



2023年1月12日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

作者：黄婷莉

• 从业资格编号 F3073548

• 投资咨询编号 Z0015398

邮箱: huangtingli@jinxinqh.com



春节流动性缺口有多大？

内容提要

春节前银行体系通常面临缴税和取现的双重压力，而今年跨节资金扰动因素较往年明显增多，具体而言：1. 取现需求是主要的资金缺口，今年将是疫情以来首次未鼓励就地过节，居民取现需求或较之有所增长，通过往年 M0 的变动，预计今年取现规模或在 1.7 万亿以上。2. 缴税大月+地方债提前批发行带来财政存款回笼，一方面，1 月份作为传统的缴税大月，企业缴税对银行体系流动性形成明显抽离影响，过去五年 1 月政府存款单月新增均值在 8000 亿左右；另一方面，各地相继启动发行提前批地方债，加剧财政存款回笼压力。3. MLF 到期+银行年初信贷集中投放加大资金需求，1 月 17 日将有 7000 亿 MLF 到期规模，同时银行年初在早投放早受益的原则下有较大的冲信贷动力，加大了银行对基础货币的需求。总的来看，今年春节前资金缺口可能在 3.2 万亿以上，假设 MLF 等额续做，缺口也将达到 2.5 万亿以上。

从往年央行对春节资金波动的应对来看，通常在春节前开展一系列流动性提前安排，并在此期间创设了诸如 TLF、TMLF、CRA 的新型货币政策工具，且超额续作 MLF 和 14 天期逆回购操作成为最近两年的主要流动性投放工具，同时在宽松周期中，降准也往往成为流动性的补充工具。

考虑到 M0 和财政存款都是短期波动，春节后存在回流效应，因此央行采取阶段性工具对冲或是主要手段，MLF+逆回购加量（包括 14 天期的跨节资金）的投放方式或仍是首选，同时 12 月降准刚刚落地也对流动性有所补充，连续降准概率较低。而从降低居民负担、激发消费潜力、降低提前偿还贷款压力等方面来看，降息仍有一定必要性，但通胀和汇率仍是制约，对降息不能有过高期待。央行态度仍是资金面的关键，短期经济弱复苏背景下，预计资金面收紧风险较小。预计央行节前将维持积极投放维稳市场情绪，关注大额资金缺口下资金面分层的风险。

风险提示

经济重启力度超预期，房地产政策效果超预期

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、事件

央行 1 月 11 日开展 650 亿元 7 天期和 220 亿 14 天期逆回购操作，逆回购加量且重启 14 天逆回购，维稳跨春节流动，并向市场释放稳定信号。那么今年春节资金缺口到底有多大，往年央行又是如何应对春节资金面波动的呢？今年央行又会如何操作，春节前资金面将如何变化？

二、春节资金缺口有多大

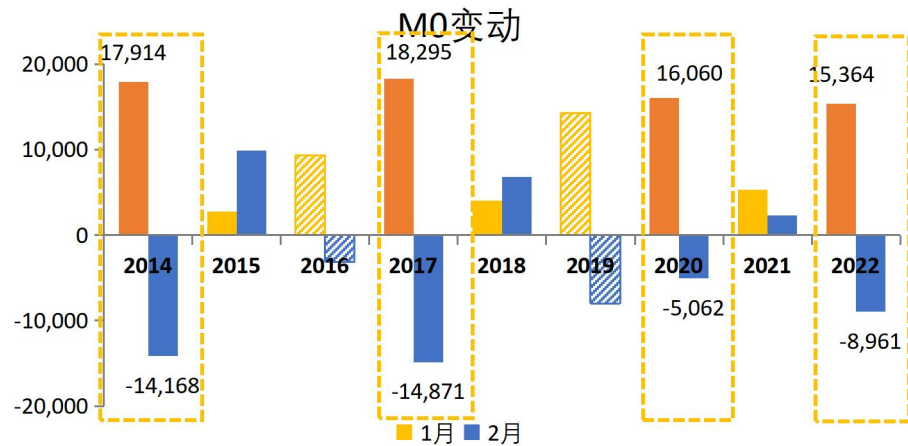
春节前银行体系通常面临缴税和取现的双重压力，而今年跨节资金扰动因素较往年明显增多，具体而言：

