

CIFCO

策略研究·专题报告
金融·国债

中国国际期货·研发产品系列 2021 年 2 月 1 日 星期一

春节前后流动性与期债走势分析

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

要点提示：

上周（2021 年 1 月 25 日至 1 月 29 日）市场间流动性持续收敛，先有央行缩量操作，后有货币政策委员会某委员发言“货币政策应适度转向”，引发市场对货币政策收紧的担忧。上周连续 4 日净回笼，直至周五央行才转向净投放。

距离春节还有不到两周的时间，春节前市场间流动性是否能回到平衡状态，又或是央行趁此机会进行货币政策转向？我们回顾了自 2016 年来 5 年间央行在春节前后两周的流动性操作与市场间资金环境，预测后续大概率会有持续性的流动性投放，不用过于担心“钱荒”，但审视央行近期操作，“审慎+维稳”占主调，投放也多为“小手笔”，后续流动性是否能满足市场预期，我们持怀疑态度，或许今年的春节会在资金紧平衡下度过。

策略：债市主线仍是资金面驱动，央行连续两日净投放使期债触底反弹，但若后续央行流动性投放不及预期，期债随着资金利率回升再次走弱不是没有可能。年后资金需求减缓，若央行有对冲流动性到期的投放操作，方向上或有短期博弈做多机会。

上周（2021年1月25日至1月29日）市场间流动性持续收，先有央行缩量操作，后有央行货币政策委员会马委员发言“货币政策应适度转向”，引发市场对货币政策转弯收紧产生担忧。26日国债期货十年期主力合约大跌0.46%，Shibor短端品种全线上行。当天下午，新闻报道央行行长在2021年世界经济论坛“达沃斯议程”对话会时表示确保央行采取的政策是“具有一致性、稳定性和一贯性的，而不会去过早地放弃此前发布的支持政策”，以稳定恐慌情绪。市场也有分析认为马委员的发声更多为对资产风险的提示，货币政策全面收紧概率不大。我们也给出分析认为升准加息可能性较小，央行多为采用创新性流动性操作工具进行调控。

27日、28日央行面对较为紧张的资金缺口依然继续净回笼，两日分别实现1000亿元、1500亿元净回笼。资金价格持续走高，Shibor隔夜与DR001一路飙升至6年高位，28日报价3.282%与3.0487%，shibor隔夜已超利率走廊上限，主要银行一年期NCD报价超MLF利率。

流动性收敛并不是在上周才显现，早在2021年开年第一次MLF续作已经体现。这次续作仅为5000亿元，与之前机构预期的8000亿相差较远，“意外”净回笼，但当时市场间资金面较为平衡，此番净回笼并不影响市场对流动性的乐观态度。随后在1月下旬央行连续多日缩量操作，但在税期又适当投放流动性，维护银行体系流动性合理充裕。税期结束后，央行回归缩量操作，上周连续4日净回笼，直至周五央行才转向净投放，当日央行以利率招标方式开展了1000亿元7天期逆回购操作，有20亿元逆回购到期，单日实现净投放980亿元。

距离春节还有不到两周的时间，春节前市场间流动性是否能回到平衡状态，又或是央行趁此机会进行货币政策转向？我们先来回顾一下自2016年来5年间央行在春节前后两周的流动性操作与市场间资金环境。

