

## 一季度

流动性缺口有

多大？以超额准备金的变化

作为对流动性缺口的分析，

春节前后影响超储的因素共主要有5个：春节期间的现金需求的变化；财政存款变动；信用派生存款；央行货币工具的投放与到期；外汇占款变动。

参考历史上春节日期与2022年相近的年份，以及2021年“就地过年”形势下“货币发行”数据的变动，

我们判断2022年春节现金需求可能有1.5万亿，全部体现在1月份数据中。同时，判断2、3月份“货币发行”环比下行补充超储7436亿元、5611亿元。

1、2月份“财政存款”项目主要受到春节的相对位置，以及专项债发行节奏的影响。由于2022年财政部已经下拨专项债提前批额度1.46万亿，由此导致1-2月财政资金较2019年同期环比多增1700亿元。

“需缴准存款”增速与M2增速趋同。我们判断2021年1季度随着监管“稳信贷”政策的推出、及财政存款的加速下拨，

“需缴准存款”增速有望回升至7.5%，并在2022年1-3月消耗超储2360亿元、340亿元、4005亿元。

外汇占款变动对流动性的影响扰动不大。预估2022年1-3月外汇占款月均增长100亿元。而在央行公开市场

工具到期方面，1月有7000亿元逆回购、5000亿MLF

到期；2月有2000亿MLF到期；3月有1000亿MLF到期。

综合来看，

2022年1-3

月超储环比变动分别为-

37760亿元、96亿元、8706亿元。

但如果假设央行将1月份公开市场工具全部到期续作（1.2万亿），同时考虑到12月份已经通过降准

释

放资

金1.2万

亿元，再加上年

末财政资金加快下拨，近万亿财

政存款进入超储，

1月份央行真正需要通过“结构性工具+公开市场操作”进行流动性投放的规模，可能仅有3000-4000亿元。所以总的来看，春节前银行间流动性缺口并不明显。

## 1、一季度流动性缺口有多大？

事件：

2021年12月，随着全面降准的实施以及年末财政资金的下拨，银行间流动性相对宽裕、资金面跨年无虞。展望2022年一季度，2022年春节相对前置，1月份央行投放多少流动性，才能保证资金平稳“过节”？同时2022年专项债发行前置，对于一季度流动性又有何影响？为此，我们尝试估算1月、2月、3月3个月的流动性缺口。

解读：

以超额准备金的变化作为对流动性缺口的分析，春节前后影响超储的因素共主要有5个：

对此我们将一一进行分析：

表 1: 五因素与超储的关系

	与超额准备金的关系
现金需求	负向
财政存款	负向
信用派生存款	负向
货币工具到期	负向
外汇占款	正向

资料来源：国海证券研究所

### 因素一：春节前后的现金需求

春节前后民间现金需求的变化，体现在央行资产负债表中的“储备货币:货币发行”

项目。由于春节日期并不固定，历史上该项目在1、2月份的数据表现各有不同。具体表现为：

春节位于1月份时，1月份货币发行环比高增长。同时2月份货币发行环比为负，意味着春节后现金回流至银行体系；

而当春节位于2月份中下旬、较晚时，1月份货币发行增长量较低。同时2月份货币发行或环比为负但金额较小、或环比为正，反映出一部分取现需求推迟到了2月份。

因此，判断春节前后现金需求对1、2月份超储的影响，需要以历史上春节日期与2022年相近的年份作为参考。

与2022年春节日期相近的年份有2011年、2014年、2017年、2019年。

表 2: 历年春节日期

	春节（大年初一）日期
<b>2011 年</b>	<b>2 月 3 日</b>
2012 年	1 月 23 日
2013 年	2 月 10 日
<b>2014 年</b>	<b>2 月 1 日</b>
2015 年	2 月 19 日
2016 年	2 月 8 日
<b>2017 年</b>	<b>1 月 28 日</b>
2018 年	2 月 16 日
<b>2019 年</b>	<b>2 月 5 日</b>
2020 年	1 月 25 日
2021 年	2 月 12 日
<b>2022 年</b>	<b>2 月 1 日</b>

