

2022年03月01日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

# 2月资金面底部修复，周期成内外资共识

——流动性周报

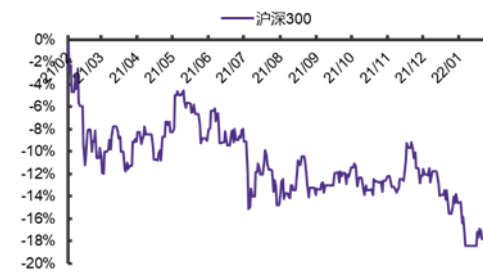
## 投资要点

署名分析师：谭倩  
执业证书编号：S1050521120005  
邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

分析师：纪翔  
执业证书编号：S1050521110004  
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹  
执业证书编号：S1050121110002  
邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 《从刺激政策看稳增长主线》20220110
- 《非对称降息的五大信号》20220120
- 《美联储货币正常化提速：最快3月加息，6月缩表》20220128
- 《俄乌战争硝烟弥漫，避险资产闻风而动》20220228

### 宏观流动性

#### 中国货币

**货币量方面：**2月末政府债发行提速、春节后现金回流较慢叠加税期银行缴税走款，银行间资金面趋于收紧。央行小额高频、加量投放资金，呵护月末流动性，资金净投放量较前值大幅上升，维持流动性平稳跨月。本期实现资金净投放7600亿元，较前值环比上升11100亿元。

**货币价方面：**月末银行间流动性收紧，推动短期利率显著抬升，隔夜SHIBOR较前值上行12.1BP至2.23%，DR007较前值上行25.19BP至2.34%。央行加量逆回购，宽松预期延续，中长期利率平稳波动。

#### 全球货币

**货币量方面：**美联储加息步伐依然坚定，但预期力度将下降。虽然地缘政治风险加剧，但通货膨胀依然为美国主要问题，美联储加息的立场保持不变。但考虑到经济下行的压力和地缘政治风险等因素，加息力度或将下降，目前市场预期3月加息50BP的概率已经大幅降至24%，而加息25BP的概率上升至76%。

**货币价方面：**美国通货膨胀高烧不退，美联储保持加息态度，推动各期限国债收益率上升。美债2年期收益率2022年来快速走高，较年初的0.78%翻了一倍至1.55%，美10年期国债收益率缓慢走高，2-10期限利差进一步收窄，为2020年4月以来最平坦。期限利差的走平往往意味着市场对美国经济衰退的预期增强，快速收窄的利差加剧了市场对利率倒挂的忧虑。

### A股市场流动性

#### 资金供给端

本期内资再度发力助力A股走出独立行情，外资受到扰动因素加大流出，内外盘资金分化再度加大。2月资金供给端整体处于底部修复阶段。

#### 资金需求端

总体来看，当前资金需求仍处于低位，短期内对股市流动性施压较为有限。2月市场交易情绪处于低位，交易费用同步走低。

#### 行业资金流向

内资本期净流入行业较多，整体较为平稳；外资本期净流入行业与

净流出行业大致相当，额度上净流出明显高于净流入，外盘资金持保守观望态度。本期内外资均看好有色金属、化工等周期性行业，主要分歧点在于北向资金一反常态大幅减持银行、非银等价值股，而融资客对此态度并未有明显转向。值得注意的是，医疗生物板块近期以来首次获外资宽幅净流入。

## ■ 风险提示

经济加速下行，政策不及预期，疫情反复爆发。

## 正文目录

1、宏观流动性 .....	4
1.1、中国货币：银行间流动性收敛，央行加量逆回购 .....	4
1.2、全球货币：美联储加息立场不变，幅度减弱 .....	6
2、A股市场流动性 .....	7
2.1、资金供给端：内资再度发力，外资加速流出，内外盘分化加大 .....	7
2.2、资金需求端：2月资金需求仍处于低位，交易费用同步走低 .....	8
2.3、行业资金流向：内外资共同看好周期板块，非银金融、银行、电力设备等板块存在分歧.....	9
3、风险提示 .....	10