1. 取现需求是主要的资金缺口

由于受到部分企业集中发放现金工资、居民购置年货及红包发放等影响，节前居民和企业取现需求增加，银行表内的超额存款准备金及库存现金大量进入实体，转为流通中的现金（M0），银行间流动性相应减少。而节后这部分流动性将通过居民存入银行或购买理财产品等重新回流银行体系，形成 M0 的回落。

因此 M0 在春节前后通常表现为明显的季节性变化，我们可以通过 M0 的变动来估计相应的取现需求。以比较典型的春节在 1 月末的年份为例（2014、2017、2020、2022 年），居民取现需求集中于 1 月，M0 变动分别为 17914、18295、16060 和 15364 亿元，其中 2020 和 2022 年分别受到疫情爆发和就地过年的影响，而今年将是疫情以来首次未鼓励就地过节，居民取现需求或较之有所增长，预计今年取现规模或在 1.7 万亿以上。

图 1： M0 在春节前后面临明显的季节性变化（亿元）



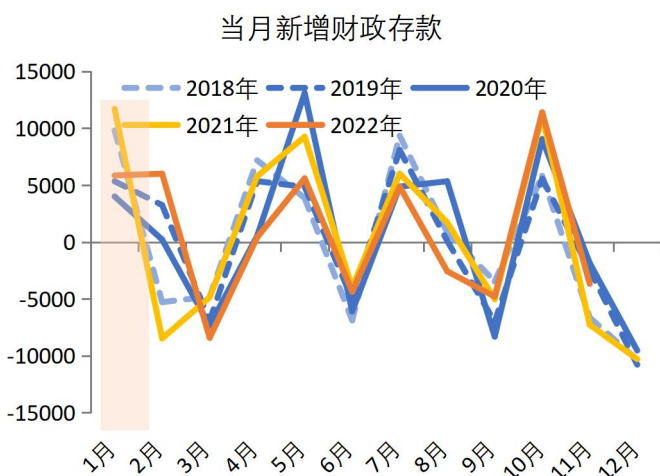
资料来源：Wind，优财研究院

2. 缴税大月+地方债提前批发行带来财政存款回笼

一方面，由于缴税时点以及季末财政支出的影响，财政存款呈现明显的季节性表现，而 1 月份作为传统的缴税大月，企业缴税对银行体系流动性形成明显抽离作用，并体现为财政存款的增加，过去五年 1 月政府存款单月新增均值在 8000 亿左右。且今年缴税截止日在 16 日，与今年春节（1 月 22 日）相距较近，资金面波动或更为显著。

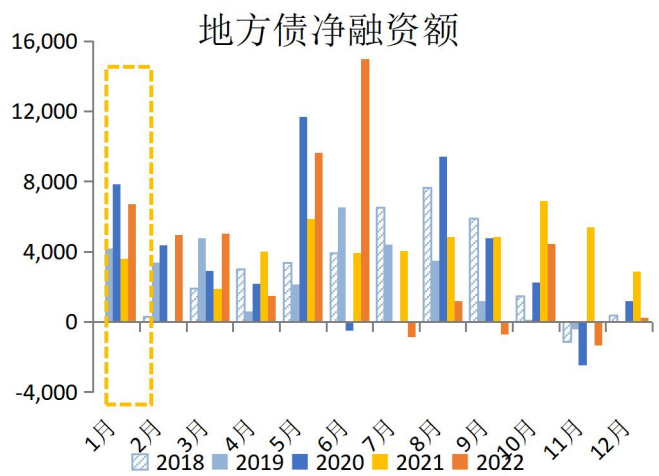
另一方面，尽管目前财政部尚未公布地方债提前批额度，但各地已相继启动发行，1 月第一周地方债净融资额已超 1000 亿，地方债提前批发行加剧财政存款回笼压力。

