

# 削峰填谷 资金面有望回归紧平衡

□本报记者 王姣

春节假期后,受短期流动性宽松提振,我国大类资产整体表现牛气十足,“股、债、期、汇”全线大涨。3月份资金面能否延续宽松,成为当前市场关注的焦点之一。

分析人士称,3月份临时准备金动用安排( CRA )将陆续到期,税期、季末考核、美联储加息等因素也将对流动性状况构成扰动,资金宽松局面预计难以持续。不过,在货币政策保持稳健中性的背景下,央行仍将保持“量价”配合的货币政策操作,“削峰填谷”保持流动性稳定,预计货币市场利率将保持平稳,资金面可望回归紧平衡格局。

## 短期资金面保持宽松

2月26日,国内大类资产表现全线向好。A股方面,上证综指涨1.23%,创业板指大涨3.61%;债市方面,10年期国开债活跃券170215收益率大幅下行逾6BP,10年期国债期货主力合约大涨0.58%并创近三月最大涨幅;期货方面,Wind商品指数大涨1.18%,焦煤钢板块以近3%的涨幅领涨;汇市方面,人民币兑美元汇率强势上行至6.3070,创2月9日以来新高。

短期流动性超预期宽松被视为大类资产集体走牛的重要原因。当日资金面各期限维持相对宽松状态,市场需求迅速得以满足,代表性的存款类机构质押式回购7天加权平均利率DR007下行约3BP至2.845%。

数据显示,1月中旬以来,银行间质押式回购7天加权平均利率R007从3.72%一路下行至2.9%左右,下行幅度逾80BP;与此同时,DR007从2017年末高点回落后始终保持在2.8%左右平稳运行。总体来看,DR007平稳运行伴随着R007稳步下行,宽松的流动性环境有效

地缓解了流动性结构性分层的矛盾。

春节前后资金面超预期宽松,主要受益于央行此前开展的普惠金融定向降准、临时准备金动用安排( CRA )以及近期央行在MLF、逆回购上的操作。

具体来看,尽管1月25日至2月14日央行连续暂停逆回购操作,但除普惠金融定向降准释放长期流动性约4500亿元外,央行还通过CRA投放约2万亿元的30天长期流动性,极大地满足了春节期间的提现需求;春节假期后,为应对缴税缴准、CRA到期、中央国库现金管理到期等因素的影响,央行果断重启逆回购操作,于2月22日至26日分别放量开展了3500亿元、2300亿元和1500亿元逆回购,加上2月13日央行提前超额续做3930亿元中期借贷便利( MLF ),近几日实际通过逆回购净投放资金7300亿元,还提供了1495亿元的增量中期流动性,此举有力地保证了节后资金面的整体宽松。

## 季月扰动因素增多

在央行的操作下,2月资金面平稳跨月已无忧,目前市场的关注焦点已转至2018年的第一个季月。机构普遍认为,进入3月份,资金面将面临临时准备金动用安排( CRA )陆续到期、税期、季末考核、美联储加息等多重扰动,在此背景下,预计资金宽松局面将难以持续。

随着CRA流动性逐步回归,银行体系流动性将面临压力。2017年12月29日,央行建立“临时准备金动用安排”( CRA ),其操作期限为30天,自通知发布生效起可以使用,商业银行大多会选择在1月16日后陆续启用该安排,加上节假日顺延,CRA在2月22日起陆续到期,将出现累计约2万亿元的流动性回笼压力。市场普遍认为,3月伴随CRA的陆续到期,资金面将边际有所收紧,资金面收紧直接与央行是否进行相应的逆回购操作、MLF投放数量相关。

商业银行将迎来本年度第一次季末大考,季末压力仍值得重视。天风证券指出,2018年一季度起,MPA考核中将同业存单纳入到同业负债占比考核中来,尽管大部分银行已经进行了较为明显的调整、准备,并且这一变动带来的压力显著弱于2017年一季度时,将表外理财纳入到广义信贷度量的影响。但观察2017年底的资金面,仍然出现了非常明显的割裂,R007与DR007加权利率的差值达到了历史极高水平。这在相

## 回归紧平衡格局

市场人士认为,虽然目前流动性处于相对宽松状态,但随着“临时准备金动用安排”陆续到期、税期、季末考核以及美联储3月加息压力,央行货币政策调控面临较大的压力。不过,现金回流将持续到3月中上旬,加之央行仍将“削峰填谷”,也有助于维护流动性合理稳定,预计后续资金面将向紧平衡格局回归。

