



# 每周流动性观察

## 2月流动性环境将较为乐观

尽管公开市场上周有万亿货币政策工具到期，同时2月份税期临近也将对流动性形成一定的压力；但对于流动性能够形成正面影响的部分是春节后的现金回流，叠加超储率本身处于较高的基数水平，以及市场跨春节后流动性敞口仍不大，因此资金面整体维持宽松。

- 根据央行资产负债表所显示的情况，我们判断18年年末时超储率水平应当达到了2.3%-2.5%的高位。货币乘数在18年年末时为5.52，较17年年末时的5.25有所上升，但考虑到2018年人民银行执行了四次降准，而降准本身就应当提升货币乘数，这两者相比较货币乘数所上升的幅度偏低，显示信用扩张程度并不理想。由于2018年年末时点的超储率情况超出预期，因此19年1月的流动性供给水平本身非常充裕，由此预计2月超储率的水平还将保持在1.6%-1.8%这样一个偏高的位置上。
- 春节过后，将迎来现金回流对流动性的改善。节前人民银行通过降准、定向降准和TMLF所释放的流动性在当时用以对冲节前的取现压力，属于以长期限工具对冲短期流动性波动，因此节后随现金回流超储率中枢水平将有所上升。参照历史数据，预计2月大约有万亿左右的现金回流。
- 根据周五央行发布的金融数据，财政存款低于季节性仅增长5337亿，虽然最终对于流动性影响规模还需等待资产负债表的进一步印证，但大致规模不会相差太远，财政存款少增对于M2和流动性环境有一定的支撑，同时也反应当前财政政策较为积极。
- 本周市场对于央行12月末资产负债表中，其他资产的扩张颇为关注，具体进行了哪种操作在央行正式公布前无法准确推测。但结合负债端的变化看，基础货币在12月份大幅增加了25117.49亿，主要来自于年末的财政支出、央行增加逆回购投放和定向正回购到期等，但这三者合计投放基础货币的规模总计应在2万亿左右，因此我们认为是12月份其他资产科目的扩张应形成了基础货币和超额存款准备金的流动性投放。

### 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

zhuoju.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



## 目录

本周焦点：2月流动性环境将较为乐观.....	4
流动性展望：节后现金回流，资金面保持宽松.....	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：2月流动性环境将较为乐观

春节过后，对于流动性能够形成负面影响的仅为公开市场的货币政策工具到期。由于春节因素，2月缴税截止日期延后至月末，因此财政缴税与支出的错位期缩短，以当前财政的积极程度来看，2月份支出规模大概率将高于收入，对于流动性影响为正面。

对于流动性能够形成正面支撑的有如下几点因素：

根据央行资产负债表所显示的情况，我们判断18年年末时超储率水平应当达到了2.3%-2.5%的高位。货币乘数在18年年末时为5.52，较17年年末时的5.25有所上升，但考虑到2018年人民银行执行了四次降准，而降准本身就应当提升货币乘数，这两者相比较货币乘数所上升的幅度偏低，显示信用扩张程度并不理想。由于2018年年末时点的超储率情况超出预期，因此19年1月的流动性供给水平本身非常充裕，由此预计2月超储率的水平还将保持在1.6%-1.8%这样一个偏高的位置上。

春节过后，将迎来现金回流对流动性的改善。节前人民银行通过降准、定向降准和TMLF所释放的流动性在当时用以对冲节前的取现压力，属于以长期限工具对冲短期流动性波动，因此节后随现金回流超储率中枢水平将有所上升。参照历史数据，预计2月大约有万亿左右的现金回流。

根据周五央行发布的金融数据，财政存款低于季节性仅增长5337亿，虽然最终对于流动性影响规模还需等待资产负债表的进一步印证，但大致规模不会相差太远，财政存款少增对于M2和流动性环境有一定的支撑，同时也反应当前财政政策较为积极。

本周市场对于央行12月末资产负债表中，其他资产的扩张颇为关注，具体进行了哪种操作在央行正式公布前无法准确推测。但结合负债端的变化看，基础货币在12月份大幅增加了25117.49亿，主要来自于年末的财政支出、央行增加逆回购投放和定向正回购到期等，但这三者合计投放基础货币的规模总计应在2万亿左右，因此我们认为是12月份其他资产科目的扩张应形成了基础货币和超额存款准备金的流动性投放。

