



2021年4月27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

## 税期资金面超预期宽松，警惕月末资金面波动

——流动性观察报告

### 内容提要

流动性水平的松紧对于债市和股市的重要性不言而喻，本文将从“量+价+结构”几个角度来跟踪观察银行间以及实体流动性的状况，对于流动性层次和框架的分析以及指标含义请参照上篇《流动性层次和框架解析》。

从当前的流动性状况来看，银行间流动性持续宽松，受到超预期的财政投放及现金回款的支撑，机构对于4月缴税大月的充分预期也使得税期资金面波动降低。而随着跨月和5月汇算清缴的到来，叠加地方政府债发行节奏的加快，超储水平回落资金面仍面临收敛压力，DR007持续低于7天逆回购利率不是常态，狭义资金利率向中枢收敛，资金面和利率债供给扰动下利率进一步下行空间有限。宏观流动性最宽松阶段过去，股市流动性弱化，但社融绝对增速仍然较高，实体流动性尚且充裕。

- **央行操作和超储水平：**央行公开市场3月以来维持每日百亿逆回购操作，MLF连续4个月持平操作。超预期的财政投放及现金回款支撑3月超储率水平回升，但4、5月缴税大月资金缺口压力加大，资金面总量或将收敛。
- **银行间资金利率：**银行间流动性保持稳定偏宽格局，DR007保持在2.2%以下运行。同业存单利率下行至政策中枢（2.95%）附近，反映市场乐观的中期流动性预期，但银行中长期负债压力仍在下继续打开下行空间难度较大。
- **资金结构和稳定性：**当前资金面分层效应处于历史偏低水平，2月至3月财政投放对市场流动性补充是主因。随着4、5月财政因素逆转后，非银机构或将重新面临资金分层加大的可能。
- **资金面预期和情绪：**1年期FR007利率互换小幅上行，资金面预期初现收敛，同时资金面情绪指数走高反映市场资金面收敛、机构资金融入难度增大。
- **实体流动性：**宏观流动性最宽松的阶段已经过去，“稳杠杆”政策目标下社融增速高位回归，但较高的绝对增速水平反映实体流动性总量尚且充裕。实体资金价格仍在回落，票据利率和理财收益率延续下行，不过高低等级信用利差分化仍然显著，信用层面仍呈现结构性特征。

### 风险提示

全球通胀预期加速回升，流动性收紧超预期，信用收缩节奏超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

## 目录

<b>一、 央行操作和超储水平 .....</b>	<b>3</b>
1. 央行操作维持中性基调 .....	3
2. 资金缺口下 4 月末超储率面临回落风险 .....	4
<b>二、 银行间流动性 .....</b>	<b>6</b>
1. 税期银行间资金面超预期宽松，警惕月末资金面波动.....	6
2. 资金面分层效应处于历史低位，警惕回购杠杆的持续抬升.....	8
3. 资金面预期出现收敛，情绪指数升至 50 上方 .....	9
<b>三、 实体流动性 .....</b>	<b>11</b>
1. 宏观流动性最宽松的阶段已经过去 .....	11
2. 票据和理财收益率延续下行趋势 .....	11
3. 高低等级信用利差分化显著，低评级信用利差仍然偏高.....	13
<b>重要声明.....</b>	<b>14</b>

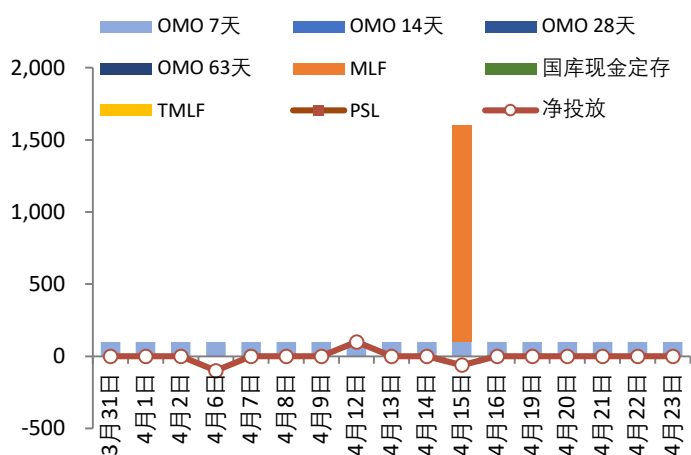
## 一、央行操作和超储水平

### 1. 央行操作维持中性基调

央行公开市场 3 月以来维持高频低量操作的新常态, 近期依然维持每日百亿 7 天逆回购操作, 基本每日都实现零净投放。MLF 操作方面, 4 月 15 日央行开展 1500 亿元 1 年期 MLF 操作, 操作中标利率 2.95%, 与此前的 MLF 操作利率持平, 当日及 25 日分别有 1000 亿 MLF 和 561 亿 TMLF 到期, 月内微幅回笼 61 亿。无论是逆回购投放还是 MLF 操作均保持了央行一如既往的佛系态度, 央行并未释放积极信号, 货币政策态度维持中性基调不变。