资料来源：国海证券研究所

与此同时我们发现，随着近年来电子支付、电子红包的普及，春节前后“货币发行”项目变动呈现出两个趋势：一、春节前“货币发行”的波峰在降低，反映出民众现金需求的下降；二、春节后“货币发行”项目环比下行的速度在放缓，反映出现金使用频率降低后，民众去银行存钱的次数也在下降，导致春节现金回流至银行体系的节奏被拉长。

同时，2020年疫情爆发后各地对于“就地过年”的倡议，进一步加剧了这两个趋势。

图 1：春节前后“货币发行”环比变动



参考历史上春节日期与2022年相近的年份，以及2021年“就地过年”形势下“货币发行”数据的变动，我们判断2022年春节现金需求可能有1.5万亿。

由于2022年春节位于2月份第一天，因此这1.5万亿取现需求全部体现在1月份数据中。同时，参考2019年春节现金回流的节奏，判断2、3月份“货币发行”下行，将补充超储7436亿元、5611亿元。

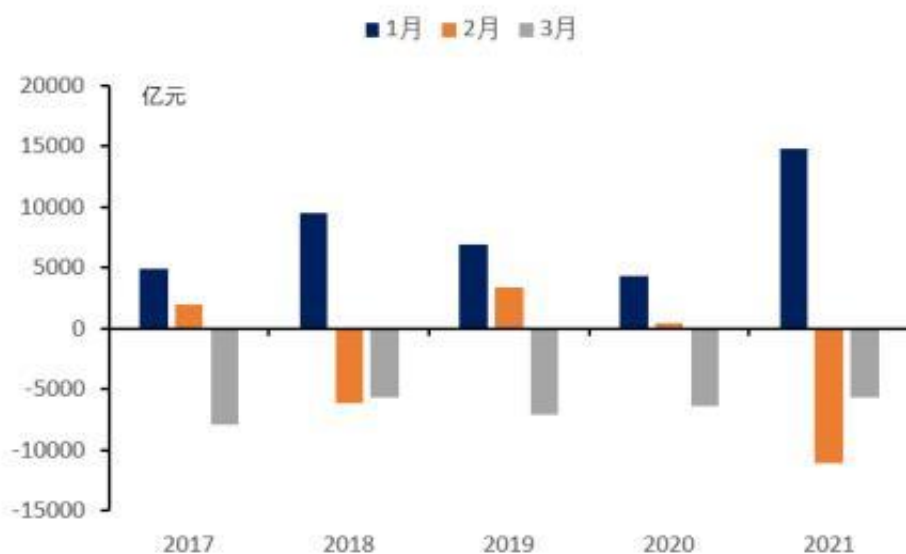
## 因素二：财政存款变动

以央行资产负债表中“政府存款”项目为分析依据，“政府存款”增加意味着超储的消耗。春节前后影响“政府存款”环比变动的因素主要有二：

一是春节的相对位置，影响财政支出节奏。

1月份为税收大月，财政存款通常正增长。与此同时，春节前政府部门有较大的工资、福利开支。因此，当春节位于1月或2月初时，春节前工资福利开支与税收相抵、1月份财政存款环比增长较小；而当春节位于2月中下旬时，春节开支与1月份税收错位，表现为1月份财政存款环比大增、2月份财政存款环比大减。

图 2：2018 年、2021 年春节较晚，导致 1 月份财政存款大增、2 月份大减



但2022年春节不存在类似情况，因此参考春节日期相近的年份，1、2月份“政府存款”均应小幅正增长，表现为对超储的消耗。而3月份政府存款环比变动与春节相关性较小，且往年数据较为平稳，判断2022年3月份“政府存款”为-8000亿元。

二是专项债发行规模上升，推升财政存款。

由于春节前后开工活动较少，因此专项债前置至1-2月份发行时，很难在当月及时下拨，导致1-2月份财政资金淤积。回顾专项债发行同样前置的2019年，财政资金淤积的情况较为明显，1-2月份财政资金环比增长高达万亿，与春节日期相近的2017年多出近3000亿，并与2019年1-2月专项债净融资额接近。

由于2022年专项债发行同样前置，财政部已经下拨提前批额度1.46万亿，参考往年提前批计划完成比例，估算

2022年

1-3月专项债净

融资规模，较2019年同期每月

高出1700亿元左右，

由此导致1-2月财政资金较2019年同期环比多增1700亿元（3月专项债资金能及时下拨，对财政存款影响较小）。

由此判断1-3月“政府存款”环比变动消耗超储8500亿元、5100亿元、-8000亿元。

### 因素三：信用派生存款

当商业银行投放信贷时，信用派生存款会增加法定准备金要求，从而消耗超储。目前，商业银行需缴准的存款为

“境内各项存款-财政存款-非银存款”

