

【摘要】国际方面，中美展开第三次贸易对话，双方在文本上进一步取得实质性进展。3 月美联储 FOMC 利率会议进一步转鸽派，2019 年暂停加息并逐步停止缩表，中美货币政策周期不同步的矛盾逐渐消除，国内货币政策空间进一步被打开，人民币汇率保持窄幅区间内波动。国内方面，国务院总理李克强作政府工作报告，强调稳健的货币政策内涵未变。但进入 3 月中下旬，随着缴税、跨季等因素影响，银行间市场资金面略显紧张，流动性分层现象明显。央行公告“流动性总量有所下降”，但依然明显减少逆回购操作操作的频率，全月仅开展 3 期逆回购操作。由此看出在银行间市场资金交易量上升、股票市场快涨、一二线楼市小阳春的背景下，央行稳定金融市场杠杆的意图明显，避免金融市场出现较大波动。票据市场承兑量和贴现量回升明显，一二级市场活跃；但下旬票据供给压力加大，利率历经震荡后陡峭攀升。展望后市，4 月银行体系资金水平存在一定的资金缺口，央行稳定金融市场杠杆的态度明确，但目前不存在完全政策转向的前提，预计资金面进一步宽松或者大幅收紧的概率都较低；4 月政策利率下调概率较低，中长期资金利率中枢下行空间有限，短端利率波动加大，警惕季末流动性新规正式实施带来的市场扰动。票据市场在旺季营销后，一级市场供给较为有限，如果不考虑窗口指导等不可控因素，四月份票据市场利率会呈现下行的走势。

一、央行货币政策变化

第一，稳健的货币政策内涵未变，货币调节总量松紧适度，稳增长与防风险并重。3月政府工作报告指出，稳健的货币政策要松紧适度。一是总量松紧适度，强化逆周期调节。与2018年相比，删除了“保持中性”。本次工作报告增加了“适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本”、“加大对中小银行定向降准力度”等，在内外环境复杂严峻、财政发力或不及预期的情况下，为实现货币政策有效传导、降低中小企业融资成本，货币政策整体从总量型转向价格型调控。二是畅通货币政策传导机制，引导降低实际利率，加大对小微民企的金融扶持力度。重点在于推动“两轨合一轨”，降低企业融资成本。引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，并加大对中小银行的定向降准力度，释放的资金全部用于民营和小微企业贷款；激励加强普惠金融服务，降低中小微企业综合融资成本等。三是强化防范化解重大风险要底线思维，稳定金融市场杠杆水平。坚持结构性去杠杆，防范金融市场异常波动，稳妥处理地方政府债务风险，防控输入性风险。意味着宏观杠杆再出现回升迹象时，货币政策将会加以调整。

第二，中美货币政策周期不同步的矛盾逐渐消除，国内货币政策空间进一步被打开。3月美联储FOMC利率会议较1月会议进一步转鸽派，将2019年下调加息预期至2019年0次，2020年1次，缩表进程从5月减速至9月底终止，此后减持MBS增持国债。此外，美联储对经济和通胀的表述也进一步转鸽派。此次会议的鸽派程度明显

超出预期，美股、美债急涨，美元指数跌破 96 关口，包括人民币在内的非美货币集体走高。3 月 21 日，人民币对美元中间价报 6.6850，升值 251 个基点，创下 2018 年 7 月以来新高。

图 1：人民币汇率、中美利差走势



资料来源：WIND，南京银行金融同业部

第三，央行减少公开市场操作频率，稳定金融市场杠杆水平，流动性有所收紧但仍处于合理充裕水平。3 月央行明显减少逆回购操作操作的频率，稳定金融市场杠杆的意图明显。全月仅开展 3 期逆回购操作，分别投放 7 天 200 亿、600 亿和 500 亿元。全月公开市场操作共投放 1300 亿元，较 1 月、2 月降幅巨大，利率持平于 2.55%。特别是在 3 月 13 日和 14 日，央行暂停公开市场操作时的表述上较之前有一定变化：“受税期等因素影响，银行体系流动性总量有所下降但仍处于合理充裕水平”。上一次提到“流动性总量有所下降”已是 2018 年 11 月（央行一般表述通常是“银行体系流动性总量处于较高水平”、“银