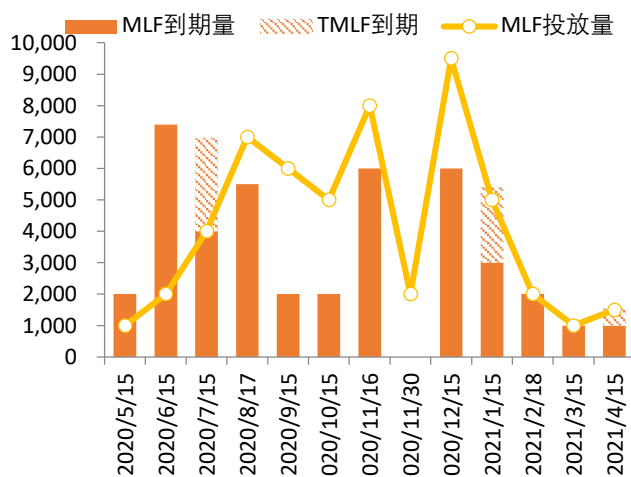
央行基础货币投放偏向短期, MLF 连续 4 个月持平操作, 长钱缺口逐步累积, 银行中长期负债压力仍在。从 10% 左右的一般存款增速推算, 全年缴准需求带来的资金缺口是相对确定的 (1.5 到 2 万亿), 而在央行操作集中于短期且不降准的情形下, 长钱缺口逐步累积, 银行负债端明显放松的可能性较小。

图 1: 央行公开市场基本维持零净投放 (亿元)



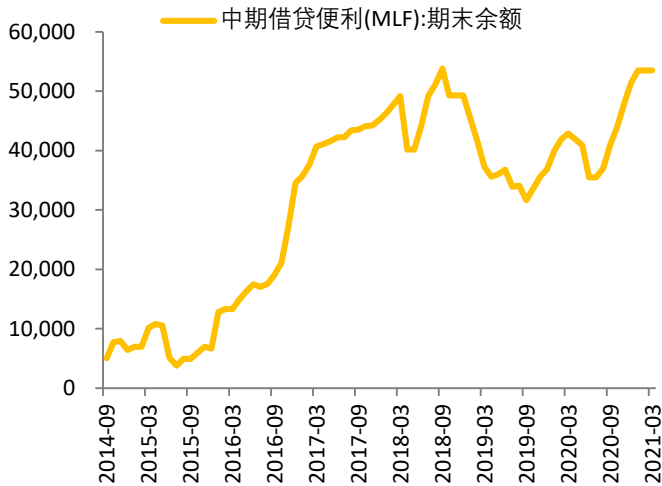
资料来源: Wind, 优财研究院

图 2: 央行 MLF 操作 (亿元)



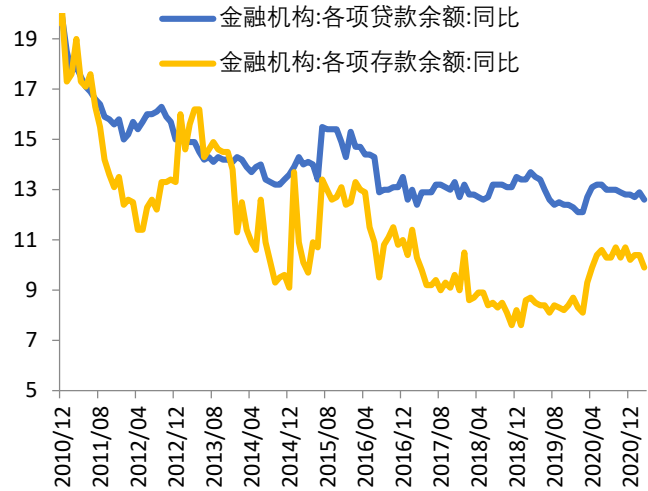
资料来源: Wind, 优财研究院

图 3: MLF 余额保持平稳 (亿元)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 4: 存贷款余额增速 (%)

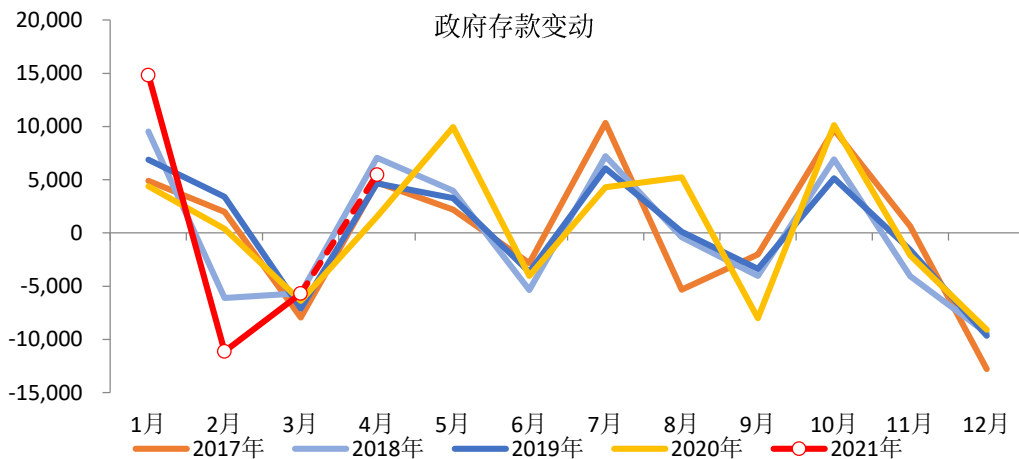


资料来源: Wind, 优财研究院

## 2. 资金缺口下 4 月末超储率面临回落风险

央行公开市场“佛系”操作下，财政因素仍然主导短期流动性格局。年初以来政府存款变动明显加大带来资金面的波动，1月增量和2月减少均超季节性，财政呈现前期多收、后期多支的特点，淤积财政资金的投放、叠加一季度地方债发行节奏的偏慢助力3月以来流动性宽松的局面。4-5月作为缴税大月往往面临财政存款的显著增加，预计4月政府存款的增加或吸收流动性约5000-5500亿，MLF平衡操作下缴税将带来一定的资金缺口。