，从数据上看，此类“需缴准存款”增速与M2增速趋同。

截止2021年11月，“需缴准存款”同比

增速为7.3%，我们判断2021年1季度随着监管“稳信贷”政策的推出、及财政存款的加速下拨，“需缴准存款”增速有望回升至7.5%，并在2022年1-3月消耗超储2360亿元、340亿元、4005亿元。

图 3: 需缴准存款增速与 M2 趋同



### 因素四&因素五：外汇占款变动、公开市场工具投放与到期

近年来，外汇占款变动对流动性的影响扰动不大。2021年全年，在出口形势较好的背景下，1-11月外汇占款月均增长118亿元。因此预估2022年1-3月外汇占款月均增长100亿元。

而在央行公开市场工具到期方面，1月有7000亿元逆回购、5000亿MLF到期；2月有2000亿MLF到期；3月有1000亿MLF到期。

综合来看，

不考虑央行续作公开市场工具到期的情况下，2022年1-3月超储环比变动分别为-37760亿元、96亿元、8706亿元，1月份流动性缺口看似较大。

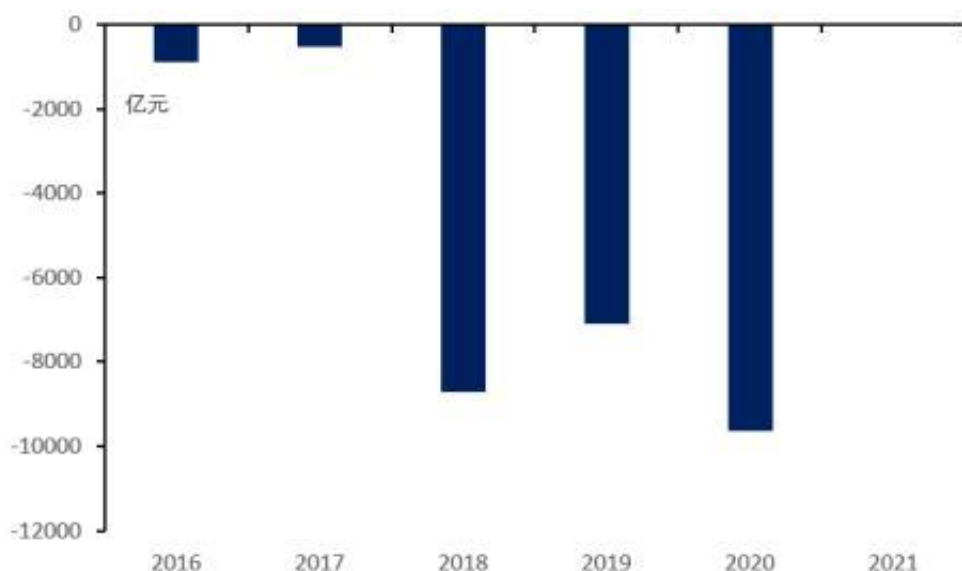
表 3: 2022 年 1-3 月超额准备金变动

	货币发行	财政存款	信用派生	外汇占款	公开市场工具到期	超额准备金变动
1 月	-15000	-8500	-2360	100	-12000	-37760
2 月	7436	-5100	-340	100	-2000	96
3 月	5611	8000	-4005	100	-1000	8706

但是，2022年1月份超储将通过三个途径得到补充：

- 1、2021年12月份降准，释放超储1.2万亿元；
- 2、年末财政投放较大，2021年12月份财政资金加快下拨，可能补充超储近万亿元；

图 4: 2018 年至 2020 年，12 月财政存款环比减少 7000 亿至 9600 亿



- 3、假设央行将1月份公开市场工具到期1.2万亿全部续作。

如果考虑以上三个补充超储的途径后，

1月份央行真正需要通过“结构性工具+公开市场操作”进行流动性投放的规模，可能仅有3000-4000亿元。所以总的来看，春节前银行间流动性缺口并不明显。

风险提示央行货币政策超预期、金融数据超预期、流动性风险。

本文源自靳毅投资思考