图1: 2016年春节前后央行流动性操作统计

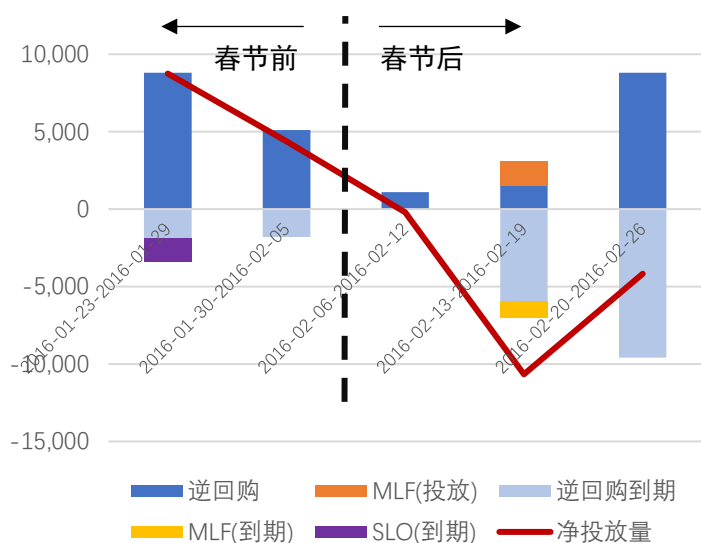


图2: 2016年春节前后资金利率与货币环境宽松程度

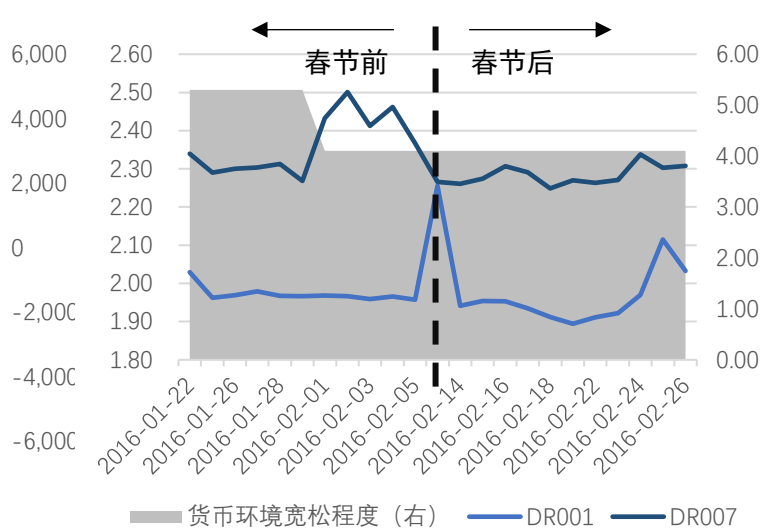
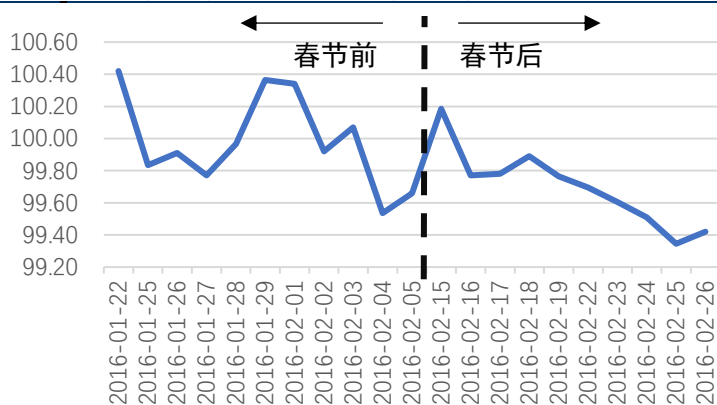


图3: 2016年春节前后国债期货10年期主力合约走势



资料来源:WIND、中期研究院

2016年春节时间为2月7日至13日，在其前两周，央行通过28天逆回购操作对冲SL01500亿元到期，同时又进行了7天+14天+28天“组合拳”逆回购操作适当投放流动性，使节前资金利率运行较为稳定，但在春节前一天，银行间质押隔夜利率上升至2.2552%。节后随着流动性到期央行又进行了MLF续作与逆回购操作，资金需求下降，DR001回落。

我们根据M2-GDP-CPI得到货币环境宽松程度指标，从1月到2月的切换中，宏观货币环境略有收紧，2016年春节期间流动性呈现松-紧-松，整体较为宽松，匹配资金需求波动，资金利率整体平稳。