图 5: 4-5 月缴税大月，财政存款往往显著增加 (亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

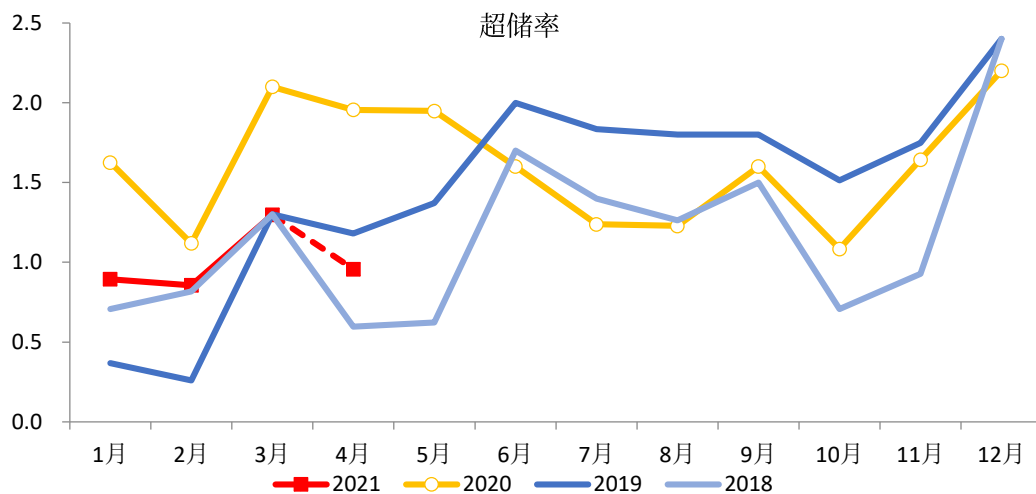
超预期的财政投放及现金回款支撑银行间流动性持续平稳宽松，但支撑节后宽松的特定因素不具备可持续性，4、5月资金缺口较大下超储率面临回落风险。财政支出叠加现金回流下3月末超储或增加约万亿水平，超储率水平明显回升支撑流动性超预期宽松（1.3%左右），打破了此前1月“小钱荒”带来的资金面谨慎预期。但4、5月缴税大月资金缺口较大，根据我们的五因素模型估算，预计4月政府存款的增加或吸收流动性约5000-5500亿，央行维持当前低量操作假设下，4月末超储率在资金缺口消耗之下或将回落至1%下方，资金面波动风险仍然存在。

**图 6：4 月末超储率在资金缺口消耗下或将回落至 1% 下方（亿元，%）**

	央行操作	政府存款	外汇占款	缴准需求	货币发行	非金融机构存款	Δ超储(五因素)	月度超额准备金测算	超储率
2021年4月	300	5000	-50	3000	-1400	300	-6350	19020	0.96
2021年3月	273	-5686	-82	4244	-7369	-1562	9003	25370	1.30
2021年2月	-7688	-11124	235	361	3994	1395	-684	16367	0.86
2021年1月	-1283	14848	92	2333	6011	282	-24384	17051	0.89
2020年12月	2368	-9090	-329	1255	2938	430	6937	41435	2.20
2020年11月	10242	-2123	59	1290	528	-539	10607	30732	1.64
2020年10月	-2874	10120	-48	-1502	-1706	-121	-9835	20126	1.08
2020年9月	9847	-8019	-60	2618	2629	1696	12560	29960	1.60
2020年8月	7158	5235	-38	1592	268	288	25	22667	1.23
2020年7月	-5004	4305	-19	-2114	-246	222	-6967	22642	1.24
2020年6月	-3907	-4025	-60	3864	-275	652	-3531	29610	1.60
2020年5月	7529	9962	-112	-376	-2386	198	216	35280	1.95
2020年4月	-5018	1541	-164	-1544	-2677	499	-2501	35063	1.96
2020年3月	4479	-6392	-170	-3918	-5746	-445	20366	37565	2.10
2020年2月	-12289	379	-125	537	-4659	-3013	-8670	19317	1.12
2020年1月	3075	4373	57	-6632	18298	2541	-12906	27987	1.63

