

3月流动性前瞻：疯狂时需要冷静

证券研究报告
2019年03月01日

作者

年初以来的A股涨势如虹，一方面得益于政策推动的风险偏好修复，另一方面也受到海外资金持续流入和国内资金面持续宽松的支撑。在基本面（宏观数据和公司财报）仍处于半真空期的情况下，政策面和资金面是决定市场持续性的关键因素。

从市场可持续性的角度出发，我们认为应当对3月国内货币市场的流动性情况保持理性关注。预计3月流动性较1-2月小幅收紧，大致回归到2018年4季度的水平，波动有所加大。

对于中期的流动性环境展望，在基本面没有出现明显企稳迹象之前，我们仍然较为乐观。另外，“深化金融供给侧改革”既需要强大的资本市场，也离不开稳定的低利率环境。

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com赵宏鹤 联系人
zhaohonghe@tfzq.com

相关报告

风险提示：美联储政策转鸽程度不及预期；中美贸易谈判进展不及预期

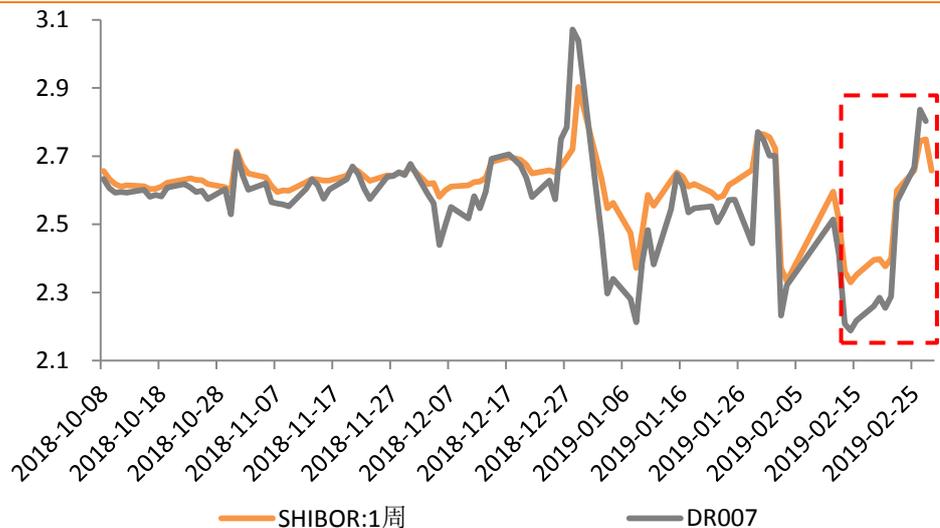


1. 为什么要关注 3 月的资金面情况

年初以来的 A 股涨势如虹。市场表现一方面得益于政策推动的风险偏好修复——对冲政策密集落地、结构性改革陆续出台、中美贸易谈判明显缓和；另一方面也受到海外资金持续流入和国内资金面持续宽松的支撑。在基本面（宏观数据和公司财报）仍处于半真空期的情况下，政策面和资金面是决定市场持续性的关键因素。

就目前而言，政策面在两会窗口和中美谈判向好的呵护下暂时无忧，然而资金面在 2 月的最后几个交易日出现资金利率明显上升：银存间质押式回购利率（DR007）和银行间拆借利率（SHIBOR 1W）在最近 9 个交易日上涨了 42bp/61bp。因此，从市场可持续性的角度出发，尽管货币市场利率与股票市场并没有强相关性，但股市大涨或大跌往往发生在货币市场利率过高或过低的时间，因此应当对 3 月国内货币市场的流动性情况保持理性关注。

图 1：2 月中旬以来流动性有所收紧（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

2. 3 月的流动性缺口有多大？

现金走款方面，预计投放流动性 3000 亿。进入 3 月，春节效应逐渐消退，现金向存款的转化规模较 1-2 月明显减弱。参照历史情况和今年春节的时间，预计 3 月 M0 环比下降 3000 亿左右。

财政资金投放方面，预计投放流动性 7000-8500 亿。3 月是财政投放大月。1 季度经济稳增长诉求相对较强，财政部在 2018 年 11 月发布了多项关于提前下达中央向地方转移支付的通知，旨在开年后加快财政支出进度。因此，预计今年 1 季度财政资金投放进度提前、力度更大，参照近年情况，预计 3 月可净投放 7000-8500 亿。

货币政策工具方面，预计回笼流动性 7000 亿。3 月 7 日/16 日分别有 MLF 到期 1045 亿/3270 亿，3 月上半月逆回购到期共计 2600 亿。汇总之后，3 月存量货币政策工具到期共 6915 亿，时间集中在 3 月中上旬。