## 图表目录

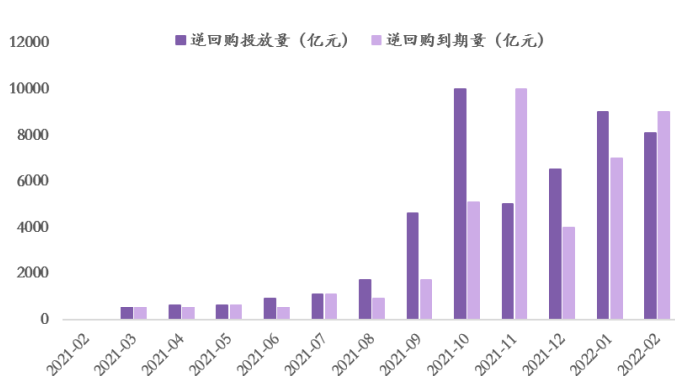
图表 1：春节影响下2月逆回购依然强势 .....	4
图表 2：2月MLF实现净投放，资金面合理充裕 .....	4
图表 3：货币市场量价速览 .....	5
图表 4：月度、周度流动性指标汇总 .....	6
图表 5：美国10年期与2年期期限利差收窄，短期加息预期明显 .....	7
图表 6：内外资分化加大，资金净流入有所回暖 .....	8
图表 7：北上资金表现不佳，医药生物获转净流出为净流入，银行和非银金融板块宽幅净流出.....	9
图表 8：杠杆资金情绪持续转暖，化工和有色金属获内资看好，电力设备连续两周位于净流出首位.	10
图表 9：ETF净流入小幅增加，大金融板块规模缩窄，宽基持续净流出 .....	10

# 1、宏观流动性

## 1.1、中国货币：银行间流动性收敛，央行加量逆回购

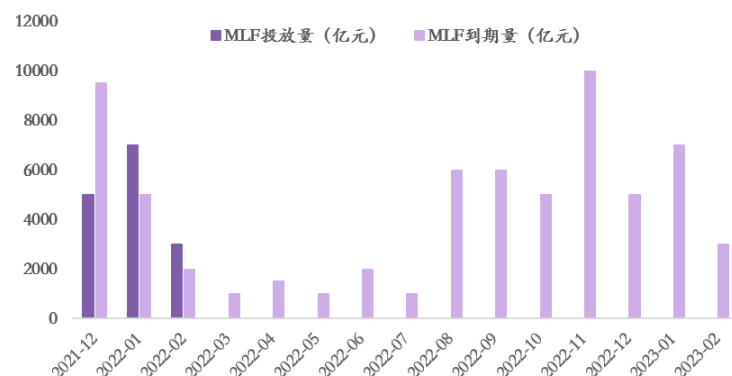
**货币量：央行小额高频、加量投放资金呵护月末流动性，资金净投放较前值大幅上升。**2月末税期银行缴税走款，且春节后现金回流较慢造成阶段性流动性趋紧，资金面趋于收敛。为呵护月末流动性，维持资金面合理充裕和经济稳定增长，央行于本期加量投放资金。从数据层面来看，本期央行投放逆回购8100亿元，对冲500亿元逆回购到期，实现净投放7600亿元，较前值环比上升10100亿元。其中，2月25日，央行以利率招标方式单日投放7天逆回购3000亿元，创2020年2月以来新高，逆回购投放力度再加码。本期央行未进行MLF投放，且无MLF到期。**总体上看**，本期对冲流动性趋紧局面，实现资金净投放7600亿元，资金净投放较前值大幅上升。目前来看，央行宽松货币政策发力呵护月末流动性，稳增长预期逐步落地。3月随着基建投资继续发力，货币需求进一步加大，有望继续保持偏宽松货币政策，维持资金面合理充裕。

图表 1：季节性影响下2月逆回购水平依然较高



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 2：年初2个月MLF均实现净投放，维护资金面合理充裕



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

**货币价：月末银行间流动性收紧，短期利率明显抬升，中期利率平稳波动，长期利率小幅上行。**春节后现金回流较慢，银行间流动性难以及时补充，政府债发行提速叠加税期银行缴税走款，银行间资金面趋于收紧，推动短期利率抬升。截止2月25日，隔夜SHIBOR较前值上行12.1BP至2.23%，DR007较前值上行25.19BP至2.34%，R007上行8.25BP至2.53%。中长期利率整体平稳波动，3个月SHIBOR下行2.6BP至2.37%，9个月SHIBOR下行1.7BP至2.51%。长期利率小幅上行，10年期国债到期收益率上行1.95BP至2.81%。