资料来源：Wind，优财研究院

图 7：4 月末超储率在资金缺口消耗下或将回落至 1% 下方（亿元，%）



资料来源：Wind，优财研究院

## 二、 银行间流动性

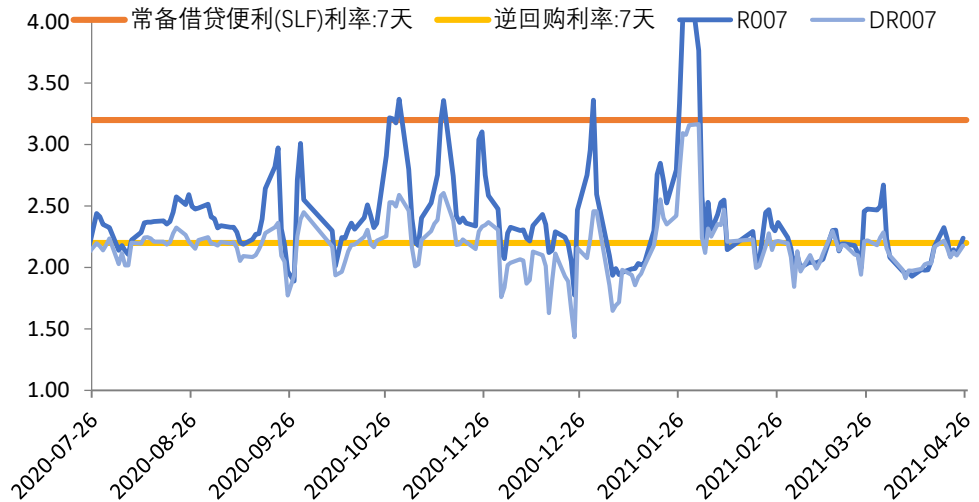
### 1. 税期银行间资金面超预期宽松，警惕月末资金面波动

税期资金面超预期宽松，银行间流动性保持稳定偏宽格局。本月缴税截止日为 20 日，上周后几天为税期走款高峰，但除了周一资金利率有所收敛外，后几日隔夜资金利率仍然回到 2% 以下，DR007 也回到 2.2% 以下波动，银行间流动性依然保持稳定偏宽格局，超出市场此前对于缴税大月偏谨慎的预期。

同业存单利率下行至政策中枢附近反映市场乐观的中期流动性预期，但银行中长期负债压力仍在下继续打开下行空间难度较大。1 年期同业存单发行利率继续

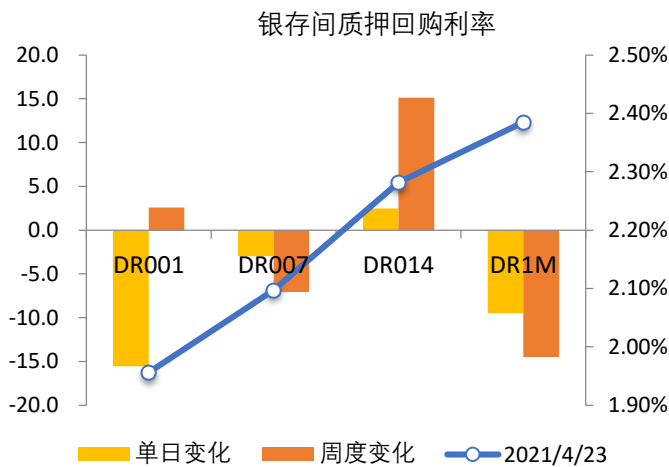
下行至 2.95%附近，基本和 1 年期 MLF 操作利率保持一致，存单利率下行反映市场中期流动性预期保持乐观，但由前文所述，央行基础货币投放偏向短期下，长钱缺口继续累积，银行中长期负债压力仍在下，同业存单利率在中枢位置继续打开下行空间难度较大。

图 8：利率走廊 (%)



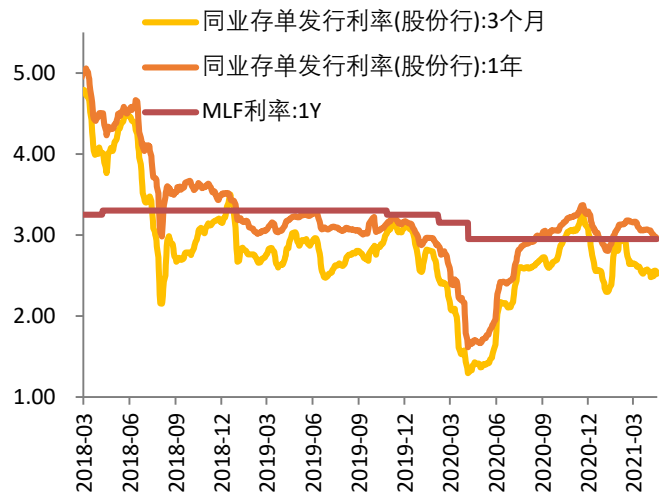
资料来源：Wind，优财研究院

图 9：隔夜和 7 天价差窄幅波动 (%)



资料来源：Wind，优财研究院

图 10：同业存单发行利率 (%)