以十年期主力合约为研究对象，期间期债走势整体偏弱运行。在节前两周随着流动性投放有波段上涨，随后因净投放减少下跌，节后受央行流动性收敛影响，期债下行。

图4: 2017年春节前后央行流动性操作统计

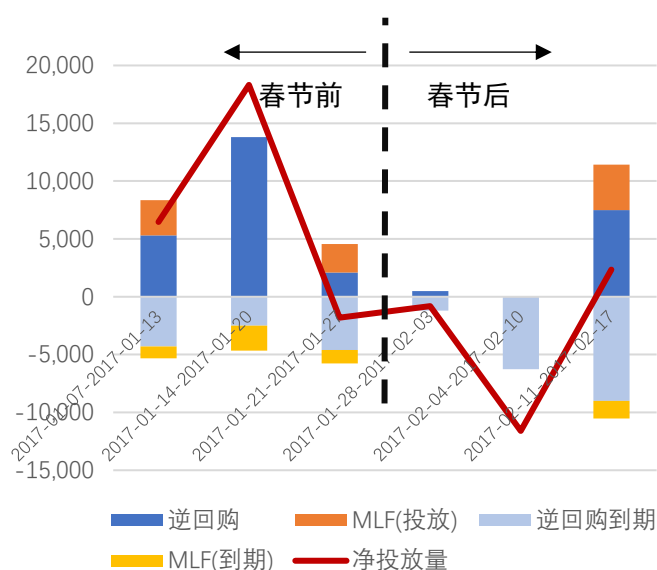


图5: 2017年春节前后资金利率与货币环境宽松程度

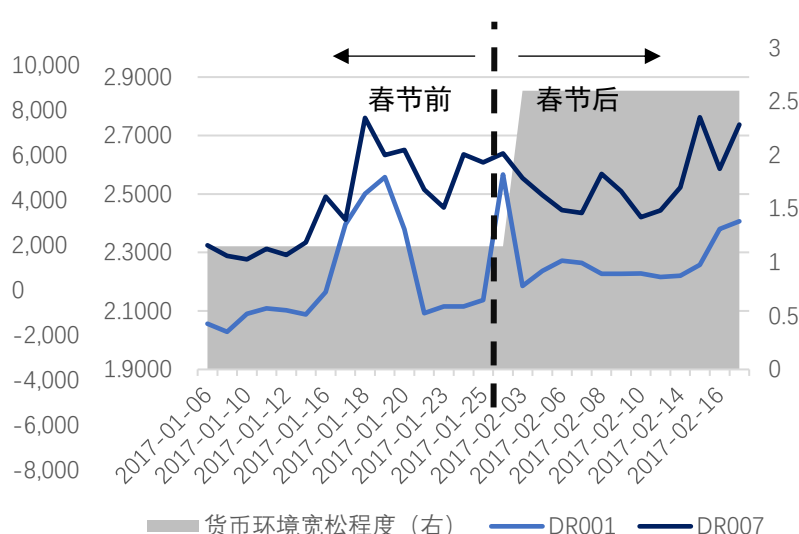
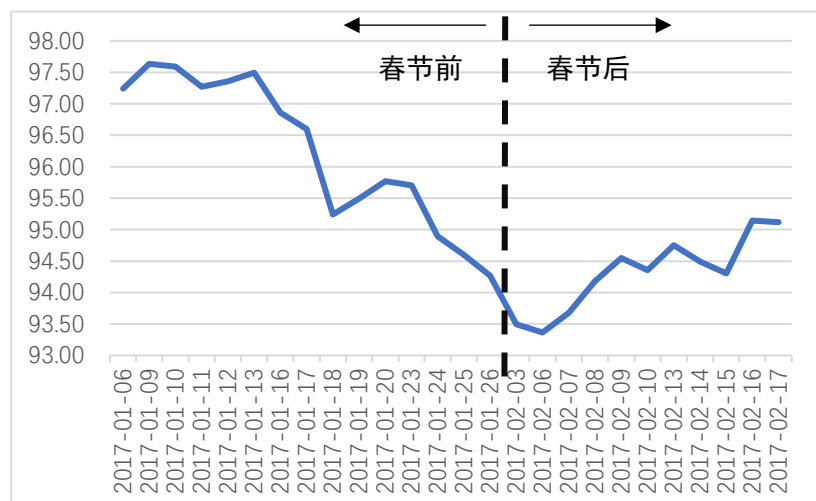


图6: 2017年春节前后国债期货10年期主力合约走势



资料来源:WIND、中期研究院

2017年春节为1月27日至2月2日，今年春节前央行首次启用临时流动性便利（TLF）工具，进行了6000亿元人民币流动性投放，保障春节前现金投放的集中性需求，配合常规逆回购操作，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行。节后央行投放明显减少，DR001与DR007随之上行。2017年在金融去杠杆的大背景下，货币环境较2016年较为收敛，但央行仍对节前较为紧张的资金面进行了对冲，使资金利率在节前一周回落。

