



东兴证券
DONGXING SECURITIES

资金利率波动或降低

——2021年3月货币市场流动性前瞻

2021年03月03日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

主要观点：

受疫情和“就地过年”影响，居民取现需求低于往年，春节流动性压力有所缓解，2月央行秉持“节前不大放，节后不大收”的原则开展公开市场操作，除中旬常规MLF操作、节前14天逆回购投放跨节资金外，2月央行公开市场操作多以7天期逆回购操作为主；货币市场流动性预期逐渐从去年底“永煤”事件后的偏宽松模式调至常态，2月银行间各期限资金利率逐渐回落，但利率中枢依然高于20年12月，除个别交易日外，隔夜回购利率基本低于2%，**2月资金利率波动幅度有所降低，或受益于稳定的央行操作和市场预期。**

2月同业存单利率中枢较上月有所回升，尤其是3月期以上存单；年初信贷投放集中，结构性存款压降压力缓解，1月银行负债端压力有所缓解，同业存单发行利率回落，但随着实体经济继续复苏，PPI回正，贷款利率继续回升，银行负债利率上升压力较大，同业存单利率易上难下；此外3月同业存单到期量较大，也对NCD发行利率形成支撑。

展望3月资金利率或延续紧平衡，波动幅度降低；流通中现金、财政收入等因素难以对银行间资金流动性形成较大扰动，3月两会定调2021年财政政策基调，政府债发行节奏或对资金利率走势形成扰动，但考虑到21年经济复苏背景下，财政政策逆周期的必要性减弱，财政赤字扩张幅度有限，政府债发行对银行间流动性的挤出效应有限；2月央行呼吁市场更加关注资金利率变化而非公开市场投放量指标，在价格型调控思路下，市场预期更为稳定，资金利率波动幅度或降低；海内外经济共振复苏，疫苗接种率提升，疫情防控效果显现，当前我国央行货币政策操作更具定力，将继续回归常态化，货币政策目标也将继续在“稳增长”和“防风险”间取得平衡，当前货币政策不具备边际收紧的宏观经济基础。此外，实体经济渐近复苏，同时受基数影响，PPI回升压力较大，实体信贷需求不弱，银行间流动性紧平衡的概率较大，后续关注PPI同比回升对资金利率和债市的约束。

风险提示：海外疫情控制超预期，央行货币政策边际收紧。

1. 2月流动性概述

受疫情和“就地过年”影响，居民取现需求低于往年，春节流动性压力有所缓解，2月央行秉持“节前不大放，节后不大收”的原则开展公开市场操作，除中旬常规MLF操作、节前14天逆回购投放跨节资金外，2月央行公开市场操作多以7天期逆回购操作为主；货币市场流动性预期逐渐从去年底“永煤”事件后的偏宽松模式调至常态，2月银行间各期限资金利率逐渐回落，但利率中枢依然高于20年12月，除个别交易日外，隔夜回购利率基本低于2%，2月资金利率波动幅度有所降低，或受益于稳定的央行操作和市场预期。

2月同业存单利率中枢较上月有所回升，尤其是3月期以上存单；年初信贷投放集中，结构性存款压降压力缓解，1月银行负债端压力有所缓解，同业存单发行利率回落，但随着实体经济继续复苏，PPI回正，贷款利率继续回升，银行负债利率上升压力较大，同业存单利率易上难下；此外3月同业存单到期量较大，也对NCD发行利率形成支撑。

2. 3月资金利率趋于平稳

展望3月，决定银行间资金来源与使用的因素影响趋弱，资金利率或将维持紧平衡。

债券发行：和往年不同，今年财政部并未提前下达新增专项债额度，前两月债券发行并未对资金利率形成干扰，3月随着两会召开，21年财政政策定调，国债和地方政府债券发行也将陆续展开，可能会对银行间流动性形成干扰，但从今年财政政策回归常态，政府债券发行额度相对有限，难对资金和债市利率形成持续干扰。

财政支出：一般3月财政支出较大，央行财政存款资金回流至银行，对银行间资金面形成支撑，但2021年财政政策逆周期调控的必要性持续降低，财政支出大幅扩大的概率较低，财政资金对银行间流动性的支撑预计有限。

流通中现金：受疫情影响，2020年居民面临外部不确定性较强，持有现金量较大，表现为疫情后M0同比的高增长，而随着疫苗铺开，海内外疫情影响消退，居民持有现金需求和意愿持续减少，直至回归疫情前水平，因此我们认为即使就地过年导致居民提现数量有限，但后续现金回流至银行的过程仍然不可逆，可能对银行间流动性形成支撑。