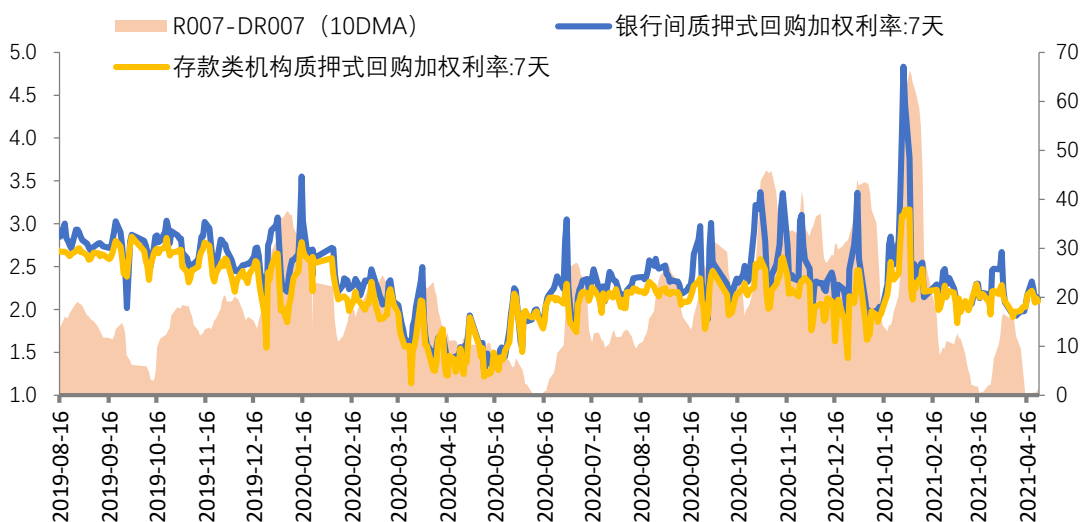


资料来源：Wind，优财研究院

## 2. 资金面分层效应处于历史低位，警惕回购杠杆的持续抬升

当前资金面分层效应处于历史偏低水平，4、5月资金分层或将加大。当前资金面分层效应处于历史偏低水平，R007与DR007利差处在0轴附近。由于财政支出对银行机构来说具有普遍性，流动性投放范围较广，可以同时覆盖中小银行，因此具有减弱流动性分层的作用，2月至3月财政投放对市场流动性补充下同时降低了资金分层效应。而4、5月财政因素逆转后，非银机构或将重新面临资金分层加大的可能。

图 11: R007 与 DR007, 当前资金分层处在历史偏低水平 (%)

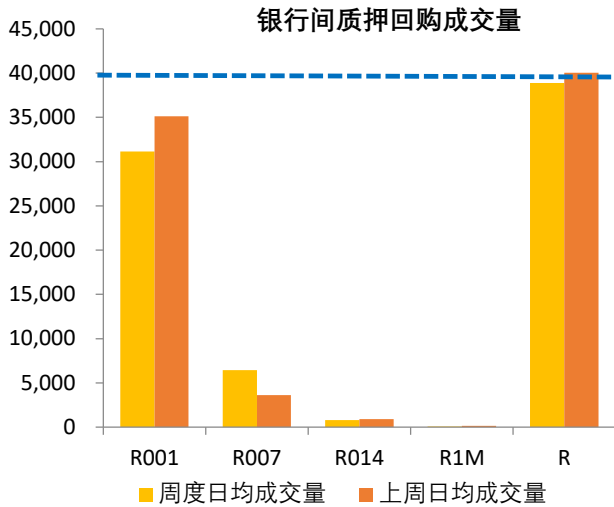


资料来源: Wind, 优财研究院

3月以来回购成交量的稳步回升，R001成交量加大并升至3万亿以上，资金面的持续平稳宽松带来机构加杠杆热情的升温。近期银行间质押式回购成交量周度日均成交量3.87万亿，较前值的4万亿小幅回落，其中隔夜成交占比80%，机构整体杠杆意愿仍然偏高。随着回购杠杆的抬升，尤其是若R001日均成交规模再度升至4万亿以上，或隔夜成交占比超出85%，仍需警惕央行可能的边际收敛。

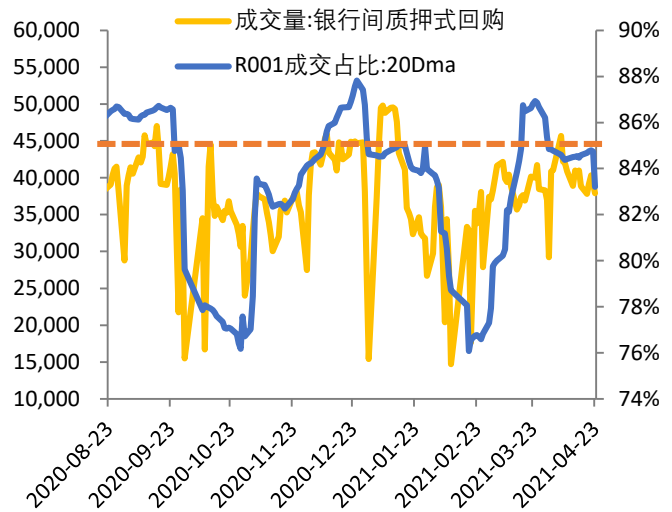


图 12: 银行间质押式回购成交量 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 银行间质押式回购成交量 (亿元, %)



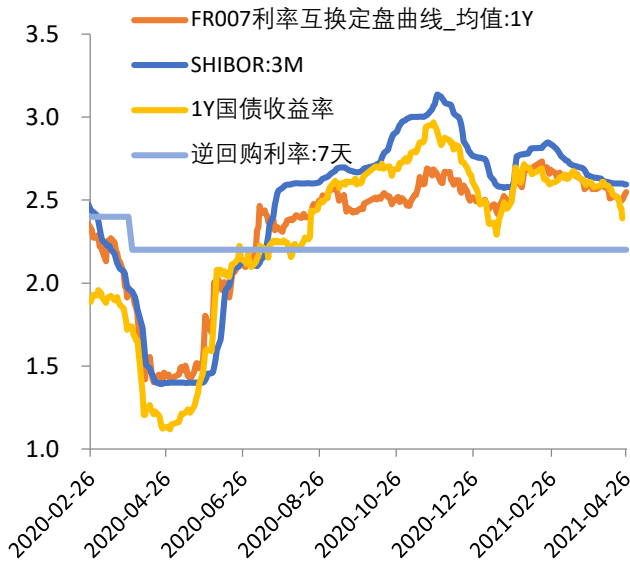
资料来源: Wind, 优财研究院

### 3. 资金面预期出现收敛, 情绪指数升至 50 上方

资金面预期有所收敛。在 1 月下旬资金面快速收紧后, 1 年期 FR007 利率互换在达到 2.7% 的高点后持续下行, 反映在财政资金和现金回流的支持下, 市场资金面预期逐渐转向乐观。而近期利率互换下行节奏有所放缓, 最新一周出现小幅上行, 反映在央行操作持续定力下, 前期流动性乐观因素逐渐消退, 月末资金缺口放大下资金面预期有所收敛。

