。与此前极度乐观的流动性情绪形成了巨大的预期差，并引发市场极度悲观的预期，甚至一度出现了上调 SLF 利率的谣言，引发央行关注。

本周以来央行公开市场连续四天净回笼，周一至周四分别净回笼 2405 亿元、780 亿元、1000 亿元、1500 亿元，四天累计净回笼 5685 亿元。

图 1：隔夜回购利率突破 3%（%）



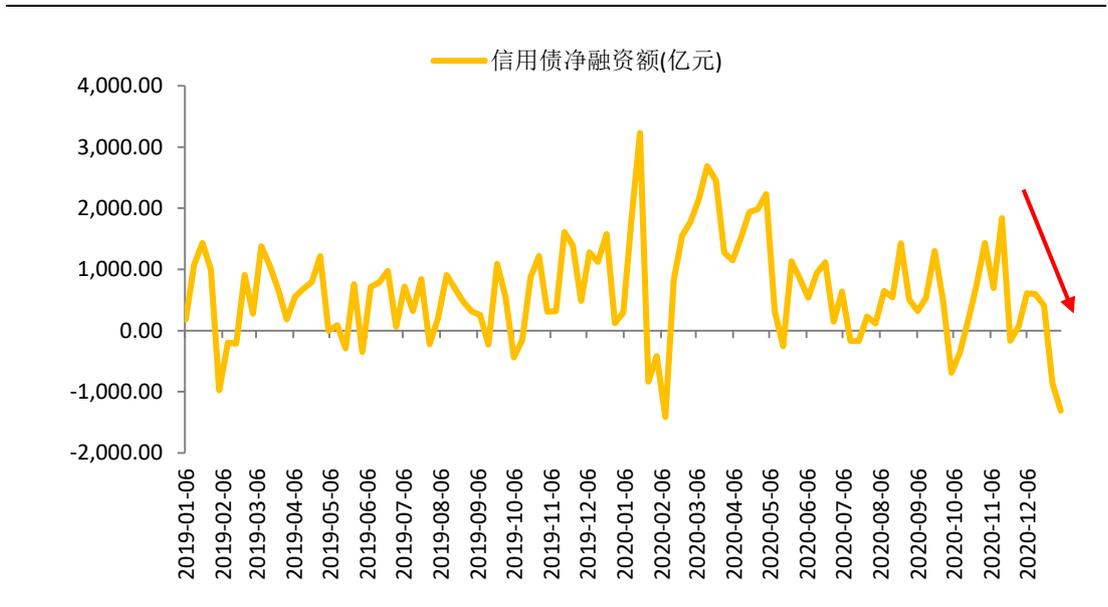
资料来源：Wind，金信期货研究院

去年年底的货币政策宽松小周期源于信用风险的对冲。11 月中永煤违约事件引发的信用风险或是 12 月央行政策偏呵护的一大原因，尽管在金稳会提出严厉处罚各种“逃废债”行为和央行的流动性呵护后，债市情绪从信用债违约风波中有所恢复，但是信用债一级市场呈现半冻结状态，取消发行较多，信用债发债净融资额接



