



## 每周流动性观察

### 央行资产负债表显示2月末超储率小幅回落

整体来说,根据央行资产负债表所显示的情况,以及结合货币政策执行报告中披露当前平均法定存款准备金率在11%左右,我们判断2月末超储率水平在1.6%附近,较一月末小幅下行,但仍然处在一个比较高的位置上。结合三月份目前为止的央行公开市场操作,3月上半月对于流动性形成影响的主要因素为现金回流(正面)、货币政策工具到期(负面)和月中缴税(负面),因此我们判断下周在财政资金错位期流动性供给将位于中性偏低的水平,预计央行将增加逆回购的投放。季末完整看,3月份全月由于现金回流和财政支出将带动超储率水平较2月末有所抬升,因此4月初资金面将重回宽松。

- 2月份资产端主要的变动科目为:(1) 外汇占款科目小幅下降3.3亿,对于流动性保持极低的影响;(2) 对其他存款性公司债权科目下降6148.66亿,主要由于2月份春节过后各种货币政策工具陆续到期,其中逆回购余额下降3400亿,MLF到期3835亿;(3) 其他资产下降1141.71亿,在去年12月中异常增加的“其他资产”科目,本月下降4878.15亿,根据人民银行调查统计司的回复,“央行资产负债表中的‘其他资产’,是未单独列示的资产科目集合,主要是一些杂项资产项目和应收暂付项目。年底时,这些项目中会有不少会有季节性变动的特点。待年末时点过去后,这些季节性变动会减弱或消除”,这一说法在年初以来的资产负债表中已得到印证,目前其他资产的规模已与去年11月末基本持平。
- 2月负债端的主要变动为:(1) 政府存款在2月份上升3405.82亿,对于流动性的影响负面,1-2月财政项累计回笼流动性达到10292亿,同比来看年初到现在财政项对于流动性的负面影响大于历史同期,我们认为与地方债发行提前有关。但对于财政资金一项对于流动性的影响,其季节性较强,前两月回笼了较高资金也意味着流动性环境后续有提升空间,预计三月末的季末支出将规模较大;(2) 货币发行科目节后现金回流有8244.56亿,与货币政策工具到期的规模基本对冲,预计3月份仍有6000亿-8000亿左右的现金回流;(3) 支付机构备付金存款下降879.32亿;(4) 基础货币在2月份下降9666.97亿,主要下降来自于货币政策工具到期、财政资金回笼流动性,而对于流动性形成正向影响的货币发行科目并不会对基础货币构成影响;(5) 准备金存款科目变化不大,2月份下降543.08亿,三个在2月对于流动性影响较大的因素,现金回流与货币政策工具和财政缴税基本对冲。
- 整体来说,根据央行资产负债表所显示的情况,以及结合货币政策执行报告中披露当前平均法定存款准备金率在11%左右,我们判断2月末超储率水平在1.6%附近,较一月末小幅下行,但仍然处在一个比较高的位置上。结合三月份目前为止的央行公开市场操作,3月上半月对于流动性形成影响的主要因素为现金回流(正面)、货币政策工具到期(负面)和月中缴税(负面),因此我们判断下周在财政资金错位期流动性供给将位于中性偏低的水平,预计央行将增加逆回购的投放。季末完整看,3月份全月由于现金回流和财政支出将带动超储率水平较2月末有所抬升,因此4月初资金面将重回宽松。

#### 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：央行资产负债表显示 2 月末超储率小幅回落.....	4
流动性展望：下周资金面步入供需均不利时期.....	5
资金利率.....	7
海外市场.....	9



## 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.....	6
图表 5. 质押回购.....	7
图表 6. 银行间同业拆借.....	7
图表 7. SHIBOR.....	7
图表 8. 票据融资.....	8
图表 9. 同业存单.....	8
图表 10. NDF 点差.....	9
图表 11. 美债收益率.....	9
图表 12. 德国国债利率.....	10
图表 13. 通胀指数国债.....	10

## 本周焦点：央行资产负债表显示 2 月末超储率小幅回落

本周央行公布 2 月末的资产负债表，显示 2 月末央行总资产为 35.62 万亿元，单月环比下降了 7062.43 亿元。降准并置换 MLF 的操作，将持续对央行资产负债表造成收缩的影响，但同时释放流动性。

2 月份资产端主要的变动科目为：（1）外汇占款科目小幅下降 3.3 亿，对于流动性保持极低的影响；（2）对其他存款性公司债权科目下降 6148.66 亿，主要由于 2 月份春节过后各种货币政策工具陆续到期，其中逆回购余额下降 3400 亿，MLF 到期 3835 亿；（3）其他资产下降 1141.71 亿，在去年 12 月中异常增加的“其他资产”科目，本月下降 4878.15 亿，根据人民银行调查统计司的回复，“央行资产负债表中的‘其他资产’，是未单独列示的资产科目集合，主要是一些杂项资产项目和应收暂付项目。年底时，这些项目中有不少会有季节性变动的特点。待年末时点过去后，这些季节性变动会减弱或消除”，这一说法在年初以来的资产负债表中已得到印证，目前其他资产的规模已与去年 11 月末基本持平。