整体来说，春节过后2月份流动性压力不大，资金面仍将维持较为宽松的局面。

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	--	2.55	0
14天逆回购	(1800)	2.70	0
28天逆回购	(5000)	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	(3930)	3.30	--

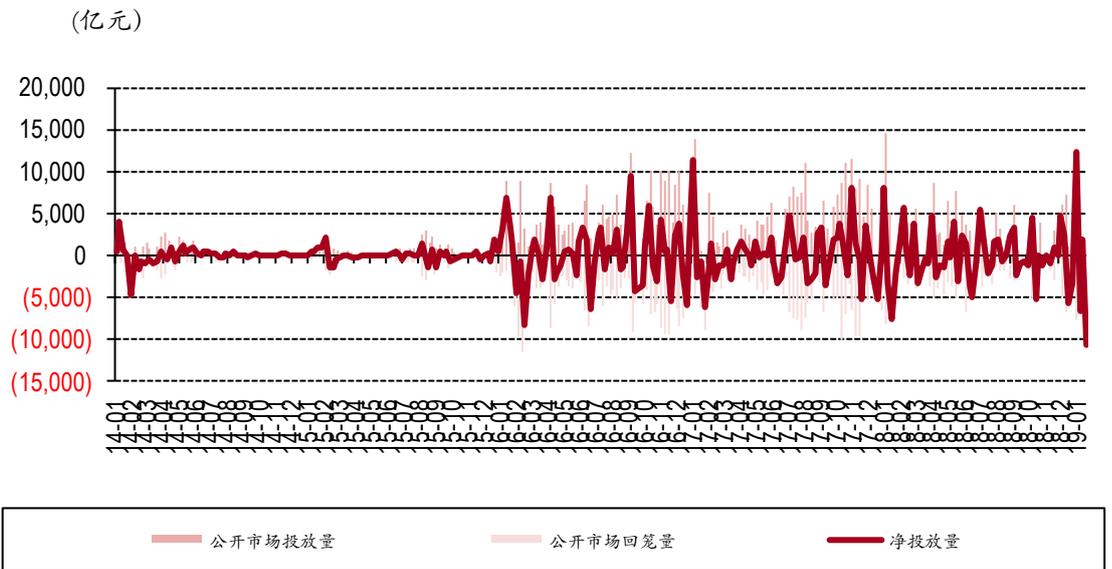
资料来源：万得，中银国际证券

## 流动性展望：节后现金回流，资金面保持宽松

上周公开市场有 6800 亿逆回购到期，未进行逆回购投放；MLF 有 3930 亿到期，根据一月份央行在降准时的表述，一季度 MLF 到期部分已经由降准进行置换；下周仅有 1000 亿国库现金定存到期。同业存单方面，上周发行 0 亿，到期 1098.3 亿，净融资-1098.3 亿，下周有 2634.9 亿存单到期。

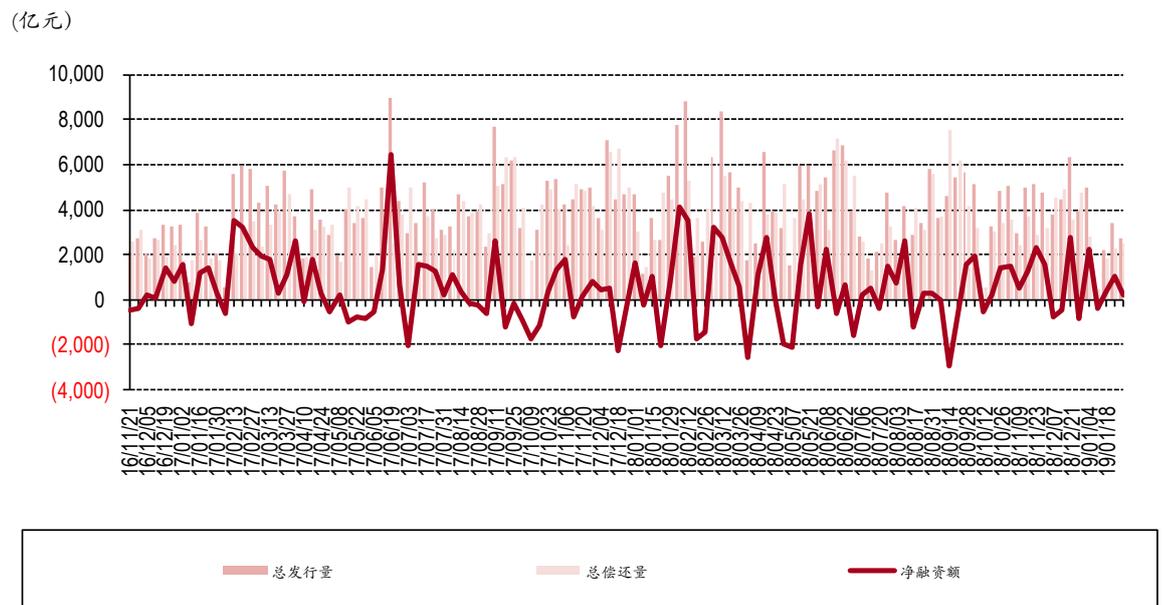
尽管公开市场上周有万亿货币政策工具到期，同时 2 月份税期临近也将对流动性形成一定的压力；但对于流能够形成正面影响的部分是春节后的现金回流，叠加超储率本身处于较高的基数水平，以及市场跨春节后流动性敞口仍不大，因此资金面整体维持宽松。

