



每周流动性观察

宽信用仍存波折，宽货币还将持续

3 月末预计有较高规模的财政资金投放，流动性水平在供给上较为充裕，但同时由于 MPA 考核等因素也处在需求高峰。回顾 18 年整体的流动性市场，可以看出月中时点发生流动性紧张的程度已经明显减少，为数不多的几次流动性紧张大多发生在月末，分别为 3 月末、4 月第三周、5 月末、6 月末和 10 月末。从流动性供给指标来分析，因为财政缴税的季节性因素导致一般性规律下月内流动性的低点多出现在月中时点，但在 18 年中月中时点出现流动性紧张的程度较 17 年有明显减少，所以可以看出随着超储率中枢水平的抬升，当前对流动性环境形成干扰的因素已经逐步从资金供给端转向为需求端驱动。整体我们判断季末资金面或小幅收紧。

相关研究报告

《固定收益 2019 年年度策略：数量宽松，策略拥挤；资产价格从低估迈向合理高估》崔灼驹 朱启兵》20190105

《中银国际固定收益周刊：“货币、信用”在今年都经历了怎样的变化？”》20181113

《中银国际固定收益周刊：央行资产负债表显示 9 月初流动性供给稍有下降；MLF 续作进一步印证超储率目标抬升，配置需求有望回归》20180917

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

固定收益研究

崔灼驹

(8610)66229367

zhuojia.cui@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517040001

朱启兵

(8610)66229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

- 本月的金融数据公布大幅低于市场预期，而我们认为这是由于在看到一月份社融数据后，市场对于今年融资改善的预期反应已经略显过度。两个月综合来看，一月的“过强”和二月的“偏弱”都受到了很强的季节性影响，其实我们认为一月的数据并没有那么强，二月的数据也算不上很差，从存量同比增速上看 1 月份的 10.42% 和 2 月份的 10.10% 均还在我们此前预期的 10.0%-11.0% 范围之内。
- 二月的数据恐怕会令市场对于融资环境的预期再次出现分歧，我们认为全年“企稳”几乎较为确定，但进一步改善的空间不大，同时目前融资环境对于货币宽松的依赖较强，不管是实体经济融资需求还是金融机构的风险偏好都还未进入到能够内生改善的阶段，一旦货币政策边际有所收紧，恐怕融资还将会出现大幅波动。
- 金融数据结构当中，表外开票当前已有所收敛，对于社融形成一定的压制；委托贷款和信托贷款虽然未能延续改善，但是压缩幅度较为温和；企业中长期贷款增长 5127 亿，1-2 月累计增加 19127 亿，仍略低于去年同期的 19885 亿。未来还需要重点关注在春节过后，企业经营活动恢复以后 3 月份的金融数据。



目录

本周焦点：宽信用仍存波折，宽货币还将持续.....	4
流动性展望：月初资金面维持宽松.....	5
资金利率.....	6
海外市场.....	8



图表目录

图表 1. 上周公开市场操作.....	4
图表 2. 上周 MLF 操作.....	4
图表 3. 公开市场操作.....	5
图表 4. 同业存单发行量.....	5
图表 5. 质押回购.....	6
图表 6. 银行间同业拆借.....	6
图表 7. SHIBOR.....	6
图表 8. 票据融资.....	7
图表 9. 同业存单.....	7
图表 10. NDF 点差.....	8
图表 11. 美债收益率.....	8
图表 12. 德国国债利率.....	9
图表 13. 通胀指数国债.....	9

本周焦点：宽信用仍存波折，宽货币还将持续

央行网站3月10日发布数据显示，2月当月人民币贷款增加8858亿元，同比多增465亿元。2月当月，社会融资规模增量为7030亿元，比上年同期少4847亿元。中国2月M2同比增长8%，预期8.4%，前值8.4%。

本月的金融数据公布大幅低于市场预期，而我们认为这是由于在看到一月份社融数据后，市场对于今年融资改善的预期反应已经略显过度。两个月综合来看，一月的“过强”和二月的“偏弱”都受到了很强的季节性影响，其实我们认为一月的数据并没有那么强，二月的数据也算不上很差，从存量同比增速上看1月份的10.42%和2月份的10.10%均还在我们此前预期的10.0%-11.0%范围之内。

二月的数据恐怕会令市场对于融资环境的预期再次出现分歧，我们认为全年“企稳”几乎较为确定，但进一步改善的空间不大，同时目前融资环境对于货币宽松的依赖较强，不管是实体经济融资需求还是金融机构的风险偏好都还未进入到能够内生改善的阶段，一旦货币政策边际有所收紧，恐怕融资还将会出现大幅波动。