中信证券固定收益首席分析师明明指出,尽管CRA陆续到期、税期、外汇占款增加大概率转负等都将对银行体系流动性造成负面影响,但春节后公众现金需求逐步减弱、财政存款支出料对银行体系流动性造成正面影响。进一步考察一季度流动性环境,央行大概率将提前开展流动性投放以维持流动性水平的合理稳定,同时预计监管文件的落地背景下,央行将开展相应的配合和对冲操作,维持银行体系流动性合理稳定。

虽然市场担心CRA到期以及进入3月份,季度末因素可能导致资金面再度紧张,但此前央行公开市场业务操作室负责人曾明确表示:“虽然春节后将迎来中期借贷便利( MLF )到期、临时准备金动用安排( CRA )到期和2月份税期,但由于金融机构CRA到期节奏与现金回笼大体匹配,二者可以基本对冲。同时,节前节后人民银行将继续灵活搭配工具组合,维护流动性合理稳定。一是继续开展MLF操作补充中长期流动性,适当加大增量;二是适时开展逆回购操作,合理搭配期限组合补充流动性,提高跨季资金供应的比重。”

中金公司称,这也表明春节后央行将继续通过各种

流动性投放工具来维持资金面的稳定。从节后这几天的公开市场操作来看,央行通过逆回购投放了大量资金,包括7天、28天和63天逆回购。尤其是63天逆回购已经跨过3月末,能够有效缓解季度末的资金面紧张。

年初至今,央行已经较为明显地增加了中长期流动性的投放。据统计,除普惠金融定向降准释放长期流动性约4500亿元外,央行在1月和2月已经两次超量续做1年期的MLF,分别提供了1085亿元和1495亿元的增量中期流动性,估算年初至今的中长期限流动性净投放规模已经接近7000亿元,这有效地补充了银行体系中中长期流动性,有助于缓解流动性分层的矛盾。

值得注意的是,由于市场对美联储3月加息、我国央行可能跟随上调公开市场操作利率已有一定预期,后续即使公开市场利率真的上调,可能对市场的影响也相对有限。天风证券孙彬彬团队指出,由于美联储加息预期已经相对充分,预计对相关市场的直接冲击较小,对资金面的影响更多体现在对央行操作的影响上。由于汇率、资金流动上压力已经较2017年初时大幅降低,央行无需以数量上紧货币的形式应对美联储加息。

总的来看,虽然在上述多重扰动因素下,3月资金面可能边际收紧,但货币政策依然维持稳健中性,“保持流动性合理稳定”和“管住货币供给总闸门”的政策目标并举,央行仍将维护银行体系流动性合理稳定和货币市场平稳运行,预计资金面将回归紧平衡格局。



■ 记者观察

## 公开市场操作利率或上调

□本报记者 张勤峰

对于春节后流动性状况,市场关心的主要是两方面:一是节前平稳偏松态势会否延续;二是公开市场操作利率会否调整。

年初以来,经济继续扩张、通胀预期抬头促使市场调整对美联储加息节奏的判断。市场人士认为,3月份美联储继续加息基本没有太大悬念,中国人民银行仍存上调公开市场操作利率的可能性,但预计幅度接近上一次的5BP,在市场已有较充分预期的情况下,影响不会太大。

随着全球经济持续复苏,货币政策超宽松时代渐行渐远。2017年,美联储继续稳步收紧货币政策,全年加息3次,英国、加拿大、韩国等国家也纷纷实施了多年来的首次加息。2017年,中国人民银行并未采取传统的加息做法,银行存贷款基准利率保持不变,但逆回购、中期借贷便利等央行流动性工具操作利率水平先后经历了3次上调。

2017年2月3日和3月16日,公开市场操作利率先后两次上行,幅度均为10个基点。2017年12月14日美联储加息当日,公开市场操作利率再次随行就市上行5个基点。