利率债方面，预计需要流动性 4000-5000 亿。3 月地方债将继续高速发行，我们在年度报告《胜而后战：2019 年中国宏观经济和策略展望》中估计 2019 年地方政府新增债务限额约为 2.85 万亿，目前来看可能在 3 万亿左右。按照绝大部分新增债务在 4 季度前发行完毕、1、2 季度发行 70% 的假设，考虑到 1-2 月已经发行约 7700 亿，预计 3 月将发行新增地方债 3000-4000 亿。加上国债和政金债，预计 3 月利率债净融资规模在 4000-5000 亿。

综合来看，3 月流动性缺口大致在 1500 亿左右，经过了 1 月的两次降准之后，资金市场并不存在明显的流动性缺口。

3.3 月流动性展望

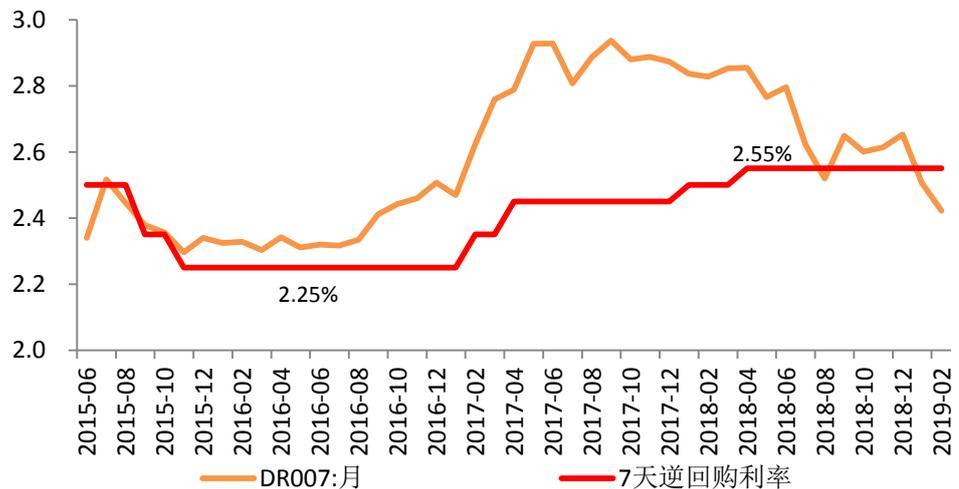
然而，前瞻性的流动性缺口并不能明确指引后续流动性的松紧，因为流动性环境根本上取决于货币政策的边际变化。例如，1月降准前我们计算节前流动性缺口超过3万亿，但是在连续降准和公开市场操作净投放对冲后，1月的银存间质押式回购利率（DR007）降至2017年1月以来的最低水平。

当前的经济基本面虽然不支持货币政策的方向调整，但进一步宽松的概率也比较小。预计3月流动性较1-2月小幅收紧，大致回归到2018年4季度的水平，波动有所加大。

可以从几个角度来看这个问题。

第一，过去2个月货币市场流动性过于宽松。DR007已经回落到2016年9月的水平，与最低点只差12bp，而且1月以来DR007与7天逆回购利率（2.55%）发生倒挂，因此过去2个月货币市场的流动性水平甚至比2016年“资产荒”时更宽松。**利率市场化进程中，为保证利率走廊的有效性，货币市场利率不应长时间突破走廊边界，因此央行需要适当收缩流动性或降低政策利率（货币市场降息）。**目前来看，在美联储3月21日议息会议明确转鸽之前，国内货币市场利率降息的概率不大，因此3月DR007中枢可能较1-2月有所回升，接近2018年4季度的水平。