金融数据结构当中，表外开票当前已有所收敛，对于社融形成一定的压制；委托贷款和信托贷款虽然未能延续改善，但是压缩幅度较为温和；企业中长期贷款增长5127亿，1-2月累计增加19127亿，仍略低于去年同期的19885亿。未来还需要重点关注在春节过后，企业经营活动恢复以后3月份的金融数据。

3月份全月对于流动性能够形成负面影响的主要因素为当月有4315亿MLF将到期，除此之外还有2600亿逆回购到期为弹性部分。

以2月末的超储率基数水平，叠加月初预计还有4000亿左右的现金回流，在3月上半月即便考虑到公开市场工具的到期规模，资金面也基本能够维持较为均衡。

月中缴税时点恰逢两会，预计央行将以逆回购的方式进行对冲。在央行零投放的谨慎假设下月中时点超储率预计降至1.0%-1.2%，考虑到对冲因素后我们判断月中时点资金面状态仍为均衡附近。

3月末预计有较高规模的财政资金投放，流动性水平在供给上较为充裕，但同时由于MPA考核等因素也处在需求高峰。回顾18年整体的流动性市场，可以看出月中时点发生流动性紧张的次数已经明显减少，为数不多的几次流动性紧张大多发生在月末，分别为3月末、4月第三周、5月末、6月末和10月末。从流动性供给指标来分析，因为财政缴税的季节性因素导致一般性规律下月内流动性的低点多出现在月中时点，但在18年中月中时点出现流动性紧张的次数较17年有明显减少，所以可以看出随着超储率中枢水平的抬升，当前对流动性环境形成干扰的因素已经逐步从资金供给端转向为需求端驱动。整体我们判断季末资金面或小幅收紧。

图表 1. 上周公开市场操作

(亿元)	回购净投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
7天逆回购	(2,200)	2.55	0
14天逆回购	--	2.70	0
28天逆回购	--	2.80	0
63天逆回购	--	2.95	0

资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 上周 MLF 操作

期限	MLF 投放(亿元)	利率(%)	利率变动(BP)
半年	--	3.05	-
1年	(1,045)	3.30	--

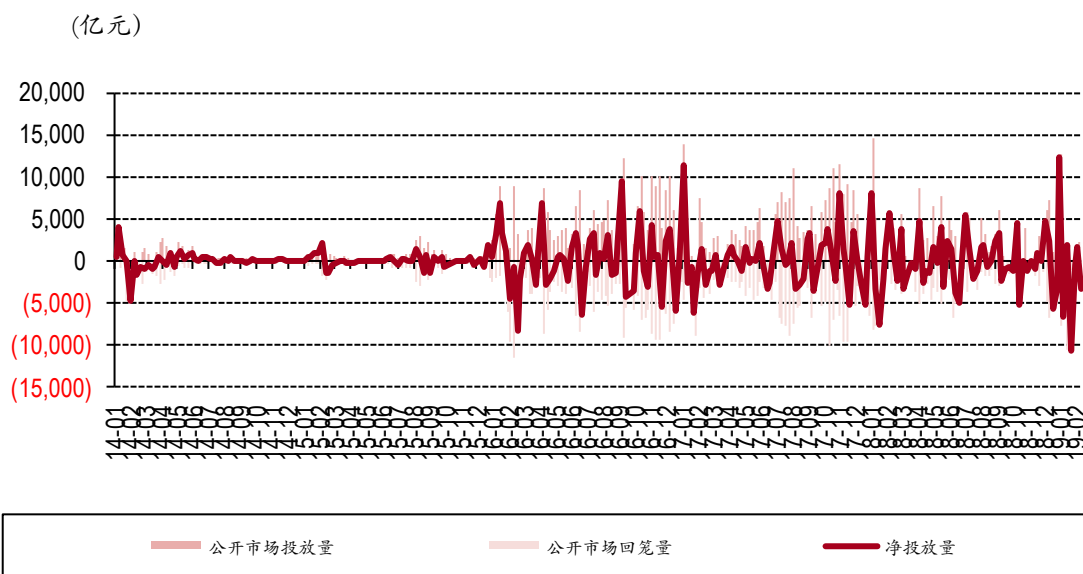
资料来源：万得，中银国际证券

流动性展望：月初资金面维持宽松

上周公开市场有 2200 亿逆回购到期，和 1045 亿 MLF 到期，央行未进行逆回购投放；下周公开市场到期有 3270 亿 MLF 到期，由于这部分 MLF 资金一月份央行降准已被置换，预计大概率将不进行续作。同业存单方面，上周发行 4203.1 亿，到期 3022.5 亿，净融资 1180.6 亿，下周有 5032.9 亿存单到期。