2 月负债端的主要变动为：（1）政府存款在 2 月份上升 3405.82 亿，对于流动性的影响负面，1-2 月财政项累计回笼流动性达到 10292 亿，同比来看年初到现在财政项对于流动性的负面影响大于历史同期，我们认为与地方债发行提前有关。但对于财政资金一项对于流动性的影响，其季节性较强，前两月回笼了较高资金也意味着流动性环境后续有提升空间，预计三月末的季末支出将规模较大；（2）货币发行科目节后现金回流有 8244.56 亿，与货币政策工具到期的规模基本对冲，预计 3 月份仍有 6000 亿-8000 亿左右的现金回流；（3）支付机构备付金存款下降 879.32 亿；（4）基础货币在 2 月份下降 9666.97 亿，主要下降来自于货币政策工具到期、财政资金回笼流动性，而对于流动性形成正向影响的货币发行科目并不会对基础货币构成影响；（5）准备金存款科目变化不大，2 月份下降 543.08 亿，三个在 2 月对于流动性影响较大的因素，现金回流与货币政策工具和财政缴税基本对冲。

整体来说，根据央行资产负债表所显示的情况，以及结合货币政策执行报告中披露当前平均法定存款准备金率在 11% 左右，我们判断 2 月末超储率水平在 1.6% 附近，较一月末小幅下行，但仍然处在一个比较高的位置上。结合三月份目前为止的央行公开市场操作，3 月上半月对于流动性形成影响的主要因素为现金回流（正面）、货币政策工具到期（负面）和月中缴税（负面），因此我们判断下周在财政资金错位期流动性供给将位于中性偏低的水平，预计央行将增加逆回购的投放。季末完整看，3 月份全月由于现金回流和财政支出将带动超储率水平较 2 月末有所抬升，因此 4 月初资金面将重回宽松。

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	200	2.55	0
14 天逆回购	--	2.70	0
28 天逆回购	--	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	(3,270)	3.30	--

资料来源：万得，中银国际证券

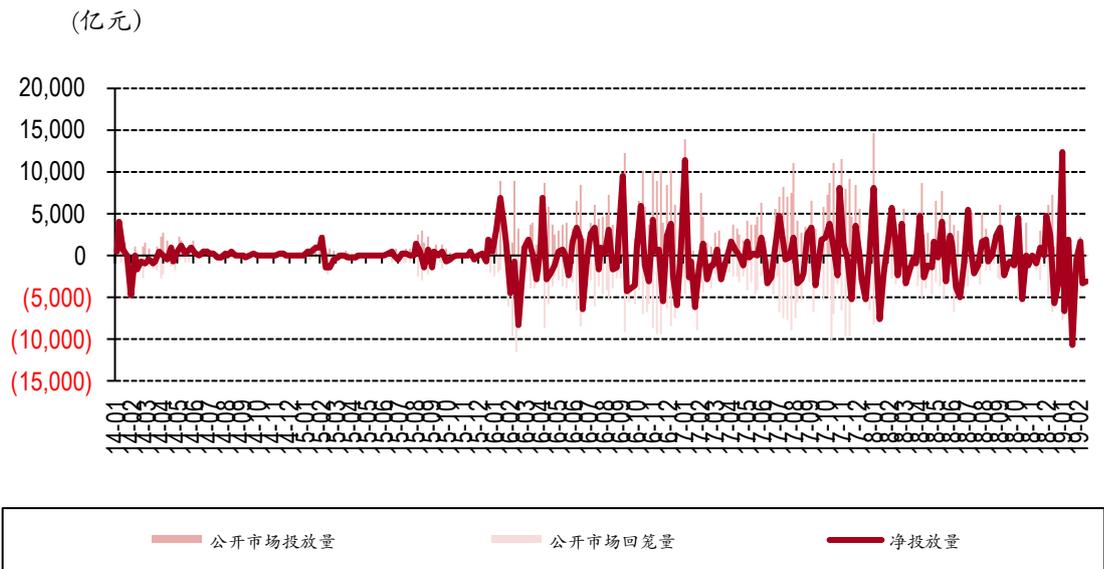
## 流动性展望：下周资金面步入供需均不利时期

上周公开市场有 3270 亿 MLF 到期，央行投放 200 亿逆回购，净回笼流动性 3070 亿；下周公开市场到期有 200 亿逆回购到期。同业存单方面，上周发行 4670.1 亿，到期 5032.9 亿，净融资-352.8 亿，下周有 4142.2 亿存单到期。

上周由于进入到 3 月份的税期，流动性有所收紧，但整体仍然能够维持在均衡，隔夜资金在午后大多融出增加，跨季资金供不应求。下周由于还将处于财政错位期，预计央行逆回购操作量有所提升，同时临近季末跨季需求将持续旺盛。