图 2： 1 月缴税大月对资金面形成抽离影响（亿元）



资料来源：Wind，优财研究院

图 3： 地方债提前批加剧财政存款回笼压力(亿元)



资料来源：Wind，优财研究院

3. MLF 到期+银行年初信贷集中投放加大资金需求

叠加 1 月 17 日将有 7000 亿 MLF 到期规模，同时开年银行通常在早投放早受益的原则下有较大的冲信贷动力，因此 1 月也是传统信贷投放大月，也带来一定的超储消耗

总的来看，今年春节前资金缺口可能在 3.2 万亿以上，假设 MLF 等额续做，缺口也将达到 2.5 万亿以上。

三、往年央行对春节资金波动的应对

从往年央行对春节资金波动的应对来看，通常在春节前开展一系列流动性提前安排，并在此期间创设了诸如 TLF、TMLF、CRA 的新型货币政策工具，且超额续作 MLF 和 14 天期逆回购操作成为最近两年的主要流动性投放工具，同时在宽松周期中，降准也往往成为流动性的补充工具。

- ① 2017 年，TLF（临时流动性便利，28 天资金无需抵押品）+OMO+MLF，净投放大约 1 万亿元。
- ② 2018 年，CRA（临时准备金动用安排，28 天无息资金）+MLF+普惠金融降准，净投放大约 1.6 万亿元。
- ③ 2019 年，春节前全面降准（分两次下调）+TMLF，净投放大约 1.5 万亿元。
- ④ 2020 年，春节前全面降准+MLF+OMO，净投放 1.7 万亿元。
- ⑤ 2021 年，MLF 超额续作+OMO。
- ⑥ 2022 年，MLF 超额续作+OMO，21 年末降准 50BP。

图 4：往年央行对春节资金波动的应对

	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	
2021	2月12日	MLF超额续作+OMO	
2022	2月1日	MLF超额续作+OMO+21年末降准50BP	

资料来源：Wind，优财研究院

四、央行态度仍是资金面的关键

总的来看，考虑到M0和财政存款都是短期波动，春节后存在回流效应，因此央行采取阶段性工具对冲或是主要手段，MLF+逆回购加量（包括14天期的跨节资金）的投放方式或仍是首选，同时12月降准刚刚落地也对流动性有所补充，连续降准概率较低。而从降低居民负担、激发消费潜力、降低提前偿还贷款压力等方面来看，降息仍有一定必要性，但通胀和汇率仍是制约，对降息不能有过高期待。

央行态度仍是资金面的关键，短期经济弱复苏背景下，预计资金面收紧风险较小。从此次重启14天逆回购的时点来看，较往年略有提前，也反映了在今年春节资金缺口压力较大下央行对资金面的呵护态度。央行强调2023年货币政策“总量要够，结构要准”，我们认为短期经济弱复苏背景下资金面暂不具备收紧基础，预计央行节前将维持积极投放维稳市场情绪，关注大额资金缺口下资金面分层的风险。

五、风险提示

经济重启力度超预期，房地产政策效果超预期

重要声明

分析师承诺

作者为金信期货有限公司投资咨询团队成员，具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。作者以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。作者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获得受任何形式的报酬或利益。

免责声明

本报告仅供金信期货有限公司（以下简称“本公司”）客户参考之用。本公司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议或私人咨询建议。在任何情况下，本公司及其员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。

本公司具有中国证监会认可的期货投资咨询业务资格。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，本公司对这些信息的准确性、完整性、时效性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映研究人员于发布本报告当日的判断且不代表本公司的立场，本报告所指的期货或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态，且对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告难以考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，投资者应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，且本报告不应取代投资者的独立判断。请务必注意，据本报告作出的任何投资决策均与本公司、本公司员工无关。

本报告版权仅为本公司所有，未经本公司书面授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、修改或以其他方式非法使用本报告的部分或全部内容。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

地址：上海市普陀区云岭东路长风国际大厦 16 层

电话：400-0988-278

网址：<https://www.jinxinqh.com/>