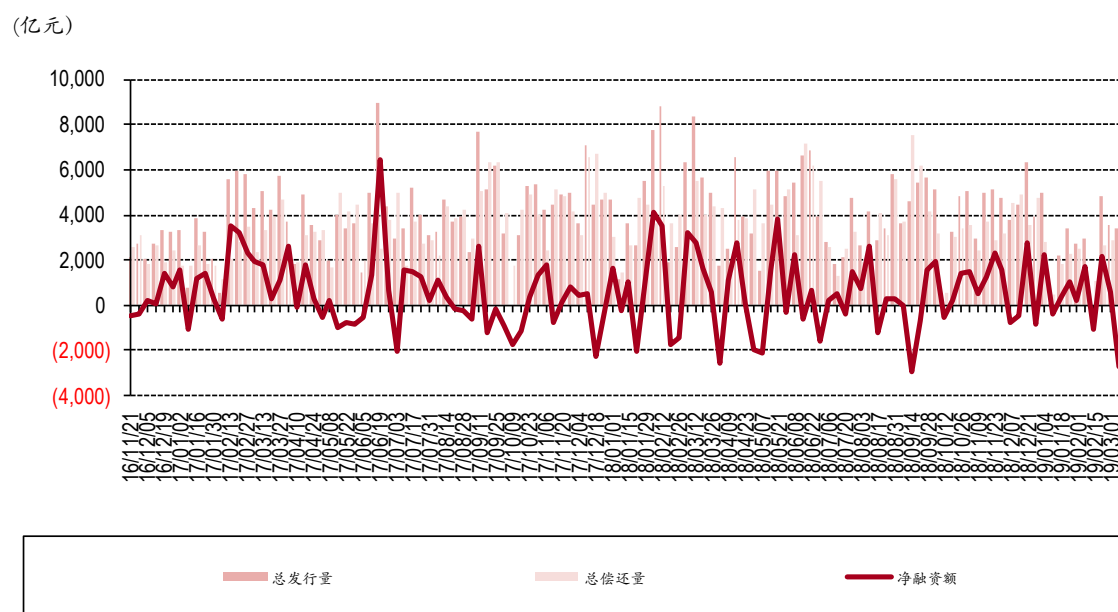
月初超储率水平居高位，资金面维持宽松，月内各期限资金均有大量融出，但跨月资金稍显紧张，显示市场对于季末的流动性压力仍存担忧。下周将进入 3 月份的税期，资金面预计边际有小幅收紧，央行大概率将重启逆回购。

图表 3. 公开市场操作



资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 同业存单发行量

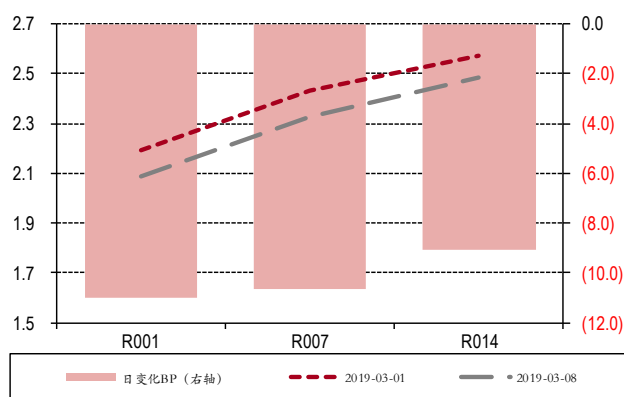


资料来源：万得，中银国际证券

资金利率

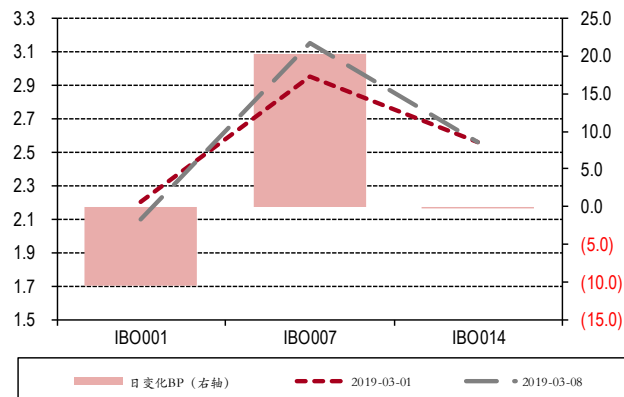
银行间市场隔夜回购利率收 2.09%，下行 11.01BP；7 天回购利率收 2.33%，下行 10.62BP；14 天回购利率收 2.48%，下行 9.06BP；shibor 利率 1M 期上行 1.2BP 在 2.71%，3M 期利率上行 0.5BP 在 2.76%；3 个月同业存单利率上行 10.0BP 在 2.80%，珠三角票据融资利率上行 5BP 在 3.00%。