行体系流动性总量处于合理充裕水平”)。



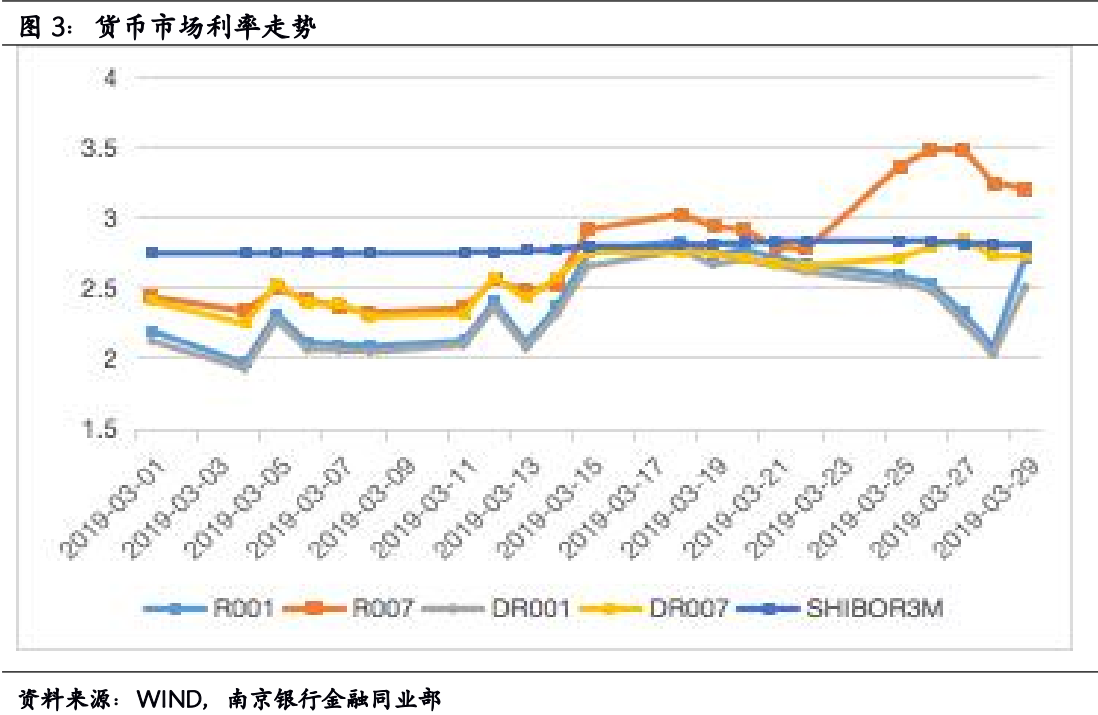
二、货币市场运行情况

1、流动性整体维持紧平衡，资金利率月末抬升明显

3 月份银行间流动性整体保持充裕，进入中下旬，随着缴税、跨季等因素影响，加之央行全月仅在中旬开展 3 次逆回购操作，导致银行间市场资金面略显紧张，资金利率上行，尤其是全市场和存款类机构隔夜质押式回购利率大幅上行。

3 月份货币市场利率中枢较 2 月份略有抬升。具体来看，3 月上旬，跨月后资金利率再次回到政策利率下方，流动性较为充裕。进入中旬后，随着 MLF 到期、缴税等因素影响，货币市场资金利率上行明显，央行于 3 月 15 日、18 日和 19 日连续三个交易日开展逆回购操作，紧张情况稍有缓解。3 月下旬，随着跨季时点临近，银行间流动