图表 3: 货币市场量价速览

一、公开市场操作+广义再贷款工具				
指标	方向	当期(亿元)	上期(亿元)	环比变动(亿元)
周度数据: 货币投放 (公开市场操作+MLF)				
逆回购	净投放	7600	-2500	10100 ↑
MLF	净投放	0	1000	-1000 ↓
货币投放合计	投放	8100	3500	4600 ↑
	回笼	500	5000	-4500 ↓
	净投放	7600	-3500	11100 ↑
月度数据: 货币投放 (公开市场操作+广义再贷款)				
逆回购	净投放	4000	1000	3000 ↑
国库现金定存	净投放	0	-700	700 ↑
SLF	净投放	-103.8	126.47	-230.27 ↓
MLF	净投放	2000	-4500	6500 ↑
PSL	净投放	-17	-161	144 ↑
二、货币派生				
指标	1月(%)	预测(%)	12月(%)	环比变动(%)
M0同比	18.50	N/A	7.70	10.8 ↑
M1同比	-1.90	N/A	3.50	-5.4 ↓
M2同比	9.80	0.00	9.00	0.8 ↑
三、新增社会融资和新增人民币贷款				
类别	指标	1月(亿元)	12月(亿元)	同比多增(亿元)
月度数据 (新增社会融资分项)				
表内融资	人民币贷款	41988	10350	4914 ↑
	外币贷款	1031	-649	-399 ↓
	新增表内融资合计	43019	9701	4515 ↑
表外融资	委托贷款	428	-416	194 ↑
	信托贷款	-680	-4553	95 ↑
	未贴现银行承兑汇票	4731	-1419	-968 ↓
	新增表外融资合计	4479	-6388	-679 ↓
直接融资及其他	企业债券融资	5799	2167	151 ↑
	非金融企业境内股票融资	1439	2075	-501 ↓
	政府债券	6026	11674	-959 ↓
	存款类金融机构资产支持证券	-214	618	373 ↑
	贷款核销	204	2726	522 ↑
	新增直接融资及其他合计	13264	15916	-1309 ↓
合计	新增社会融资规模	61726	23682	3352 ↑
金融机构: 新增人民币贷款分项				
合计	新增人民币贷款	39800	11300	28500 ↑
分类方式: 经济部门				
居民部门	短期贷款	1006	157	849 ↑
	中长期贷款	7424	3558	3866 ↑
	居民部门合计贷款	8430	3715	4715 ↑
企业部门	短期贷款	10100	-1054	11154 ↑
	中长期贷款	21000	3393	17607 ↑
	企业部门合计贷款	31100	2339	28761 ↑
非银行金融部门	非银部门贷款	-1417	553	-1970 ↓
分类方式: 贷款期限				
短期	短期贷款	11106	-897	12003 ↑
	票据融资	1788	4087	-2299 ↓
中长期	中长期贷款	28424	6951	21473 ↑

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 4：月度、周度流动性指标汇总

资金面	分类	指标	1月(环比变动)(亿元)	本周(环比变动)(亿元)
微观货币	资金供给	陆股通净流入	705 ↑	40 ↓
		公募基金发行	4 ↑	37 ↑
		货币投放合计	402 ↑	75 ↑
	资金需求	融资金额变动	297 ↓	97 ↑
		一级市场融资规模	1021 ↑	2 ↓
		产业资本增减持	6 ↓	49 ↓
宏观货币	基础货币	交易费用	114 ↑	22 ↑
		逆回购	8100 ↑	10100 ↑
		MLF	13195 ↓	0
	货币派生	货币投放合计	5095 ↓	11100 ↑
		M0同比 (%)	11 ↑	-
		M1同比 (%)	5 ↓	-
		M2同比 (%)	1 ↑	-
		新增社融 (亿元)	3352 ↑	-
		新增人民币贷款 (亿元)	28500 ↑	-
	货币价格	MLF中标利率	0	0
		DR007 (%)	0 ↓	0 ↑
		USDCNY即期汇率	0 ↑	4 ↑
全球货币	美联储总资产 (亿美元)	103025 ↑	-	
	美国M2季调同比 (%)	1 ↑	-	
	欧央行总资产 (亿欧元)	56204 ↑	-	
	日央行总资产 (亿日元)	1378468013 ↑	-	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

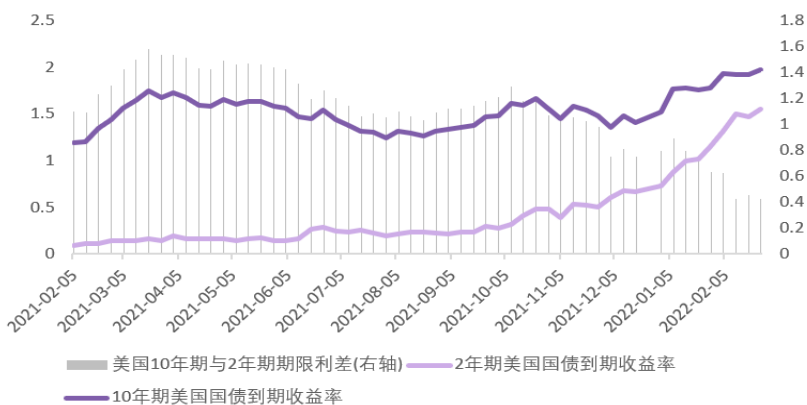
## 1.2、全球货币：美联储加息立场不变，幅度减弱

**货币量：美联储加息步伐坚定，但加息节奏趋缓。**美联储资产总规模（截至2月23日）较前值上升170.96亿美元至892.81万亿美元，维持增长态势。**美联储保持加息态度：**美联储官员在最新讲话中强调遏制通货膨胀的决心，相比于地缘政治风险，抑制通货膨胀为首要问题，且东欧局势恶化下，大宗商品价格阶段性上涨可能加剧全球通货膨胀压力，美联储加息步伐依然坚定。**加息节奏趋缓：**2月中旬以来，美联储加息提速预期逐渐降温，一方面，俄乌冲突影响全球原油、金属、农产品的供应，物流运输中断加剧供应链压力，加大全球通胀压力，美联储加息预期存在加紧的趋势；但另一方面，加息提速将会使全球政治经济环境恶劣的背景下，原本尚待修复的经济雪上加霜，美联储加息节奏进退两难。在可能引发经济“滞胀”的状况下，加息节奏对美联储货币政策产生很大的考验。综合目前全球宏观经济情况来，欧美经济下行的压力持续加大，特别是地缘政治风险尚未排除的情况下，美联储加息预期有所降温。2022年全年加息预期从接近175BP（7次）回落至接近137BP（5.5次），美联储3月加息50BP的概率已大幅降至24%，加息25BP的概率上升至76%。

**货币价：美国10年期与2年期期限利差进一步收窄，为2020年4月以来最平坦。**十年期美国国债到期收益率上行5BP至1.97%，延续总体上行趋势。前半周美债收益率缓慢走高盘中一度破2，随后俄乌冲突加剧，地缘政治风险盖过美国激进加息的预期，经济“滞胀”担忧加剧，叠加俄乌冲突悬而未决，避险情绪蔓延，美十债收益率冲高后下行。2年期美国国债收益率周内震荡上行8BP至1.55%，整体来看，今年以来美联储加息预期逐渐升温，带动短期美债收益率冲高，2年期期国债收益率较年初的0.78%翻了一

倍。加息预期带动投资者对经济增长的预期降温，长债收益率上行幅度相对较弱，期限利差逐步收窄，长短期国债收益率曲线为2020年4月以来最平坦。回顾历史，美债期限利差的收窄，往往意味着市场预期美国经济的走弱，一旦倒挂就是经济衰退的领先信号。快速收窄的期限利差，加剧了市场对收益率曲线倒挂的忧虑，但从目前的形势与政策来看，美国经济增速绝对水平较上年有所回落，但整体仍有韧性（就业与PMI数据表现较好），且目前美联储加息路径尚未出现更为激进的情况，曲线倒挂与经济衰退的情况尚需观察。