图表 5. 质押回购



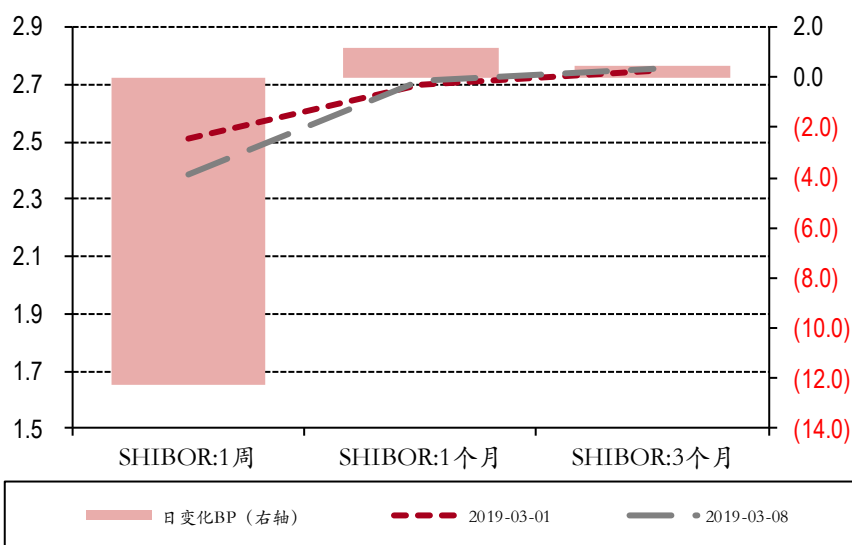
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



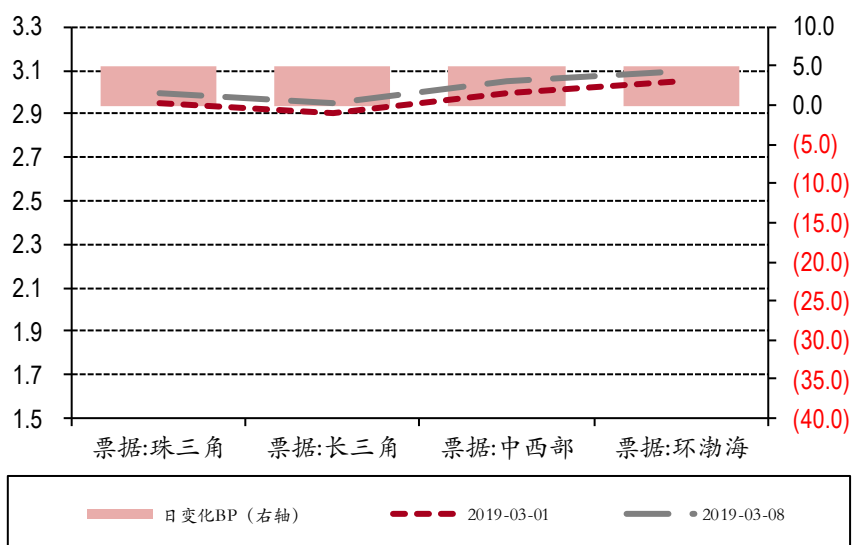
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



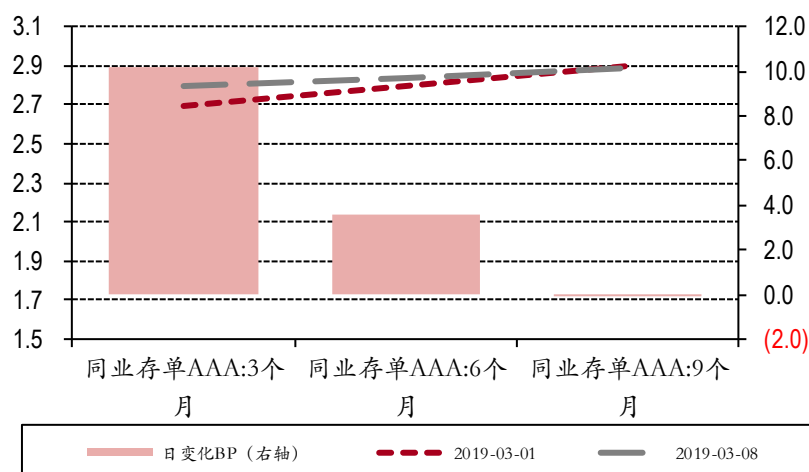
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 票据融资



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 同业存单



资料来源: 万得, 中银国际证券

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13801