近历史低点。为避免系统性风险的发酵，政策“不急转弯”定调催生货币政策宽松小周期，而降低实体融资成本的目标以及人民币的升值压力也是其中考虑。

图 2：信用债净融资额转负（亿元）

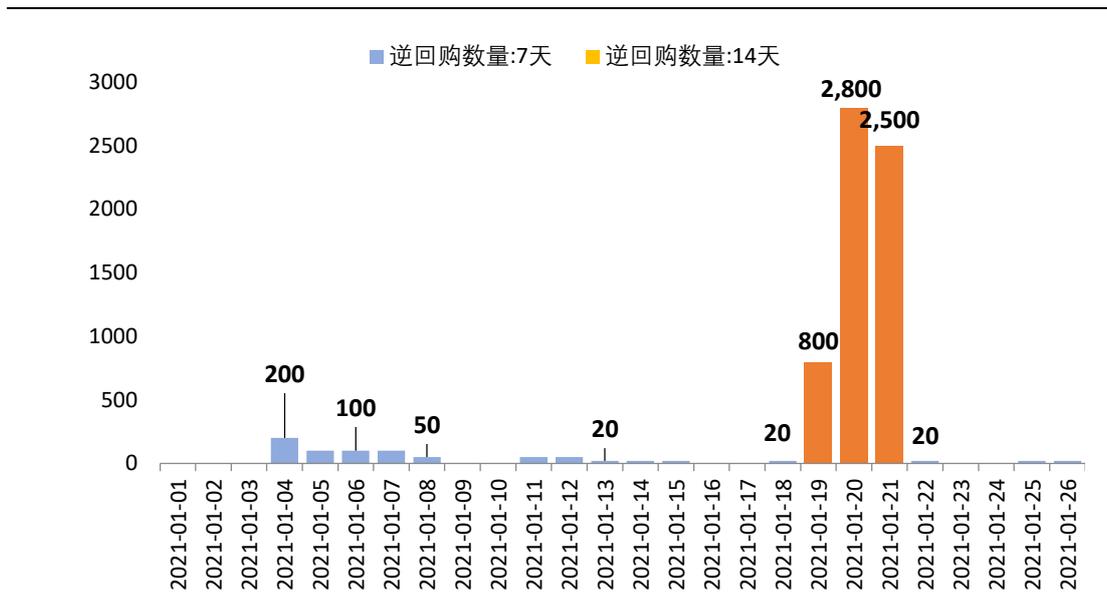


资料来源：Wind，金信期货研究院

进入 1 月后，资金面已经悄然变化。一方面，央行逆回购投放进入每日开展的新常态，在月初流动性持续充裕、隔夜利率维持在 1% 以下的状态下仍然每日投放逆回购，并且投放量经历了从 100 亿-50 亿-20 亿的缩量，投放规模持续创出新低。尤其是在上周央行积极应对税期影响下，出现了操作量波动较大、精准对冲缴税高峰的特点，资金面重回结构性短缺，央行对流动性管理的主动性明显增强。央行月中续作 MLF 时隔五个月进行了缩量续作，

另一方面，央行频频发声打击降准预期和市场加杠杆行为。孙司长“目前的存款准备金率都不高”和马骏的“有些领域的泡沫已经显现”的发言，都使得市场再次引发对于货币政策转向的担忧，与易纲行长的“稳字当头”和“不会过早退出其支持性货币政策”的表态相差甚远。

图 3: 央行公开市场操作缩量 (亿元)



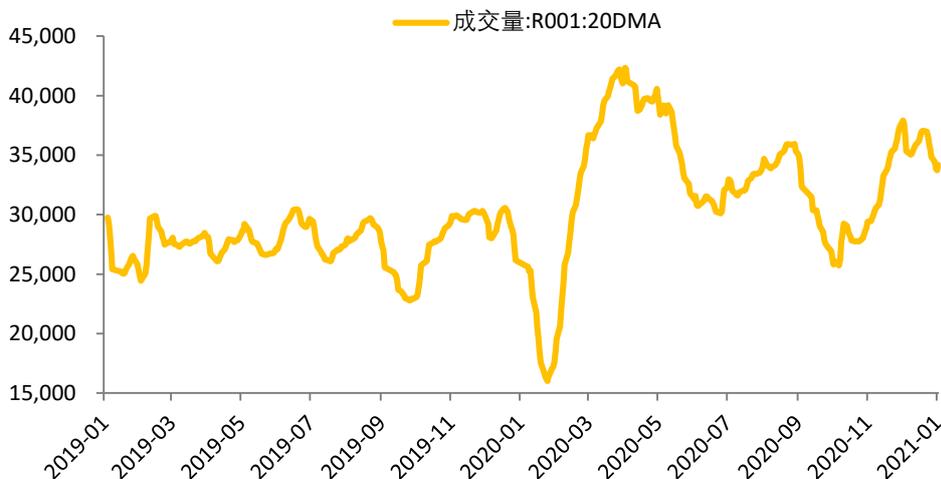
资料来源: Wind, 金信期货研究院

资金面为何紧张? 从央行今年的目标来看, 稳定宏观杠杆率依然是其工作的重心, 而在去年年底发酵的资金面过度乐观预期下, 近期上海等地房价快速上涨、股票基金申购火爆、债券市场加杠杆等现象层出不穷, 隔夜质押式回购成交再度大幅增长, 引发流动性过剩之嫌。