期间国债期货走势与净投放曲线一致，虽有TLF投放流动性，但因春节期间资金需求较大，期债走弱，节后随着需求压力减小而小幅回弹。

图7: 2018年春节前后央行流动性操作统计

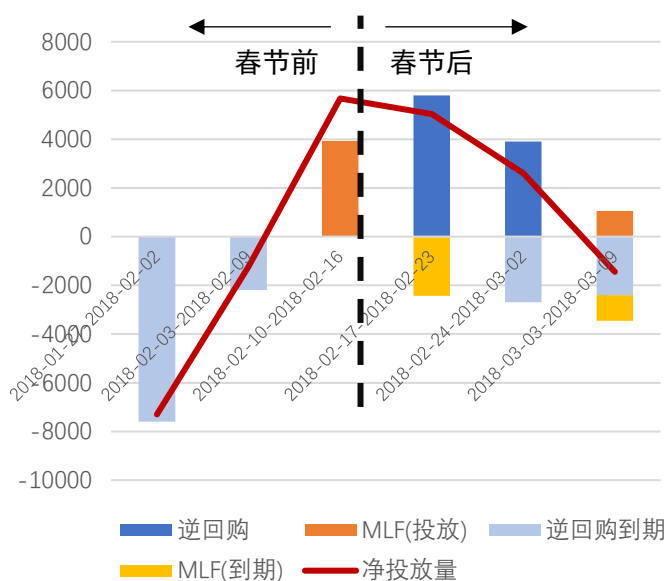


图8: 2018年春节前后资金利率与货币环境宽松程度

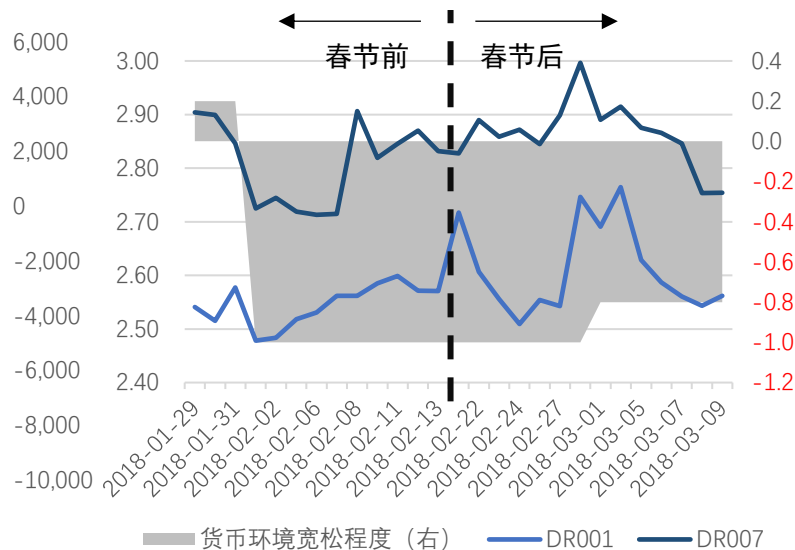
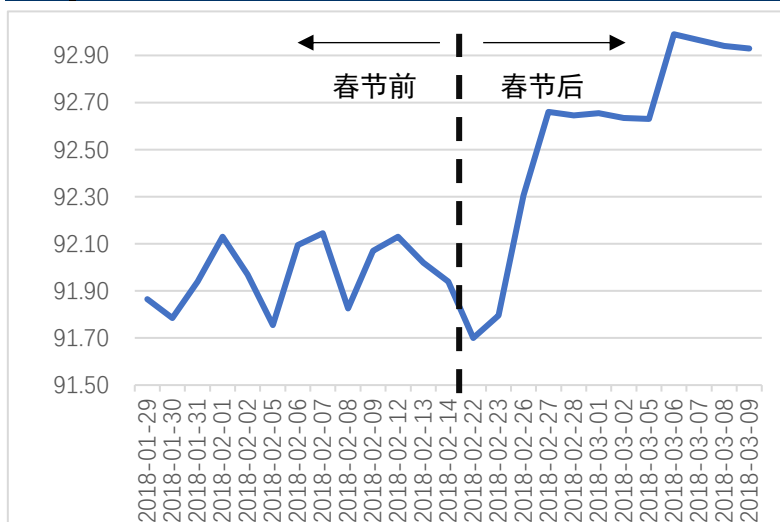