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

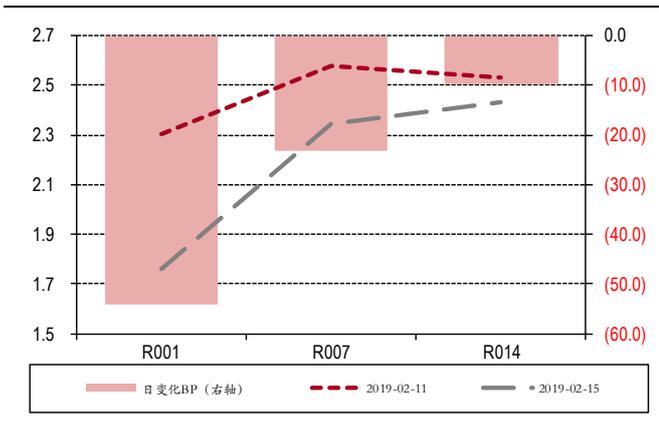


资料来源：万得，中银国际证券

## 资金利率

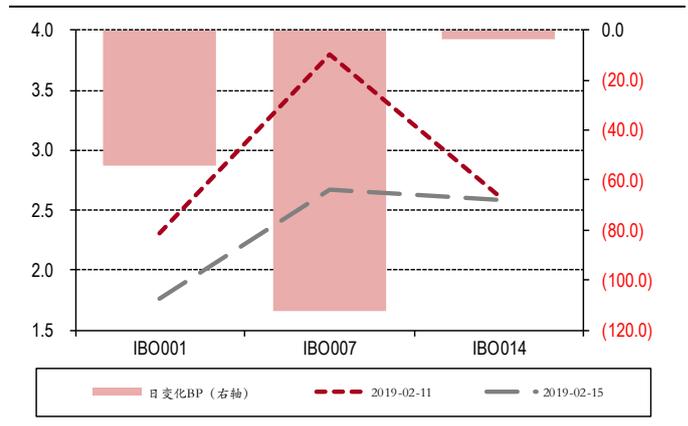
银行间市场隔夜回购利率收 1.76%，下行 54.09BP；7 天回购利率收 2.35%，下行 23.12BP；14 天回购利率收 2.43%，下行 9.83BP；shibor 利率 1M 期下行 8.7BP 在 2.70%，3M 期利率下行 9.60BP 在 2.80%；3 个月同业存单利率下行 13.67BP 在 2.66%，珠三角票据融资利率下行 25BP 在 3.15%。