针对于此, 央行收敛流动性, 一方面在 1 月信贷需求旺盛下, 防止流动性泛滥、控制信贷投放节奏以避免宏观杠杆率的快速回升; 另一方面, 配合各地出台的房地产调控政策, 修正此前市场货币政策宽松预期引发的抢购行为, 控制房市、股市等加速上涨带来的资产泡沫; 同时通过收敛资金面预期打压债市加杠杆行为。

当然月末资金面过度收紧或也存在一定资金投放错位的原因, 作为缴税大月, 1 月中下旬财政存款上收回笼较多流动性, 而月末财政支出或存在一定时滞, 导致资金面短期供求的失衡。

图 4：隔夜质押式回购成交再度大幅增长（亿元）



资料来源：Wind，金信期货研究院

随着税期过去和月末财政资金投放下达下，资金面预计将逐步缓解，但重回紧平衡框架可能下资金面交易逻辑褪色。今年春节鼓励就地过节，居民取现需求有所降低，预计下周央行常规化 7 天&14 天 OMO 投放+提前续作 MLF 或是大概率的春节流动性投放组合，普惠金融定向降准或同以往一样在 2 月份常规性投放，但今年流动性投放或明显弱于往年，资金面重回紧平衡的概率不小。相比节前流动性维稳，春节后流动性或更为关键，央行大幅收紧资金面的概率不高，但资金面最宽松的时候可能已经过去，流动性仍有边际转向的压力，资金面交易逻辑褪色。

图 5：央行往年春节前流动性缺口应对

	春节日期	操作	新创设工具
2017	1月28日	OMO+MLF+TLF操作	TLF（临时流动性便利），28天资金无需抵押品，为几家大型商业银行提供临时流动性支持
2018	2月16日	普惠金融降准（释放长期资金4500亿元）+MLF+CRA	CRA（临时准备金动用安排），28天无息资金，1月中旬-2月初陆续使用，累计释放2万亿元。
2019	2月5日	全面降准（分两次下调，合计释放资金1.5万亿，净释放长期资金约8000亿元）+TMLF	TMLF（定向中期借贷便利），长期限、低成本资金，精准滴灌
2020	1月25日	全面降准+MLF+OMO	

资料来源：Wind，金信期货研究院

## 二、2021 年货币政策维持中性、“不缺不溢”

货币政策已然回归常态化，宽松小周期仅是插曲。拉长时间看，其实本轮货币政策已于去年下半年完成了常态化回归，在疫情的主线下，货币政策从“勇于担当”到“不缺不溢”，资金利率回到 2.2% 的 OMO 政策利率附近波动。而去年 12 月的资金面的重新转松主因应对信用事件冲击，政策定调“不急转弯”以避免系统性风险的发酵，我们定义该时期为货币政策收敛趋势下的宽松小周期。

不急是节奏，转弯仍是方向，宏观杠杆率攀升的约束下货币政策趋于收敛，宏观经济尾部风险仍存下货币政策也不必过于悲观。但对于“不急转弯”，我们认为不急是节奏，但转弯仍是方向，货币政策多目标制下稳定宏观杠杆率依然是其工作的重心，双支柱框架进一步深化和宏观经济尾部风险仍存下，货币政策也不必过于悲观，“不缺不溢、相机抉择”仍是今年货币政策的主要基调。

图 6：央行“货币政策目标+宏观审慎目标”的双支柱框架进一步深化

	货币政策	宏观审慎政策
政策着力	经济周期	金融周期
政策锚定	通货膨胀、经济增速	资产价格、广义信贷
政策工具	存款准备金率、存贷款基准利率 (LPR 利率)、公开市场操作及利率 (OMO&MLF)	MPA(宏观审慎评估体系)、资管新规、房地产“三道红线”
政策目标	物价稳定、经济增长、逆周期调节	金融稳定、金融去杠杆、防范金融风险