图9: 2018年春节前后国债期货10年期主力合约走势



资料来源:WIND、中期研究院

2018年春节假期为2月15日至2月21日。节前央行宣布全国性商业银行从1月中旬开始陆续使用期限为30天的临时准备金动用安排(CRA)，累计释放临时流动性近2万亿元，以满足春节前现金投放的需要。1月底实施普惠金融定向降准，净释放长期资金约2500亿元。但春节前二三周，央行持续净回笼，并未进行逆回购操作，随后在春节前一周开展了MLF净投放。节后为对冲流动性到期，央行进行了较大额的流动性投放，并重启逆回购操作。2018年1月结束后，整体货币政策环境较为紧张，资金价格处于高位，但春节后央行的大额的中短期流动性投放，对期债产生了阶段性的利好，迎来了一波上涨。

图10: 2019年春节前后央行流动性操作统计

图11: 2019年春节前后资金利率与货币环境宽松程度

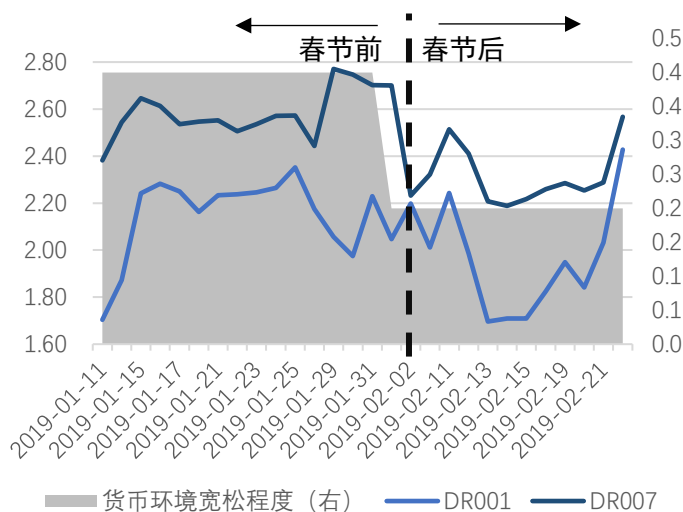
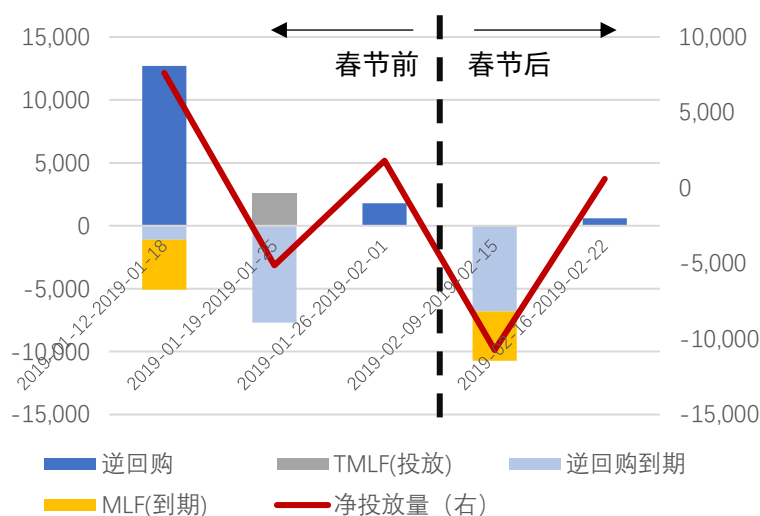


图12: 2019年春节前后国债期货10年期主力合约走势



资料来源:WIND、中期研究院

2019年春节时间为2月4日-2月10日。在春节前三周，央行除14天+28天逆回购操作投放短期流动性外，还增加了2575亿元TMLF中长期资金。并且在1月份下调金融机构存款准备金率1个百分点，此次降准将释放资金约1.5万亿元。春节后一周暂停OMO操作，流动性收敛，再一周小额7天逆回购回归。相比往年，2019年资金利率波幅较大，以春节为期限，呈现前高后低走势，与货币环境宽松程度转变相匹配。期债价格随净投放波动，年前一周因净投放增加小幅反弹走高，随后受流动性回笼下跌。