图2：1-2月银行间流动性水平高于2016年上半年（%）

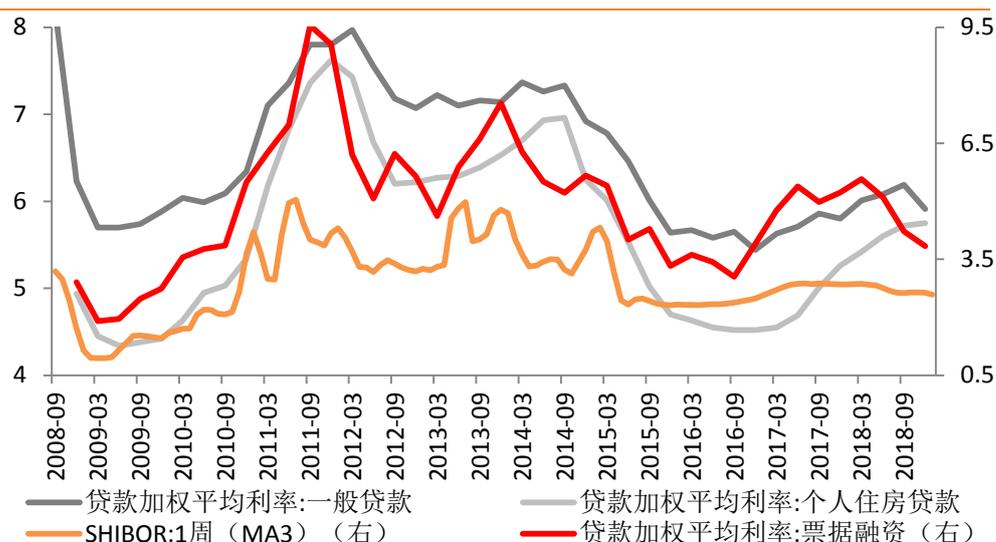


资料来源：WIND，天风证券研究所

第二，货币政策进入效果观察期。总量层面，1月社融增速反弹，现行政策下重新回落的空间不大，预计社融增速全年大部分时间在10%-11%之间窄幅运行，反弹虽不显著，但整体高于2018年下半年。**价格层面**，本轮货币市场利率的快速下行始于2018年2季度，票据融资利率基本同步下降，至4季度只有3.84%，由此也带来了结构性存款套利的问题；一般贷款利率从4季度开始下行，能否继续下行有待进一步观察；个人住房贷款利率由于受到的政策干预更强，2017年1季度以来持续上升，预计后续也有下行空间。

因此，在经历了开年以来的流动性宽松后，货币政策由货币市场到实体经济的传导效果进入观察期，在数据明确之前货币政策进一步放松的概率不大。

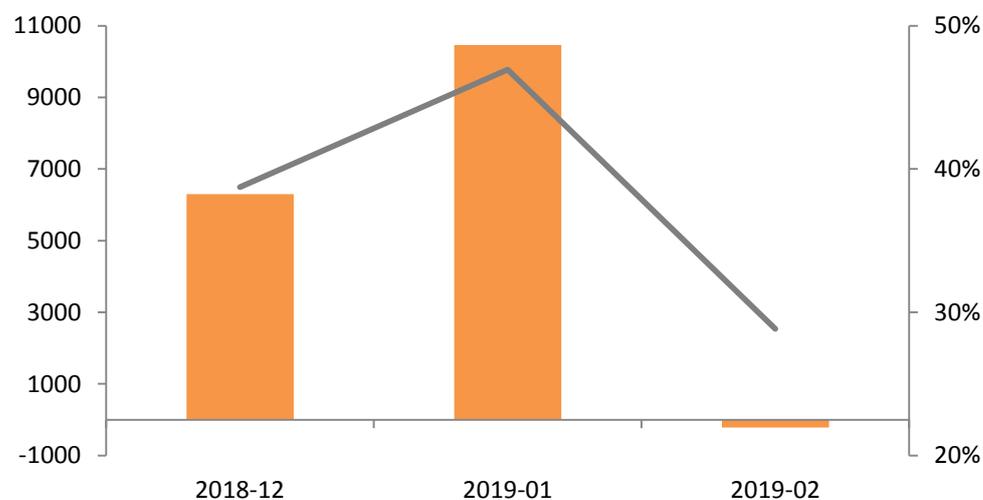
图 3：货币市场利率向贷款利率的传导（SHIBOR 样本区间更长，可近似代表 DR007）（%）



资料来源：WIND，天风证券研究所

第三,受监管打击套利的影 响,2 月 票 据 净 融 资 相 比 1 月 明 显 下 降。2 月 20 日 的 国 常 会 上,领 导 层 面 特 别 关 注 了 资 金 空 转 问 题,央 行 有 关 讲 话 也 提 到 要 控 制 资 金 的 空 转 和 打 击 套 利。根 据 上 海 票 据 交 易 所 的 数 据,预 计 2 月 商 业 汇 票 (包 括 商 票 和 银 票)净 承 兑 额 为 -217 亿,比 1 月 和 去 年 12 月 分 别 下 降 10676 亿 和 6520 亿,即 使 考 虑 春 节 因 素,环 比 降 幅 也 高 于 往 年。

图 4：商业汇票净承兑额和余额同比增速对比



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_13979