图表 5：美国 10 年期与 2 年期期限利差收窄，为 2020 年 4 月以来最平坦



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

## 2、A股市场流动性

### 2.1、资金供给端：内资再度发力，外资加速流出，内 外盘分化加大

本期内资再度发力助力A股走出独立行情，外资受到外部扰动因素加大流出，内外盘资金分化加大，综合2月资金供给的情况来看，整个资金面处于底部修复阶段。本期资金总供给231.8亿元，在前期回暖的基础上再度增加156.03亿元，市场底部修复信号较为明显。整个2月来看，受北上资金加速净流出影响，截至2月25日资金总供给日均值（22.66亿元）远低于1月资金日供给（52.26亿元），资金净流入量自12月以来（日均值107.95亿元）持续下降。

具体来看，公募基金发行、ETF净流入、融资余额变动均保持净流入，相对而言，北向资金净流出量继续增大。外资方面，受外部扰动因素影响，外资整体情绪略显低迷。当期北向资金净流出64.13亿元，较前值增加40.13亿元，主要由于俄乌地缘冲突加剧，北向资金避险情绪升温所导致。当月（截至2月25日）北向资金净流入19.33亿元，净流入量在1月缩量的基础上再度减少148.42亿元。综合来看外资的整体表现，外

资在2月第一周受益于季节性资金回流显著，情绪面有所缓和，随后由于俄乌冲突持续升级，资金情绪逐步降温，转而净流出，且呈现净流出逐渐扩大局面。内资方面，相较于外资，内资整体净流入情况较好，2月呈修复态势。融资余额变动呈现与北向资金相反的局面，净流入量再度走高至116亿元，环比增长158.81亿元。杠杆资金受益于国内稳增长预期落地，央行呵护市场流动性利好带动，在国际市场普遍低迷的态势下走出了独立行情。截至2月25日，本月杠杆资金总计净流入112.9亿元，周均净流入37.63亿元，与1月周均净流入相比大幅走高267.05亿元，资金情绪较前期宽幅净流出的态势有所改善。公募基金发行较前期也有所回暖，周度边际走高37.27亿元至78.87亿元，但与近一年均值311亿元仍有较大差距，目前资金仍处于低位。综合2月公募基金发行情况来看，主要受季节性因素影响，叠加前期市场持续下探，投资者信心不足，基金发行整体再度遇冷，总计净流入192.05亿元，周均净流入64.02亿元，与1月周均净流入相比走低189.33亿元。ETF资金一反前两周净流出的态势，本期净流入47.71亿元，短期内市场扰动因素较多，资金蛰伏等待时机入场。截至2月25日ETF净流入11.1亿元，周均净流入3.7亿元，较1月周均净流入大幅走低86.79亿元，ETF资金净流入口径缩窄在一定程度上也说明2月市场呈现一定修复的态势。

## 2.2、资金需求端：2月资金需求仍处于低位，交易费用同步走低

本期资金需求为204.67亿元，在前值下跌的基础上再度收缩29.43亿元，低于近半年均值（228.94亿元）。一级市场融资规模、产业资本减持规模均有所下降，交易费用回升，总体来看，资金需求仍处于低位，短期内对股市流动性施压较为有限。具体来看，一级市场融资小幅下跌2.13亿元至53.90亿元，连续四周下跌，远低于近一年均线（234亿元）；产业资本减持44.69亿元，较前值下跌48.97亿元；限售解禁市值在上期大幅走高后本期迅速回落1840.58亿元至均线（827亿元）附近；受本期A股放量成交，成交额重返万亿上方影响，交易费用同步走高21.68亿元至106.08亿元，突破近一年均线（99.28亿元），综合月度数据来看，日均交易额为9400亿元，较1月交易额10522亿元缩量走低，日均换手率为0.8%，较上期下行3BP，交易额及换手率均有所下降，交易情绪仍处于低位。

图表 6：内外资分化加大，资金净流入有所回暖

流动性指标	本期 (亿元)	前值 (亿元)	环比变化 (亿元)
-------	---------	---------	-----------

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\\_38939](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38939)