图13: 2020年春节前后央行流动性操作统计

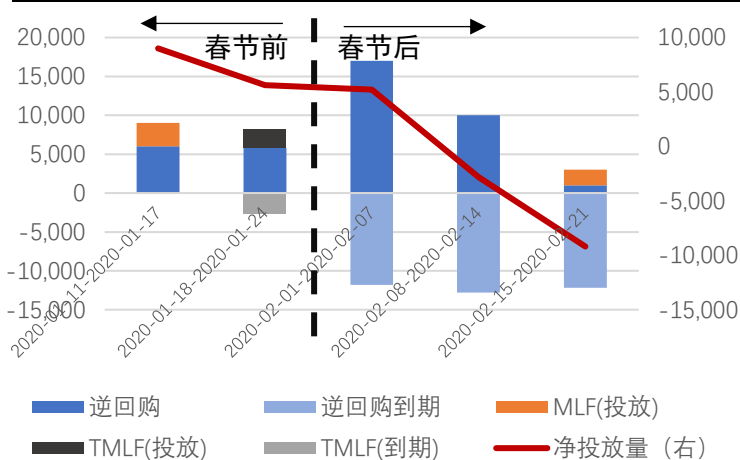


图14: 2020年春节前后资金利率与货币环境宽松程度

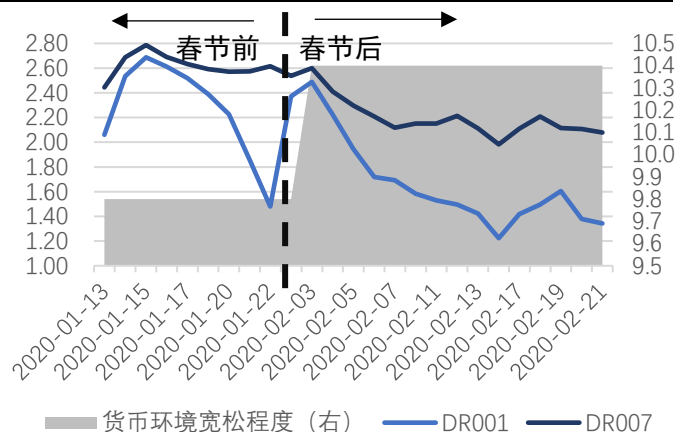
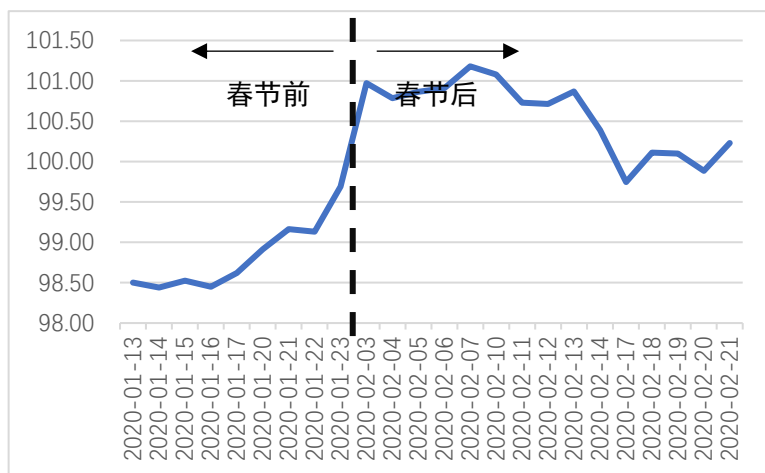


图15: 2020年春节前后国债期货10年期主力合约走势



资料来源:WIND、中期研究院

2020年春节始于1月24日，2月2日结束假期，此番跨年受疫情影响，整体流动性较往年更为宽松。央行于1月6日下调存款准备金率0.5个百分点，开启2020年第一次降准。此外央行在节前节后都进行了大量流动性投放，包括TMLF、MLF净投放，逆回购操作为短期流动性缺口进行补充。随着货币环境宽松，DR001与DR007也逐步下行，但DR001在节前一天受资金需求集中的影响，波动反弹。

期债价格受TMLF+MLF+逆回购投放在节前攀升，节后随着逆回购与MLF持续投放、资金需求下降走高。

总的来看：

1. 受春节假期前1-3天资金需求集中、压力较大的影响，央行在公开市场上均会进行适当流动性投放，以企稳资金价格。但若银行间资金吃紧程度较大，资金利率缓解则不明显，期债多承压下行。随着节后需求释放，资金利率回落明显，若央行再对年前流动性到期进行对冲，期债多会反弹；
2. 当年货币政策对节前央行流动性投放操作影响不大，春节前一到两周，央行多多少少都会对资金面给予呵护；
3. 14天逆回购操作基本不会缺席，部分年份还有降准或临时性工具释放流动性。