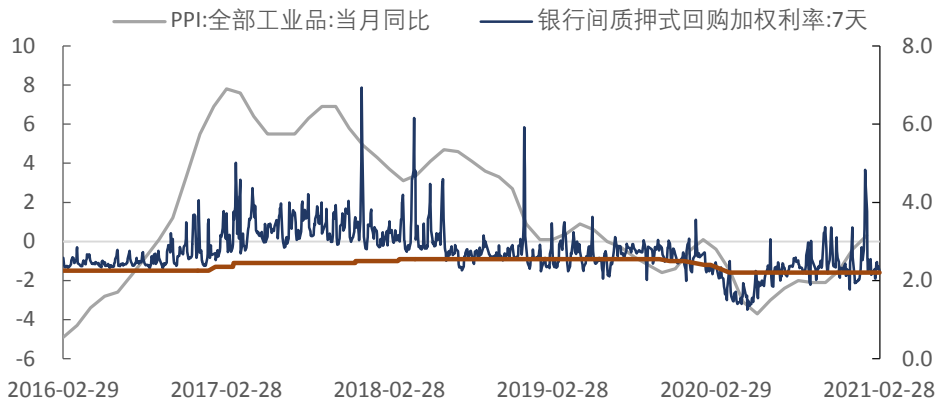
公开市场操作：节前金融时报发文引导市场减少对公开市场操作投放量的关注，更加关注资金利率波动；与数量型调控方式不同，价格调控下资金利率的波动性降低，央行使用短期限逆回购工具进行精准调控的概率也较高，央行动态的资金投放规律比短期的资金投放量更为重要，3月央行或将进一步引导资金利率围绕政策利率波动。

3. PPI回升，资金面压力加大

节后受疫情控制和海外经济复苏影响，大宗商品持续涨价，上游采掘工业价格的上涨逐渐向中游、下游甚至生活资料传导，虽然2月制造业PMI数据有所回落，但从各项高频数据看国内工业生产并未出现明显疲弱的迹象，海外方面，随着疫苗接种率提升，主要发达国家疫情控制取得一定成效，这在一定程度上强化了实体经济和需求复苏的预期，从而再次拉动以铜和原油为代表的大宗商品价格上涨；国内出口、制造业与工业的高景气度延续，企业的加库存意愿较强，实体信贷需求不弱，从而导致银行间市场流动性趋紧，在政策利率

不变前提下，资金利率也面临小幅回升的压力。因此 2021 年上半年随着 PPI 同比增速不断回升，资金利率或一定程度上承压，资金面紧平衡的程度受 PPI 回升幅度与持续时间影响。

图1：攀升的 PPI 与资金利率压力



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 3月资金利率走势展望

展望 3 月资金利率或延续紧平衡，波动幅度降低；流通中现金、财政收入等因素难以对银行间资金流动性形成较大扰动，3 月两会定调 2021 年财政政策基调，政府债发行节奏或对资金利率走势形成扰动，但考虑到 21 年经济复苏背景下，财政政策逆周期的必要性减弱，财政赤字扩张幅度有限，政府债发行对银行间流动性的挤出效应有限；2 月央行呼吁市场更加关注资金利率变化而非公开市场投放量指标，在价格型调控思路下，市场预期更为稳定，资金利率波动幅度或降低；同时海内外经济共振复苏，疫苗接种率提升，疫情防控效果显现，当前我国央行货币政策操作更具定力，将继续回归常态化，货币政策目标也将继续在“稳增长”和“防风险”间取得平衡，当前货币政策不具备边际收紧的宏观经济基础。此外，实体经济渐近复苏，同时受基数影响，PPI 回升压力较大，实体信贷需求不弱，银行间流动性紧平衡的概率较大，后续关注 PPI 同比回升对资金利率和债市的约束。

5. 风险提示

海外疫情控制超预期，央行货币政策边际收紧。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	东兴宏观：资金面回归紧平衡——2021年2月流动性前瞻	2021-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：外需保持强劲，内需出现起色。	2021-01-14
宏观普通报告	东兴宏观：信贷扩张继续放缓——2020年12月金融数据点评	2021-01-13
宏观普通报告	东兴宏观：年初资金延续宽松——2021年1月货币市场流动性前瞻	2021-01-08
宏观深度报告	东兴宏观：行稳致远，进而有为——2021年国内外宏观经济形势展望	2020-12-11
宏观普通报告	东兴宏观：社融见顶——2020年11月金融数据点评	2020-12-10
宏观普通报告	东兴宏观：全球后疫情经济复苏刺激出口	2020-12-07
宏观普通报告	东兴宏观：流动性波动加大——2020年12月货币市场流动性前瞻	2020-12-02
宏观普通报告	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020年10月金融数据点评	2020-11-12
宏观普通报告	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点——2020年10月金融数据点评	2020-11-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

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_17755

