

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%,煤焦钢矿板块以近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年末高点回落始终保持着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;春节期间后,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流动性逐步回笼,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,资金面松紧直接与央行是否进行相应的逆回购操作、MLF投放资金数量相关。

商业银行将迎来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

当程度上说明,伴随着各类监管措施的推进,资金面市场仍然是相对脆弱的,尤其是对非银投资者而言,即使总量上相对宽松,资金面仍有可能较为紧张。

美联储很可能于3月份加息,我国公开市场利率仍有进一步上调压力。从春节前夕发布的2017年四季度货币政策报告来看,央行强调“管住货币供给总闸门”,2018年货币政策难有宽松空间。且央行就2017年公开市场操作利率先后两次上行表态称,“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。”考虑到3月份美联储很可能再次加息,且2018年全球主要央行货币政策“紧”声渐起,我国公开市场利率仍有跟随上调的压力,央行借此向市场传达的引导利率上行的信号值得关注。

“3月资金面在总量上会出现一定程度上的边际收紧,但并不至于构成太大压力,真正的压力测试点还是在季末。在资金面总量仍相对宽裕、汇率压力不大的情况下,税期、美联储加息等因素最多构成部分扰动,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。”天风证券孙彬彬团队表示。

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月已经两次超额续做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。

2018年以来公开市场操作单日投放回笼情况(亿元)