图表 5. 质押回购



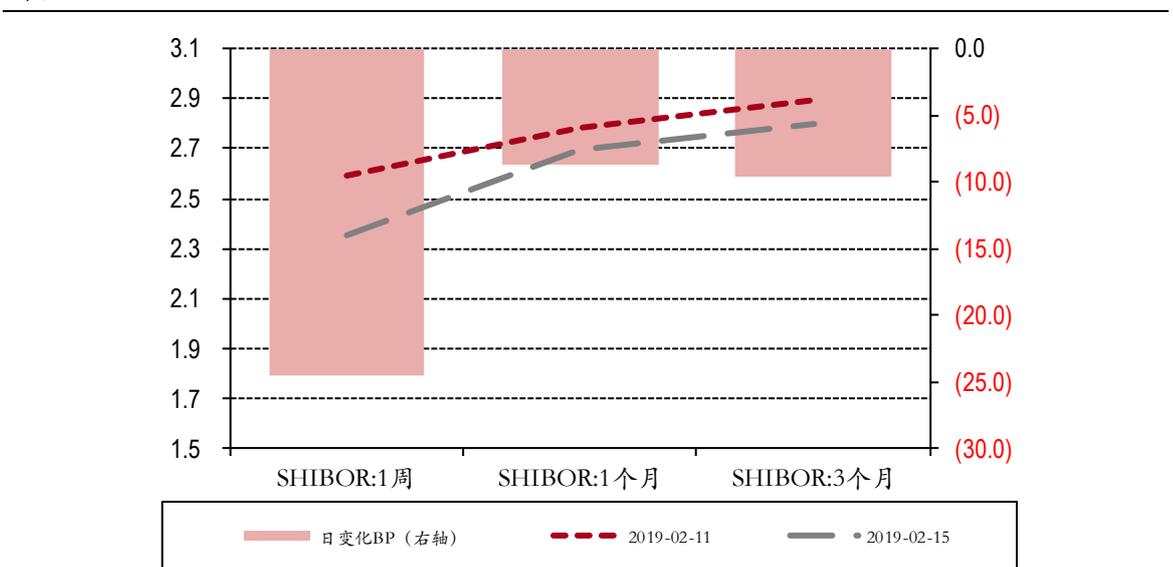
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



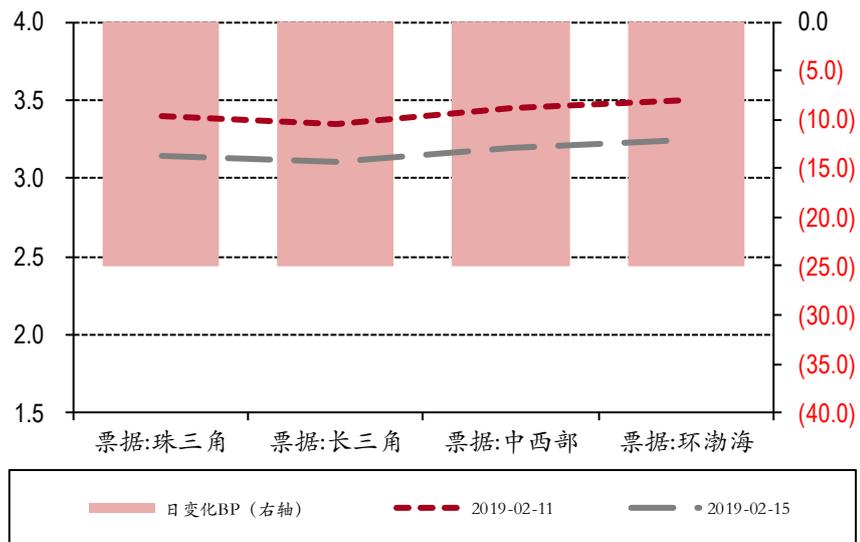
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



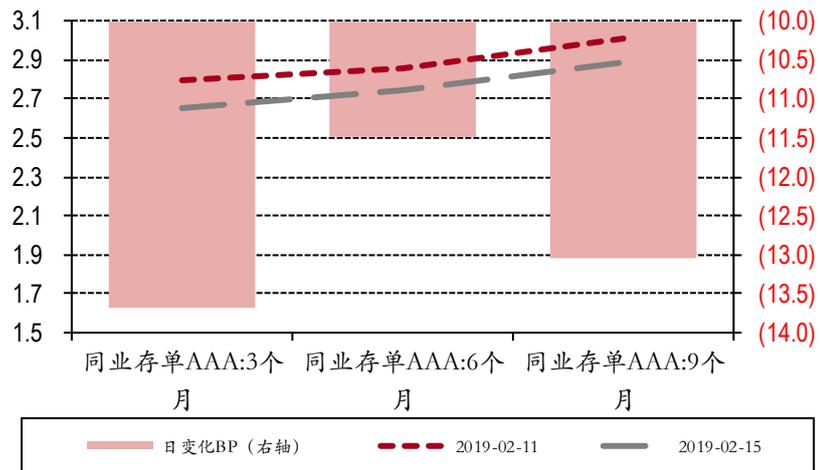
资料来源：万得，中银国际证券

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\\_14201](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_14201)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn