

证券研究报告 / 宏观数据

预计3月流动性环境友好

---2月流动性观察及3月展望

报告摘要:

整体来看,3月份受益于现金回流以及月末财政支出的利好影响,全月银行间流动性环境友好,对债市短端利率构成利好。考虑到央行维护资金面不缺不溢的态度,预计公开市场操作力度相应削减。具体来看,3月预计新增财政存款-5000亿元左右、M0及库存现金减少6000亿元、货币政策工具到期1800亿元、银行缴准增加3800亿元、外汇占款小幅波动,银行间流动性共计增加5400亿元左右。

货币市场:2月央行共投放资金10350亿元,到期13490亿元,净回笼3140亿元。经历1月末银行间小型“钱荒”后,2月份资金面波动性有所下降,主要扰动因素在于春节前期的取现需求,今年就地过年效应也降低了其扰动效应。相应的央行并未采取临时性流动性措施,仅以MLF等量续作+14天逆回购投放方式进行资金面呵护。2月当月央行公开市场操作整体处于净回笼状态,隔夜利率中枢保持在1.9%左右的高位,仍与1月份相当;同业存单利率也保持在MLF利率上方;而对应DR007资金利率却逐步稳定在2.2%附近。整体来看,资金面仍然是不缺不溢的紧平衡状态。

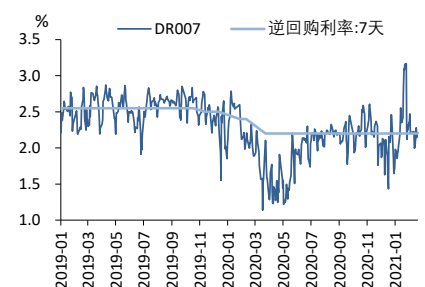
实体流动性:2月票据转贴现利率持续上行,直至最后一周出现大幅回落。可能与2月下旬资金面相对宽松,以及票据融资需求减弱有关。全月来看,6个月国股银票转贴现利率较上月下行25.61BP至3.31%,与同期限存单利率仍然保持倒挂。信用利差方面,2月中票利率先上后下,中枢小幅上移。1年及3年期中票上行幅度略高于同期限国债,对应信用利差小幅走阔,而5年期信用利差小幅收窄。

债市流动性:一级市场来看,受春节假期以及地方债额度暂未下达等因素影响,2月利率债净融资规模断崖式下降。但同业存单发行规模大幅上升,净供给大幅增加。受资金面回归正常化影响,短端利率有所回落。而通胀预期升温,叠加美债收益率快速攀升等因素,中长端利率小幅上行。截至2月28日,1年期国债利率当月下行7.6BP至2.60%,10年期国债利率当月分别上行10.1BP至3.28%。

股市流动性:2月资金供给走弱,资金需求同步回落。资金供给方面,2月杠杆资金流入-21亿(环比-656亿)、北向资金净流入412亿(环比+13亿)、新发偏股型基金+2456亿(环比-2044亿);资金需求方面,股市募资+993亿(环比-111亿),限售股解禁+5084亿(环比+1093亿),净减持+449亿(环比-75亿)。

风险提示:海外疫情持续反复,宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《企业经营预期加强,制造业景气度延续扩张》

--20210301

《鲍威尔讲话未阻美债跌势,利率上升速度或将趋缓》

--20210301

《2021年两会要点前瞻》

--20210228

《“就地过年”将为一二月出口提供9%以上的增量》

--20210226

《下旬资金面有望保持相对宽松》

--20210222

证券分析师: 沈新风

执业证书编号: S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

研究助理: 刘星辰

执业证书编号: S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1.	3 月银行间流动性展望	4
1.1.	财政存款：预计减少 5000 亿元左右	4
1.2.	M0、库存现金：预计减少 6000 亿元	4
1.3.	货币政策工具：到期 1800 亿元	4
1.4.	银行缴准：增加约 3800 亿元	4
1.5.	外汇占款：小幅波动	5
2.	货币市场：资金面维持紧平衡，各期限利率回落	6
2.1.	公开市场操作：央行持续净回笼，资金面回归常态化	7
2.2.	资金利率：各期限利率回归正常区间，隔夜利率中枢上移	7
3.	实体流动性：票据利率先上后下，中短期信用利差小幅走阔	8
3.1.	票据&理财：月末票据利率大幅回落，各期限理财收益率出现分化	8
3.2.	信用利差：中票利率小幅上行，中短期信用利差小幅走阔	9
4.	债市流动性：利率债供给压力较小，国债收益率陡峭上行	10
4.1.	一级市场：利率债净融资规模大幅下降，同业存单融资规模回升	10
4.2.	二级市场：利率债成交降温，各期限国债收益走势分化	11
5.	股市流动性：资金供给走弱，资金需求同步回落	12
5.1.	资金供给：杠杆及机构资金贡献走弱，北向资金月末转为净流出	12
5.2.	资金需求：股市募资及净减持规模下降，解禁规模小幅上升	13
6.	海外：美元指数低位徘徊，10 年期美债利率大幅上行	14
6.1.	汇率：美元指数保持在 90 附近，人民币汇率相对平稳	14
6.2.	债市：美日德国债 10 年期利率飙升，中美利差大幅收窄	15

图表目录

图 1:	财政存款季节性走势	5
图 2:	2017 年以来政府债券净融资情况	5
图 3:	M0 及库存现金环比变动值	5
图 4:	公开市场操作到期情况	5
图 5:	2015 年以来新增人民币存款缴准基数	6
图 6:	2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况	6
图 7:	2 月公开市场操作与到期情况	7
图 8:	同业存单利率始终保持在 MLF 利率上方	7
图 9:	隔夜利率大幅回落至正常水准	8
图 10:	DR007 回落至逆回购利率附近	8
图 11:	2 月 SHIBOR 利率长短端小幅分化	8
图 12:	1 个月同业存单利率明显下行	8

图 13: 票据转贴现利率先上后下, 波动加大	9
图 14: 各期限理财收益率出现分化	9
图 15: 2 月中票利率小幅上行	9
图 16: 各期限中票信用利差分化	9
图 17: 2 月利率债发行规模下降	10
图 18: 2 月利率债净融资规模大幅回落	10
图 19: 2 月同业存单发行规模大幅上升	10
图 20: 2 月 1M 同业存单发行利率大幅下行	10
图 21: 利率债成交量环比下降	11
图 22: 同业存单成交量环比回落	11
图 23: 长短端国债利率走势分化	11
图 24: 国债收益率曲线陡峭上行	11
图 25: 2 月融资买入额回落	12
图 26: 2 月杠杆资金保持相对稳定	12
图 27: 2 月北向资金流入规模保持稳定	12
图 28: 2 月机构资金流入规模回落明显	12
图 29: 2 月股票市场募资规模持续下降	13
图 30: 2 月限售股解禁规模小幅上升	13
图 31: 2 月重要股东净减持规模小幅下降	13
图 32: 人民币汇率保持稳定	14
图 33: 美元指数低位徘徊	14
图 34: 2 月美债收益率曲线大幅抬升	15
图 35: 2 月 10 年期中美利差大幅回落	15
图 36: 10 年期德国国债利率大幅上行	15
图 37: 10 年期日本国债利率大幅上行	15
 表 1: 2 月国内货币政策回顾	 6
表 2: 2 月海外政策新闻回顾	14

1. 3月银行间流动性展望

从财政存款、货币政策工具到期、外汇占款、M0 和库存现金、银行缴准五个方面来看，3 月预计新增财政存款-5000 亿元左右、M0 及库存现金减少 6000 亿元、货币政策工具到期 1800 亿元、银行缴准增加 3800 亿元、外汇占款小幅波动，银行间流动性增加 5400 亿元左右。

整体来看，3 月份受益于现金回流以及月末财政支出的利好影响，全月银行间流动性较 2 月份继续改善。相应的，考虑到央行维护资金面不缺不溢的态度，预计公开市场操作力度相应削减。

1.1. 财政存款：预计减少 5000 亿元左右

财政存款的变动主要由财政收支（公共财政收支以及政府性基金收支）、政府债券发行偿还影响。一般来说，季末正值财政集中支出时点，财政存款大幅减少，表现为银行间流动性增加。2015-2019 年 3 月新增财政存款均值为-4889 亿元，2020 年同期为-7353 亿元。

预计 3 月财政存款为-5000 亿元左右。首先从财政收支表现来看，1 月份新增财政存款高达 11700 亿元，远超过去 5 年不足 6000 亿元的均值，这与今年财政支出偏慢有较大关联。但考虑到春节假期和天气影响结束，节后企业开工陆续加快，财政资金滞留的情况或将有所缓解，暂且假设 3 月财政投放力度接近正常年份；另一方面，从政府债券发行角度来看，3 月份国债、地方债到期量偏高，新增地方债待两会后才会陆续兑现，预计政府债券发行缴款对财政资金的增量贡献弱于去年同期。

1.2. M0、库存现金：预计减少 6000 亿元

一般来说，1-2 月为 M0 和库存现金大幅增加时期，对应节前取现效应，3 月随着资金回流，M0 和库存现金也出现明显回落。受就地过年效应影响，今年春节取现资金规模低于往年，对应的节后资金回流规模也将低于往年同期。我们以春节时点相近的年份作为参照，2013、2016、2018 年份，1-3 月 M0 和库存现金均值分别为 7389 亿元、2506 亿元、-8384 亿元。而今年 1 月份，M0 和库存现金为 6011 亿元，低于往年 1 月份表现，那么我们相应调升 3 月 M0 和库存现金预测，预计为-6000 亿元左右，向银行间补充流动性。

1.3. 货币政策工具：到期 1800 亿元

3 月仅有 1800 亿元公开市场操作到期，整体到期量较小。3 月 1 日-5 日共有 800 亿元逆回购到期，3 月 16 日有 1000 亿元 MLF 到期。

1.4. 银行缴准：增加约 3800 亿元

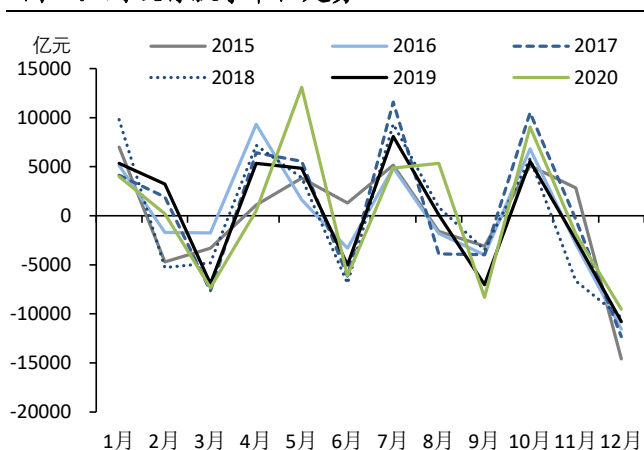
通常来看，一季度中，1 月和 3 月往往是银行集中放贷的月份。从扣除非银存款的新增人民币存款口径来看，2015-2019 年间，3 月份新增银行存款平均为 24097 亿

元，2020年同期为55938亿元。考虑到今年整体信用环境相对收敛，尤其是1月以来，银行房贷投放的监管力度加强，我们暂且假设估计今年3月份贷款投放额度介于15-19年均值与2020年之间，即3月份用于缴准的新增存款规模为40000亿元左右。若按照9.4%的存款准备金率来估算，**预计3月缴准规模近3800亿元左右，向市场回笼流动性增加。**

1.5. 外汇占款：小幅波动

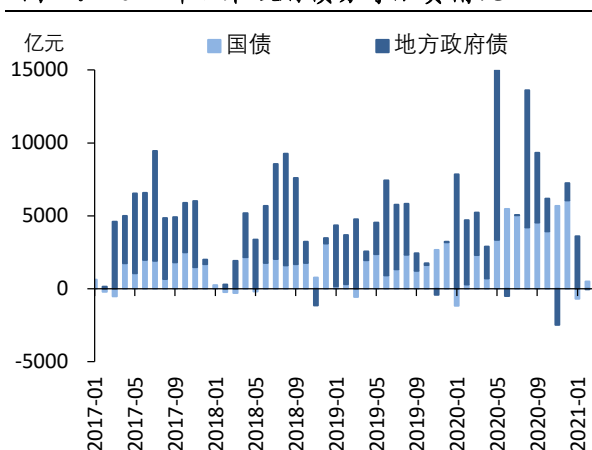
1月份，外汇占款小幅增长92亿元，这与银行结售汇差额及境内银行代客涉外收付款差额连续2个月出现明显增长有一定关联。表现为企业结售汇意愿的加强，银行购汇规模增长，央行相应购买一部分外汇。但目前来看，**央行通过外汇占款释放流动性的空间仍有待观察。**一是，结售汇顺差大幅增加有季节性因素。春节前企业资金需求增加，在外贸活动活跃的背景下，贸易项下收结汇比较集中，是形成顺差的主要来源。二是，1月份企业结汇意愿有所回落，而购汇意愿环比上升。1月份结汇率（客户向银行卖出外汇/客户涉外外汇收入）环比下降6个百分点至65%，1月份售汇率（客户从银行买汇/客户涉外外汇支出）上升2个百分点至62%。

图 1：财政存款季节性走势



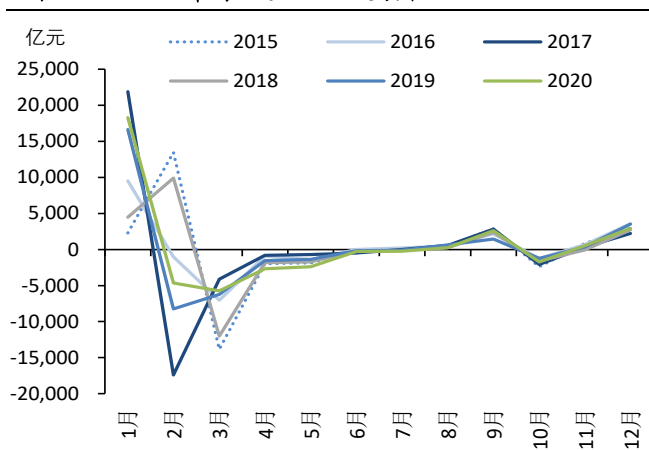
数据来源：东北证券，Wind

图 2：2017 年以来政府债券净融资情况



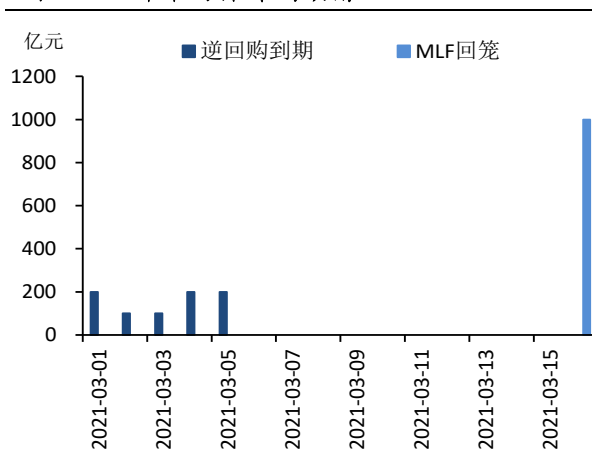
数据来源：东北证券，Wind

图 3：M0 及库存现金环比变动值



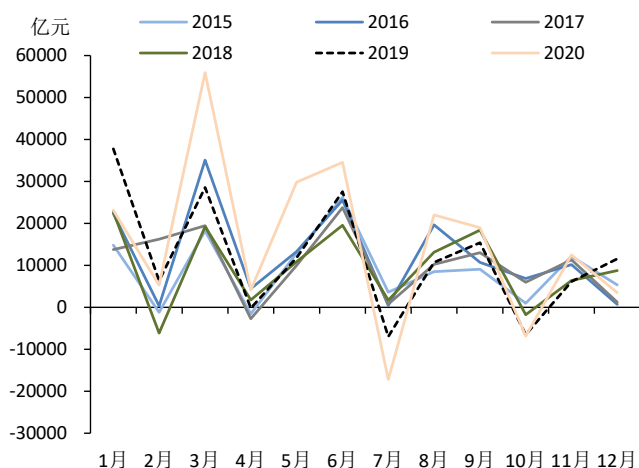
数据来源：东北证券，Wind

图 4：公开市场操作到期情况



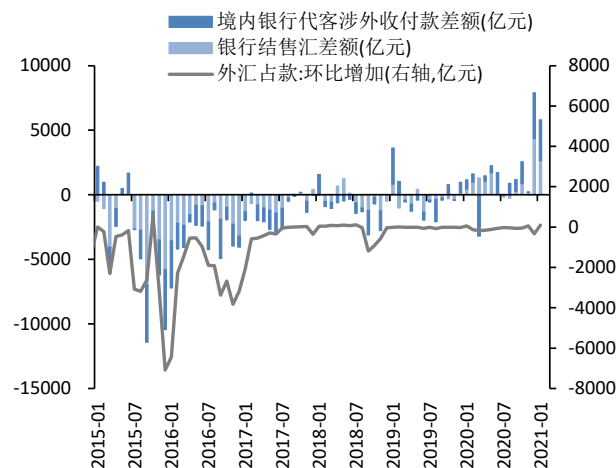
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 2015 年以来新增人民币存款缴准基数



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2018 年以来外汇占款与跨境资本流动情况



数据来源: 东北证券, Wind

2. 货币市场: 资金面维持紧平衡, 各期限利率回落

表 1: 2 月国内货币政策回顾

时间	内容
2 月 3 日	中国人民银行发表工作论文《舆论影响力、适应性学习与货币政策有效性——基于公众预期管理的视角》，文章主要结论如下：一是央行沟通的有效性不仅受到央行信息披露的影响，还与公众的“学习”能力有关。二是央行信息发布能够降低媒体信息噪声对预期的影响，且央行沟通对产出波动的平抑效果优于通胀，实体经济学习能力高度依赖央行沟通。三是央行信息沟通对公众预期影响时滞更短，且影响程度更大，媒体信息也能够对公众预期起到引导作用，但短期存在扰动、降低公众学习能力的负面影响因素。四是未配合央行有效沟通的数据公开可能削弱预期引导效果。
2 月 8 日	中国人民银行发布《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，完善货币供应调控机制，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用，构建金融有效支持实体经济的体制机制。巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。
2 月 26 日	中共中央政治局召开会议，讨论“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要草案和政府工作报告。会议强调，实现今年经济社会发展目标任务，要更好统筹疫情防控和经济社会发展，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性；积极的财政政策要提质增效、更可持续；稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。

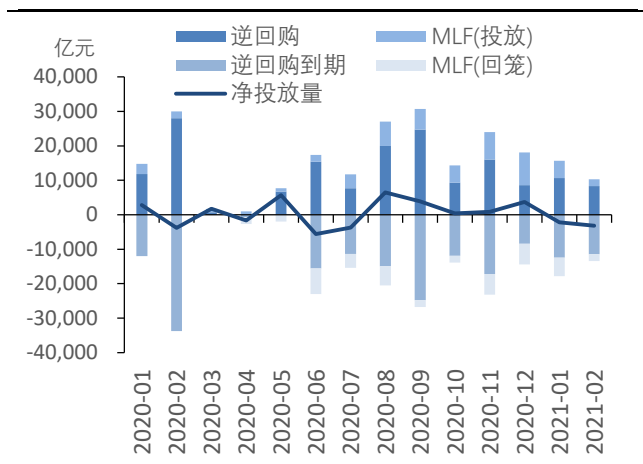
数据来源: 东北证券, 公开资料整理

2.1. 公开市场操作：央行持续净回笼，资金面回归常态化

上月(2月1日-2月28日)，央行共投放资金10350亿元，到期13490亿元，净回笼3140亿元。其中，3140亿元全部逆回购净回笼，2000亿元MLF选择等量续作。

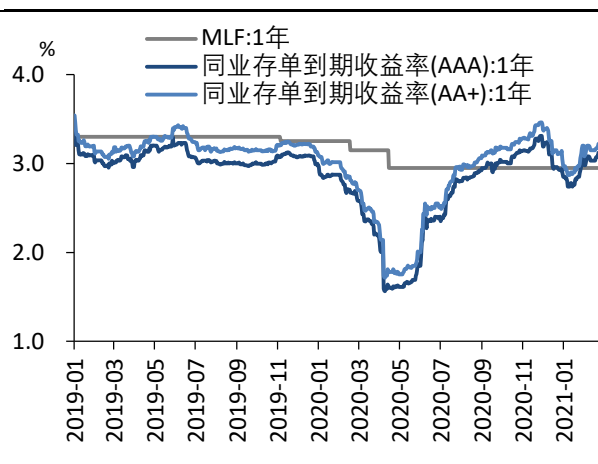
经历1月末银行间小型“钱荒”后，2月份资金面波动性有所下降，主要扰动因素在于春节前期的取现需求，今年就地过年效应也降低了其扰动效应。相应的央行并未采取临时性流动性措施，仅以MLF等量续作+14天逆回购投放方式进行资金面维护。2月当月央行公开市场操作整体处于净回笼状态，隔夜利率中枢保持在1.9%左右的高位，仍与1月份相当，同业存单利率也保持在MLF利率上方。然而对应DR007资金利率却逐步稳定在2.2%附近。整体来看，资金面仍然是不缺不溢的紧平衡状态。

图7：2月公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图8：同业存单利率始终保持在MLF利率上方



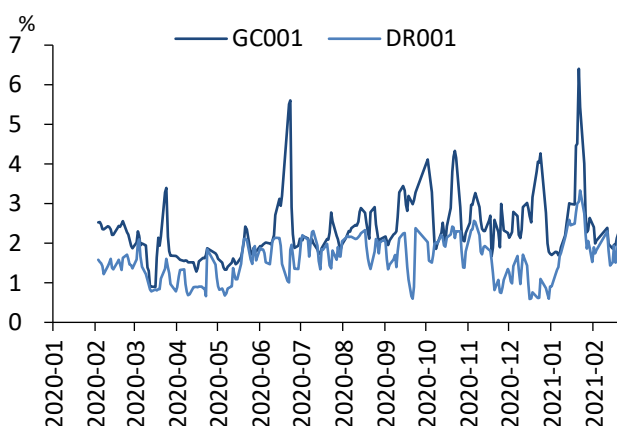
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：各期限利率回归正常区间，隔夜利率中枢上移

2月份，资金价格快速回调，重新回归正常区间。其中，2月份DR007的自1月份高点快速回落后，围绕逆回购利率小幅震荡，可见虽然春节效应对银行间流动性产生了一定压力，但是资金面总体依然处于不紧不溢的紧平衡状态。截至2月28日，DR001大幅下行121.94BP至2.1140%，GC001大幅下行319.90BP至2.2320%，R007大幅下行202.63BP至2.3667%，DR007较上月末大幅下行94.52BP至2.2135%，银行间流动性分层情况明显得到缓解。

中长端利率继续抬升，短端利率小幅回落。但二者走势小幅分化。1M SHIBOR较上月末下行11.30BP至2.7190%，3M SHIBOR较上月末上行6.80BP至2.8330%。各期限同业存单利率同步下行，其中1个月同业存单利率下调幅度最大。截至2月28日，1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率分别为1.9999%、2.6503%、2.8062%，较上月末分别下行145.00BP、41.94BP、26.41BP。

图 9: 隔夜利率大幅回落至正常水准



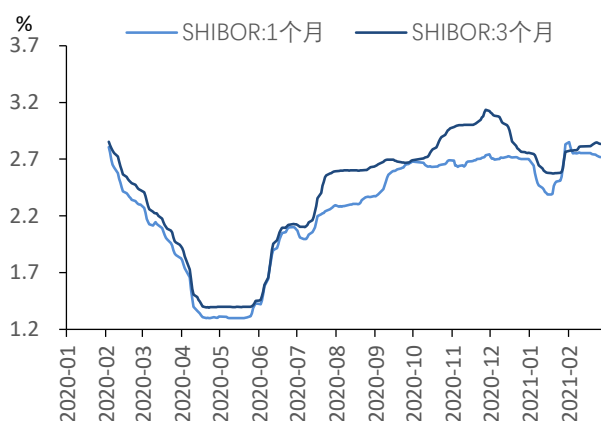
数据来源: 东北证券, Wind

图 10: DR007 回落至逆回购利率附近



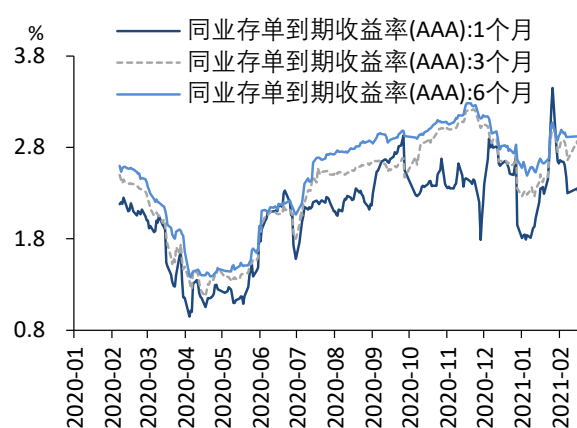
数据来源: 东北证券, Wind

图 11: 2 月 SHIBOR 利率长短端小幅分化



数据来源: 东北证券, Wind

图 12: 1 个月同业存单利率明显下行



数据来源: 东北证券, Wind

3. 实体流动性: 票据利率先上后下, 中短期信用利差小幅走阔

3.1. 票据&理财: 月末票据利率大幅回落, 各期限理财收益率出现分化

2 月票据转贴现利率持续上行, 2 月最后一周出现大幅回落。截至 2 月 28 日, 6 个

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_17819