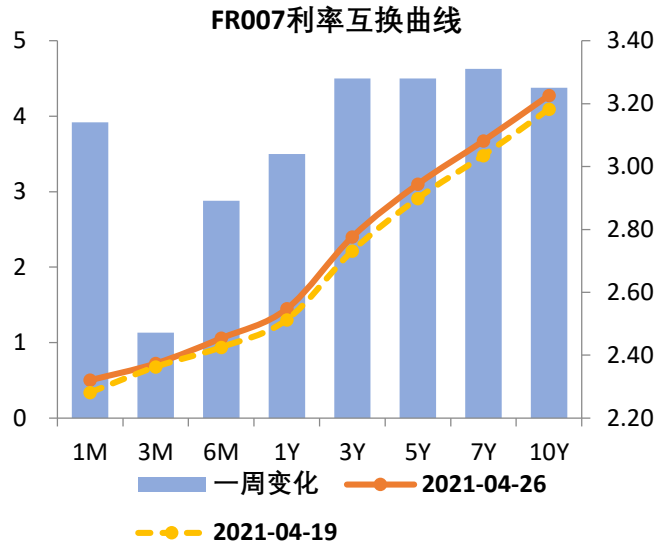
周五午后资金面情绪指数快速攀升, 月末资金面波动风险仍需警惕。春节过后, 资金面情绪指数基本维持 50 以下区间波动, 反映机构借入资金难度不大, 银行间资金保持宽松。而上周五午后资金面情绪指数快速攀升至 50 以上, 尤其中小行和非银机构借入难度明显增大, 随着月末来临, 资金面波动风险仍需警惕。

图 14: 利率互换反映市场资金面预期 (%)



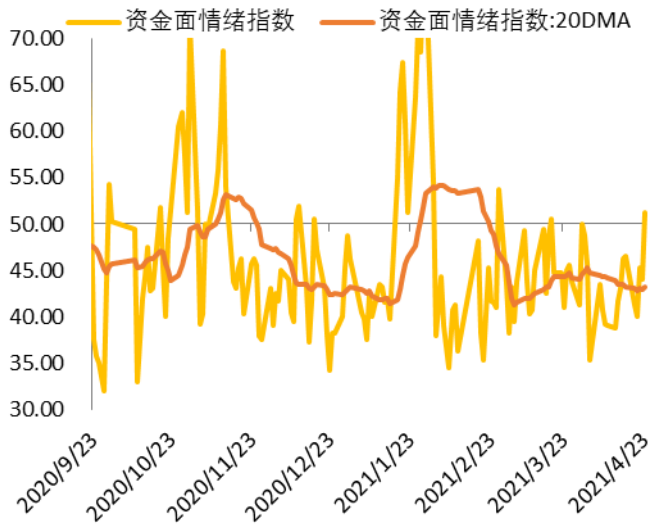
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 利率互换 (bp, %)



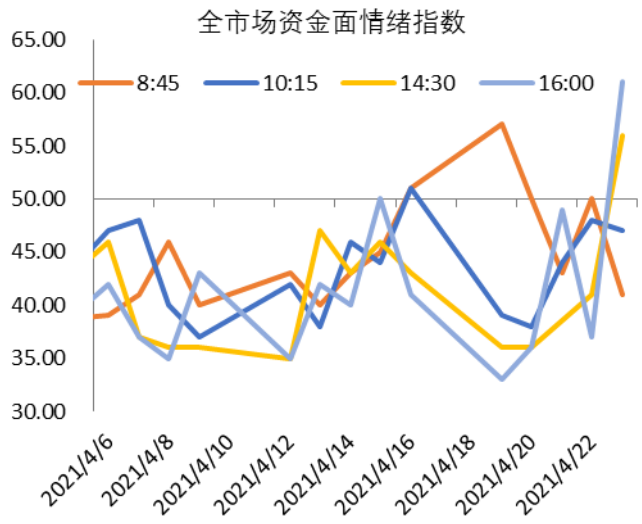
资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 资金面情绪指数



资料来源: Wind, 优财研究院

图 17: 资金面情绪指数



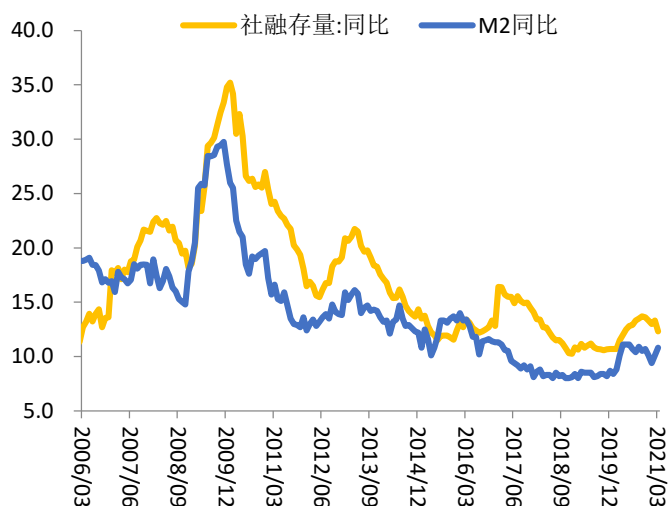
资料来源: Wind, 优财研究院

### 三、 实体流动性

#### 1. 宏观流动性最宽松的阶段已经过去

宏观流动性最宽松的阶段已经过去，但高增速向常态回归下紧缩作用不宜过度解读。“稳杠杆”政策目标下社融增速高点已过，实体融资需求旺盛但信贷额度趋紧，但当前社融增速绝对水平仍高，根据估算，今年年底社融仍能维持略高于 11.5% 的增速，高增速向常态回归下紧缩作用不宜过度解读，且全球流动性尚未逆转，外资流入仍有支撑。

图 18: 社融与 M2 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 19: 社融同比-PPI 同比 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

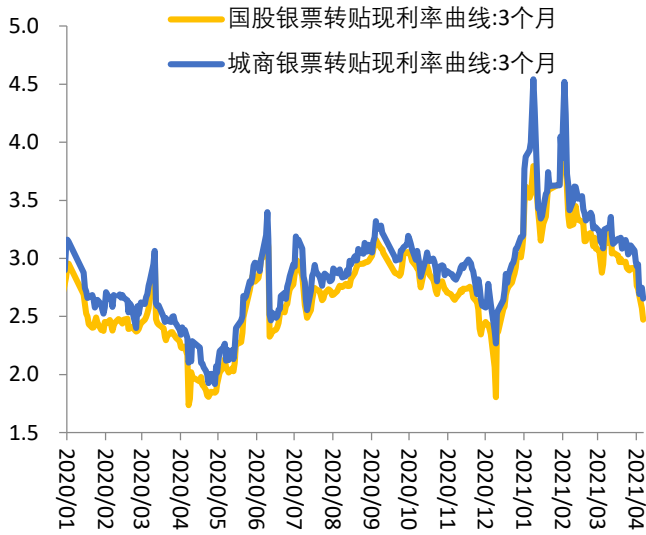
#### 2. 票据和理财收益率延续下行趋势

票据转贴现利率延续 2 月末以来的下行趋势，一方面是受 3 月以来狭义流动性持续宽松的支撑，另一方面受到表外融资需求回落以及地产信托融资收缩的影响。

理财收益率多数下行，3 个月和 6 个月理财产品预期收益率最新一周分别下行 15 和 12.5bp 至 3.69%和 3.58%，1 个月期理财产品收益率 2 月中以来快速下行，

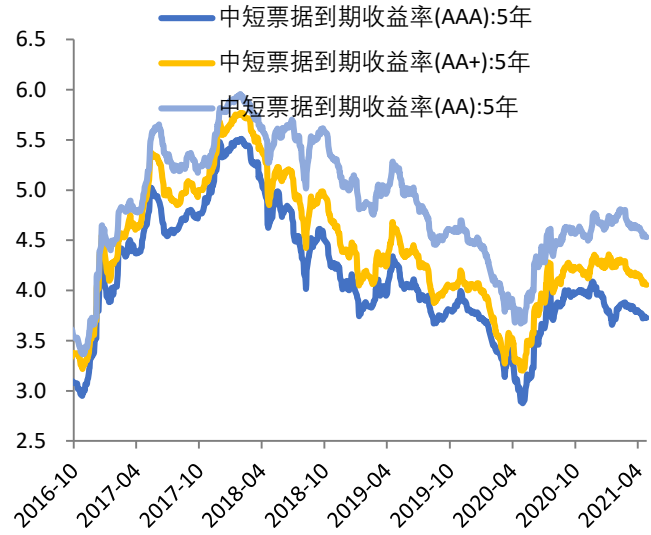
反映短端流动性充裕。

图 20: 票据利率 (%)



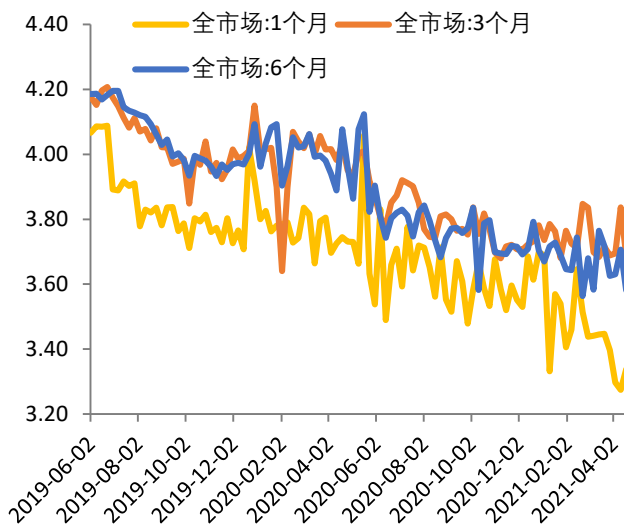
资料来源: Wind, 优财研究院

图 21: 中票利率 (%)