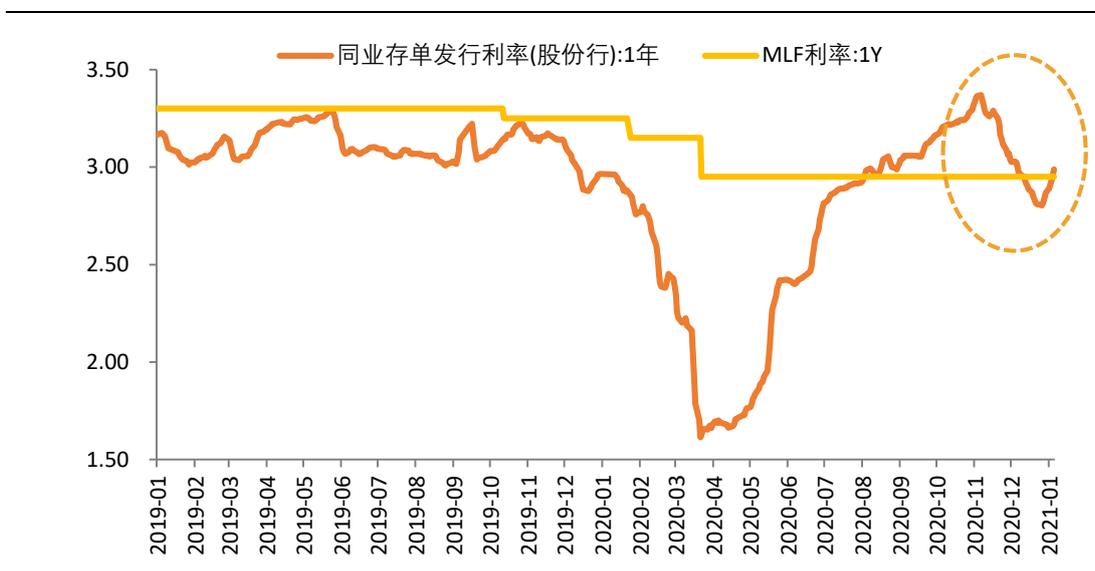
资料来源：Wind，金信期货研究院

### 三、从不可测的央行态度中寻找安全边际

同业存单利率或成为短期观测央行取向的安全边际。此前1年期同业存单利率在11月底大幅偏离MLF利率的政策锚，超出MLF利率逾40个bp，反映在货币政策中性基调下，中长期资金利率已明显超调，央行超预期续作MLF应对中长期资金利率上行，存单利率短期顶部形成。

而在去年年末宽松的流动性支持下，同业存单利率快速下行，并于1月中旬下行至2.8%一线，低于MLF利率约15bp，在市场利率低于政策利率下，MLF资金需求自然减少，1月MLF小幅缩量续作，同业存单利率逐步向政策利率回归。因此，市场利率围绕政策利率（OMO/MLF）波动的框架下，同业存单利率或成为短期观测央行取向的安全边际。

图 7: 同业存单发行利率 (%)



资料来源: Wind, 金信期货研究院



## 四、 债市观点

随着税期过去和月末财政资金投放下，资金面预计会略有缓解，春节临近，央行常规化 7 天&14 天 OMO 投放+提前续作 MLF 或是大概率的政策组合，但在流动性投放上或明显弱于往年，资金面重回紧平衡的概率不小。春节后流动性或更为关键，央行大幅收紧资金面的概率不高，但资金面最宽松的时候可能已经过去，流动性仍有边际转向的压力，资金面交易逻辑褪色。

此前市场对于政策不急转弯存在过度乐观预期，但不急是节奏，转弯仍是方向，宏观杠杆率攀升的约束下货币政策趋于收敛，宏观经济尾部风险仍存下货币政策也不必过于悲观，货币政策基仍然维持中性的“不缺不溢”基调，短期债市调整空间预计有限，仍处于 3.1%-3.2%的震荡区间。但基本面对债市逐渐不利，后续供给错配利好逐渐接近尾声，中期债市仍需警惕疫苗、通胀上行和政策微调的利空共振。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。