性整体维持紧平衡，而央行并未出手呵护，货币市场利率波动加大。



2、货币市场杠杆水平有所抬升，机构负债久期稍有降低

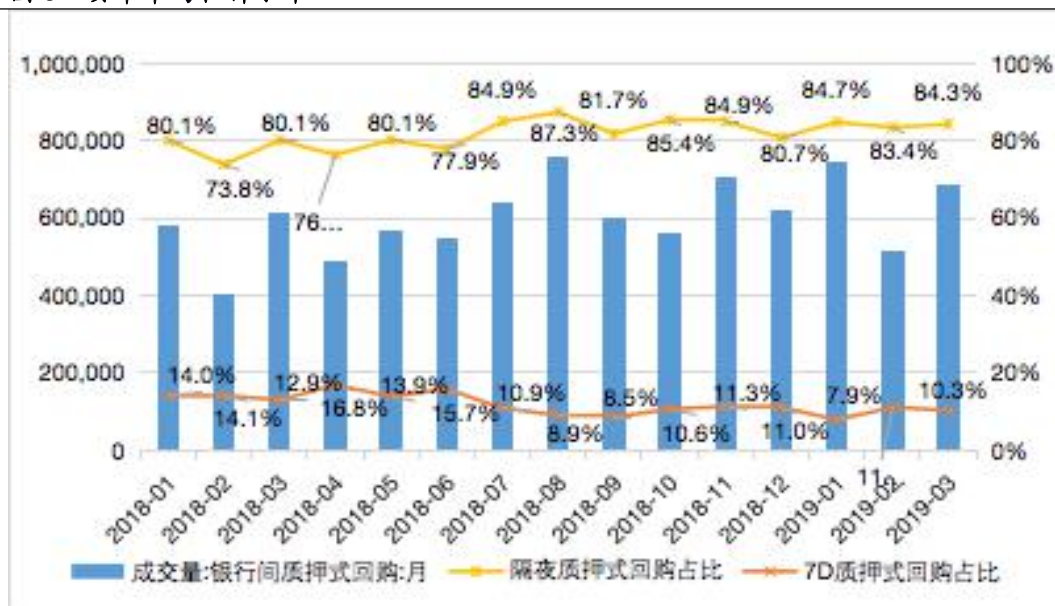
3月线上资金日均成交量为4.04万亿元（质押式回购+买断式回购+同业拆借），成交量较上月所有抬升。从趋势来看，线上资金日均成交量持续增长，3月成交量仍处于波动上行趋势中的较高位，货币市场杠杆水平较前一阶段有所抬升。其中，3月隔夜质押式回购成交量占比为84.3%，较上月略增0.9个百分点；7天质押式回购成交量占比为10.3%，较上月小幅下降0.7个百分点，总体来看机构负债久期稍有降低。

图 4：线上资金日均交易量（含质押式回购、买断式回购和同业拆借）



资料来源：WIND，南京银行金融同业部

图 5：货币市场杠杆水平



资料来源：WIND，南京银行金融同业部

3、跨季资金需求旺盛，流动性分层持续走扩现象突出

2 月股票市场持续高涨行情，上证综指和深证成指分别上涨 13.79%和 20.76%，创 2016 年以来最大单月涨幅。3 月 A 股围绕 3000

点反复震荡，最终失守 3000 点大关，但股市投资热情依旧未减，两融余额上升至 9199.50 亿元。一方面，股票市场快涨吸收部分资金，资金稳定性下降，银行备负需求可能提升；另一方面，两融余额持续上升，投资者交易活跃，导致证券公司融资需求提升。3 月 R007-DR007 的利差均值走阔至 20BP，并且中枢较上月 15BP 继续走扩。如果不考虑 2018 年 12 月末的跨年因素，这是 2018 年 7 月以来的最高值。临近季末，资金时点需求旺盛，存款类金融机构的融资利率上升有限，但非银金融机构融资利率飙升，7 天成交利率触及 7.8% 的高点，流动性分层现象突出。值得注意的是，流动型分层走扩现象与逆周期调控的方向存在一定差异，后续走势值得关注。



三、同业存单市场情况

1、受资金面影响，同业存单需求整体偏弱

3 月市场共发行存单 2433 期，总发行量 18449 亿元，月末余额

100359.1 亿元，较上月增加 564.5 亿元。各期限存单利率较上月有所上升，但基本维持低位震荡。其中，1 个月品种刚好跨季，需求相对较弱；3 个月和 1 年品种高收益需求相对较好，配置以银行自营、银行资管、大基金为主。其他期限募集一般；9 个月 1 年品种的发行量占到总发行量的 40.95%，占比下降 3.58 个百分点，主流机构降低了同业存单的发行业期限。

图 7：同业存单总发行量与总偿还量



资料来源：WIND，南京银行金融同业部

图 8：同业存单发行的期限结构和等级结构



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_13107