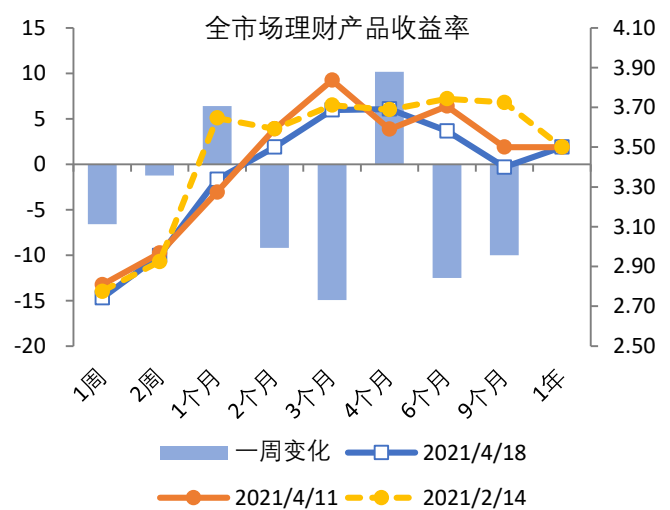
资料来源: Wind, 优财研究院

图 22: 理财收益率 (%)



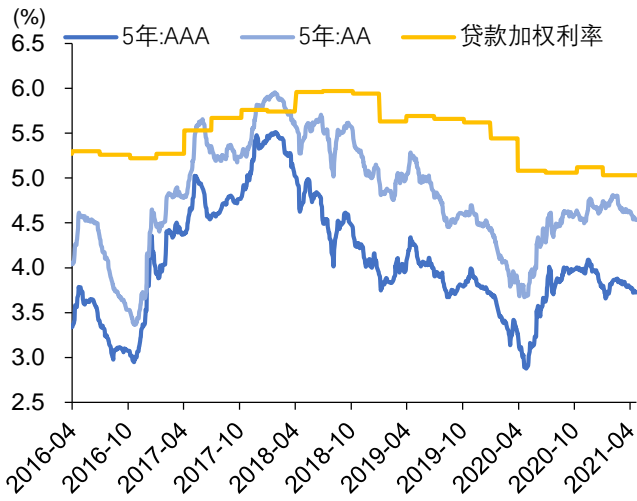
资料来源: Wind, 优财研究院

图 23: 理财收益率 (bp, %)



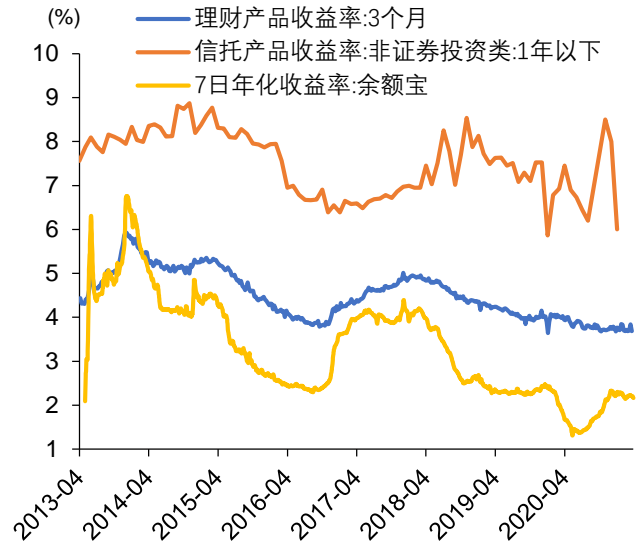
资料来源: Wind, 优财研究院

图 24：中票与贷款利率 (%)



资料来源：Wind, 优财研究院

图 25：理财、信托收益率 (%)

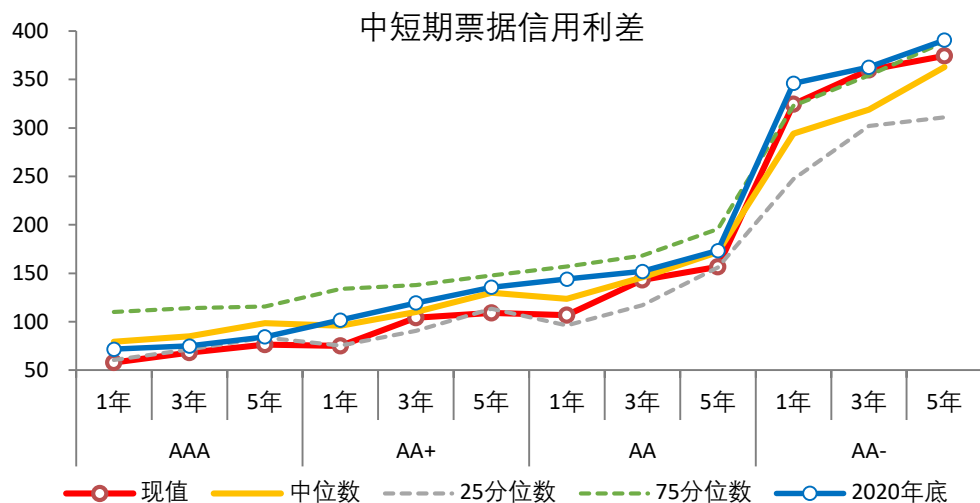


资料来源：Wind, 优财研究院

### 3. 高低等级信用利差分化显著，低评级信用利差仍然偏高

高等级短久期信用利差下行明显，低评级信用利差仍然偏高。各期限等级信用利差均较去年年底回落，并且呈现出高等级短久期的信用利差下行幅度较大的特点，而 AA-的低评级中票的信用利差下行幅度最小，且明显高于中位数水平。

图 26：信用利差 (bp)



资料来源：Wind, 优财研究院

## 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”。