专题报告

图16: 2021年春节前后央行流动性操作统计

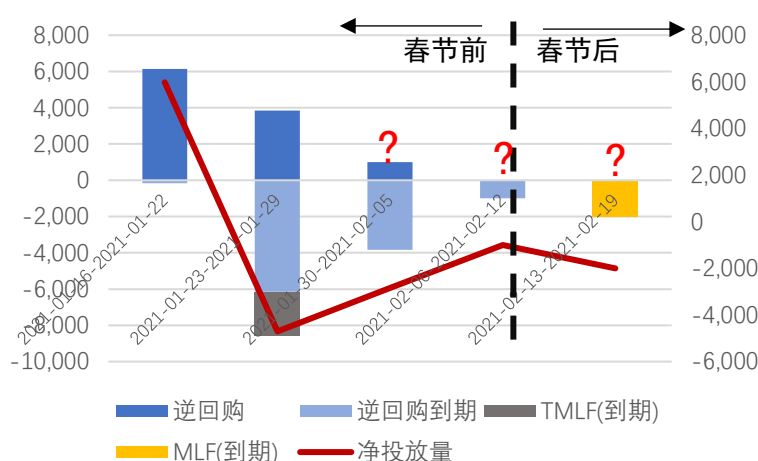
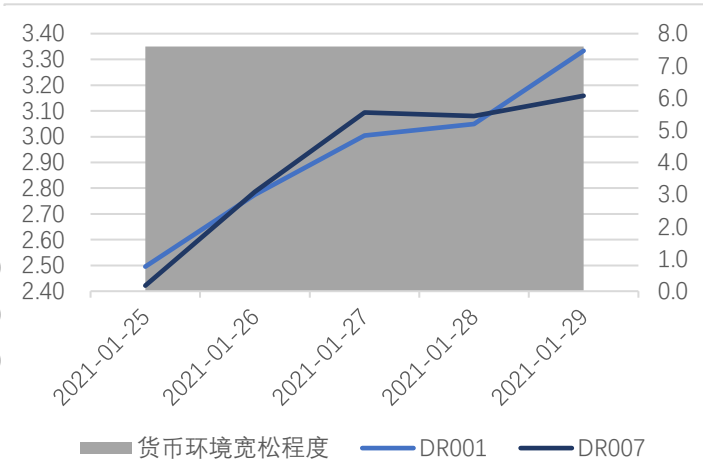


图17: 2021年春节前资金利率与货币环境宽松程度



资料来源:WIND、中期研究院（注：货币环境宽松程度计算使用2020年12月数据）

上周市场间流动性已然较为紧张，周五虽有980亿净投放，但DR与shibor利率依然上行，shibor隔夜利率上涨28.47bp至3.3334%，突破SLF利率（3.05%）所代表的利率走廊上限，创逾近六年来新高。2月1日央行在公开市场继续开展了1000亿元7天逆回购操作，与1月29日共实现净投放1960亿，资金利率终于边际转松，期债也顺势反弹。

当前14天或28天逆回购操作还未启动，本周还有3840亿元逆回购回笼，资金缺口犹存，市场间也有不少分析认为央行或许会进行一波MLF续作，以此来缓解银行间流动性较为紧张的局面。我们认为后续大概率会有持续性的流动性投放，不用过于担心“钱荒”，但审视央行近期操作，“审慎+维稳”占主调，投放也略有些“小手笔”，后续投放是否能满足市场预期，我们持怀疑态度，或许今年的春节会在资金紧平衡下度过。

债市主要逻辑仍是资金面，春节前后期债操作需持续关注央行动态。今日央行净投放使期债触底反弹，但若后续央行流动性投放不及预期，期债随着资金利率回升再次走弱不是没有可能。年后资金需求减缓，若又有央行对冲流动性到期的操作，方向上或有短期博弈做多机会。

分析师承诺

本人(或研究团队)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(或研究团队)的研究观点。本人(或研究团队)不曾因,不因,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

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

CIFCO 中国国际期货股份有限公司
CHINA INTERNATIONAL FUTURES CO., LTD.

	北京	深圳	香港
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层(邮编:100020)	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 15 层(邮编:518031)	香港上环干诺道西 3 号亿利商业大厦 23 层 B 室
电话:	010-65807827	0755-23818333	00852-25739399
客服:	95162	400-8888-160	
网址:	www.cifco.net		

CIFCO 中期研究院
CIFCO Research Institute

	北京	上海
地址:	北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 2003-2004 室
电话:	010-65807827	021-68401905
网址:	www.cifco.net	