分析人士认为,央行采取这种新颖的“加息”方式,既合情合理,又留有余地。一方面,随着国内外经济金融形势和金融市场环境发生变化,货币金融条件需要做出相应调整。随着宏观经济景气改善,货币条件适度收紧是保持中性货币政策的应有之义。同时,随着主要经济体同步复苏,海外主要央行着手调整此前过于宽松的货币政策,跨境资金流动出现变化,给我国稳定汇率和资本流动造成挑战,适度收紧货币条件可避免汇率波动过大,防范金融风险。另外,2016年底以来,货币市场、债券市场利率均大幅上行,市场利率与政策利率之间的利差扩大,如果不调整政策利率,会造成定价扭曲,有碍政策传导。

另一方面,经济内在增长动力还需培育和巩固,通胀压力总体上也较为温和。采取传统的加息做法,释放的政策信号过于强烈,可能不利于兼顾稳增长与防风险的目标。相比之下,适度增强公开市场利率的弹性,既有利于完善货币政策价格调控,培育有效的基准利率,对社会融资成本的传导也相对缓慢、冲击相对平缓。

央行近期发布的2017年第四季度货币政策执行报告提到,公开市场操作利率小幅上行可适度收窄其与货币市场利率的利差,有助于修复市场扭曲,理顺货币政策传导机制,客观上也有利于市场主体形成合理的利率预期,避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷。在这份报告中,央行重申将保持货币政策的稳健中性,管住货币供给总闸门。

展望今后一段时间,稳健中性的货币政策取向不会变化。预计2018年美联储将继续加息和缩减资产负债表,随着海外市场通胀预期上升,近期市场已调高对美联储加息进度的判断。同时,未来可能会有更多央行加入加息阵营,对我国货币政策仍会形成一定制约。

另外,在“双支柱”调控框架下,适度上调公开市场利率,也可呼应防风险和去杠杆,避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷。

依然较高的回购市场一二级市场利差,则给央行继续随行就市地调整公开市场操作利率提供空间,再考虑到年初银行信贷投放较快,政策利率存在进一步上调的可能。年初以来,市场资金面持续保持平稳,货币市场利率运行中枢略微下移,与公开操作利率的利差有所收窄,但仍存在。以代表性的7天回购利率为例,2月以来DR007均值为2.81%,低于上个月的2.84%及2017年12月的2.87%,但仍比7天期央行逆回购操作利率高出逾30BP。

综合考虑,倘若3月份美联储加息,中国人民银行跟随小幅上调公开市场操作利率的概率仍偏大。但也应看到,今年以来人民币相对美元和一篮子货币出现升值,金融体系内部加杠杆的行为也得到了初步遏制,央行政策主动权相比去年更大,即便3月份继续上调公开市场操作利率,预计幅度也不会太大,很可能仍是5BP。鉴于市场对此已经有较为充分预期,央行缓步上调公开市场操作利率对市场的影响不会太大。

## 重启公开市场操作

## 央行实施大额投放

□本报记者 张勤峰

2月26日,央行重启公开市场操作,净投放1500亿元以应对金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响。分析人士表示,央行操作有力平抑了节后多种因素的影响,预计到3月上旬市场资金面问题不大。

### 连续实施大额投放

2月26日,央行开展了1000亿元7天期、300亿元28天期和200亿元63天期逆回购操作,中标利率分别为2.50%、2.80%和2.95%,均与上一次操作持平;因当日无央行逆回购等到期,此举实现净投放1500亿元。

央行公告称,此举为对冲金融机构缴存法定存款准备金等因素的影响。据悉,本月25日为例行法定准备金交退款日,因遇节假日顺延至26日进行。

今年春节前,市场资金面持续平稳,表现好于市场预期,但节后流动性供求形势,特别是临时准备金动用安排( CRA )到期影响引起市场关注。

据央行透露,全国性商业银行从1月中旬开始陆续使用CRA,期限30天,故从春节后首个工作日(2月22日)到3月16日,银行体系将持续迎来总量约2万亿元的CRA到期。此外,2月15日有2435亿元MLF顺延至22日到期,例行的法定存款准备金缴存也顺延至22日进行;受假期因素影响,节后立即迎来2月税期高峰;临近2月末,金融机构还面临一定流动性跨月压力。节后首日及随后几日,流动性面对多种因素叠加影响,压力相对突出。

对此,央行提前谋划,加强预调微调。2月13日,央行开展3930亿元MLF操作,提前完成对本月到期MLF的滚动操作,并提供增量中期流动性1495亿元。春节假期结束,央行重启公开市场操作,持续以较大力度开展操作。22日,央行开展3500亿元逆回购操作,对冲顺延到期的2435亿元MLF之后,实现净投放1065亿元;23日,央行开展2300亿元逆回购操作,对冲到期的1200亿元中央国库现金定存之后,实现净投放1100亿元;24日,公开市场操作暂停一日,但25日重启操作,并再次实施净投放。

业内人士表示,通过连续实施大额净投放,央行有力平抑了节后多种因素对流动性的影响,市场资金面并没有出现明显收紧。

### 资金面平稳

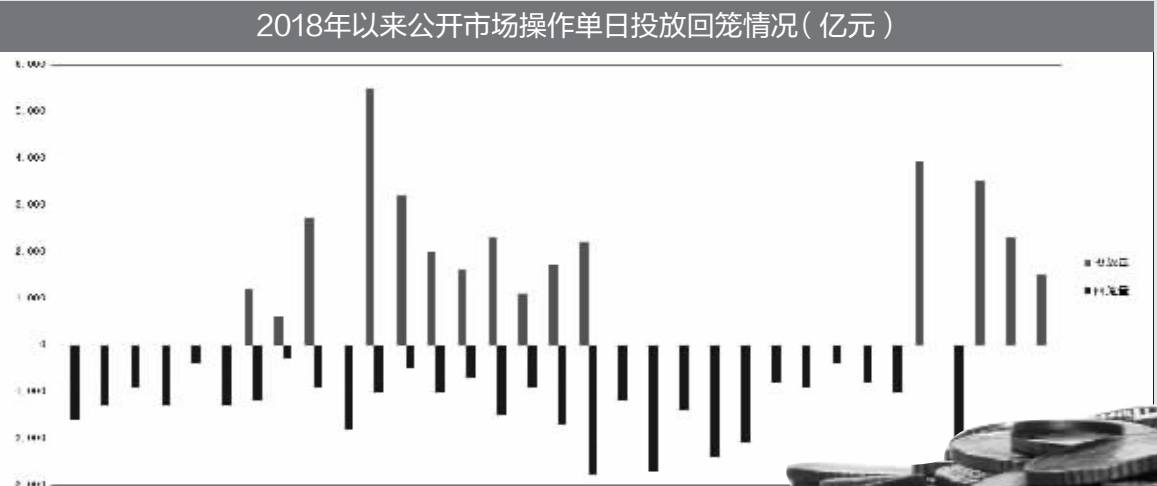
26日,银行间市场资金面仍较平稳,回购利率涨跌互现。存款类机构行情方面,隔夜回购利率小涨逾4BP至2.55%,7天期回购利率跌近3BP至2.85%。

交易员称,节后几日市场资金面表现比预料要好。26日,利率互换下行较为明显,显示短期资金面乐观情绪正在上升。往后看,2月缴税高峰期已过,今后一段时间,影响银行体系流动性供求的正面因素主要有现金回笼、月末季末财政支出,负面因素则包括央行流动性工具到期、CRA到期、季末监管指标考核。

招商证券固收研报指出,本周回收流动性的因素主要是逆回购到期和CRA逐步到期。本周公开市场共有2700亿元资金到期,分别是周四到期1600亿元,周五到期1100亿元。此外,春节前金融机构动用CRA获得的临时准备金约2万亿元,将在节后陆续到期。本周补充流动性的因素主要是现金回笼和月末财政支出。从过去M0的变化来看,一般在2月和3月,春节前银行体系投放的现金会逐步回流银行体系,对流动性形成补充。今年现金的回流也会和CRA的到期形成对冲。2月属于财政支出小月,从过去三年的支出情况来看,预计2月末财政支出规模在1万亿元左右。

考虑到月末财政支出可吸收逆回购到期的影响,现金回笼与CRA到期则互为对冲,招商证券分析师认为,本周市场资金面将保持平稳,在跨月之后,会转为较宽松状态。

业内人士认为,目前到3月上旬,资金面问题都不大,春节后资金面更大的考验还是在季度末。天风证券报告指出,季度考核指标虽然不会有明显的新增压力,但市场结构仍相对脆弱,建议非银投资者仍重视季末压力,而不因近年来的宽松局面影响而放松警惕。



数据来源/Wind资讯 视觉中国图片 制图/王力