3 月末预计有较高规模的财政资金投放，流动性水平在供给上较为充裕，但同时由于 MPA 考核等因素也处在需求高峰。回顾 18 年整体的流动性市场，可以看出月中时点发生流动性紧张的程度已经明显减少，为数不多的几次流动性紧张大多发生在月末，分别为 3 月末、4 月第三周、5 月末、6 月末和 10 月末。从流动性供给指标来分析，因为财政缴税的季节性因素导致一般性规律下月内流动性的低点多出现在月中时点，但在 18 年中月中时点出现流动性紧张的程度较 17 年有明显减少，所以可以看出随着超储率中枢水平的抬升，当前对流动性环境形成干扰的因素已经逐步从资金供给端转向为需求端驱动。整体我们判断季末资金面或小幅收紧。

图表 3. 公开市场操作

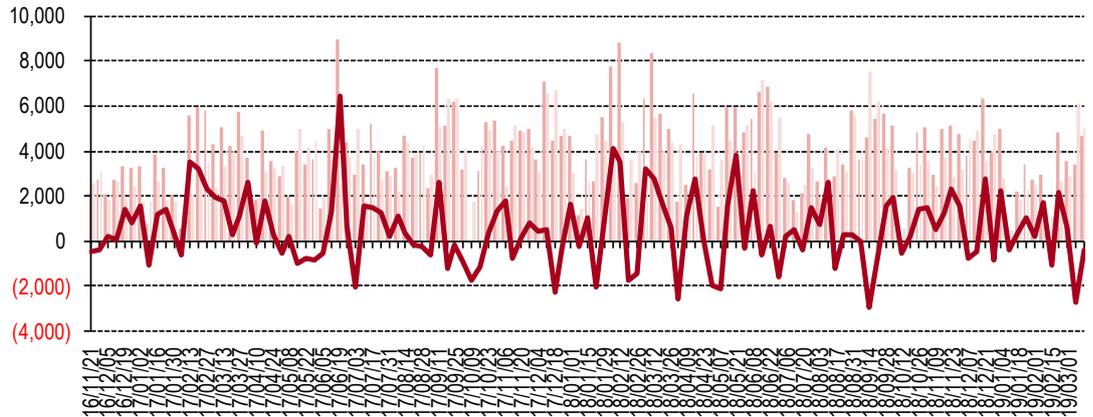


资料来源：万得，中银国际证券



图表 4. 同业存单发行量

(亿元)

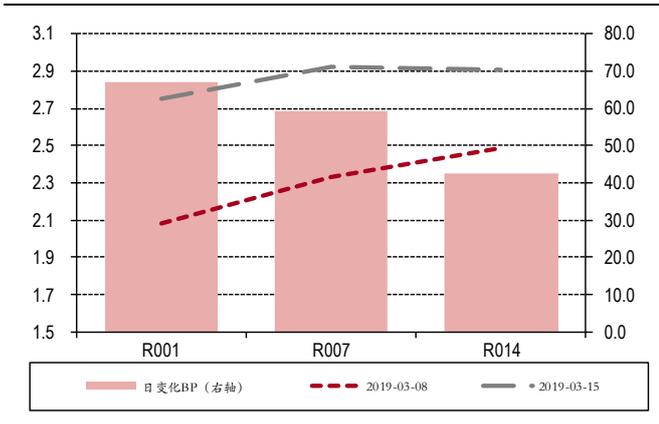


资料来源: 万得, 中银国际证券

## 资金利率

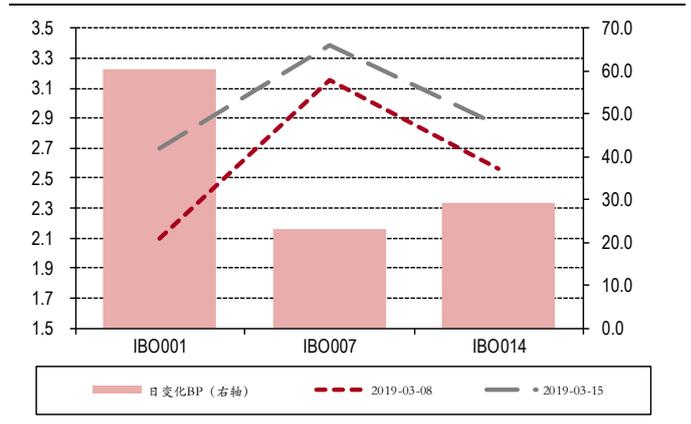
银行间市场隔夜回购利率收 2.75%，上行 66.88BP；7 天回购利率收 2.92%，上行 59.36BP；14 天回购利率收 2.91%，上行 42.65BP；shibor 利率 1M 期上行 9.8BP 在 2.81%，3M 期利率上行 4.4BP 在 2.80%；3 个月同业存单利率上行 0.45BP 在 2.80%，珠三角票据融资利率下行 5BP 在 2.95%。

图表 5. 质押回购



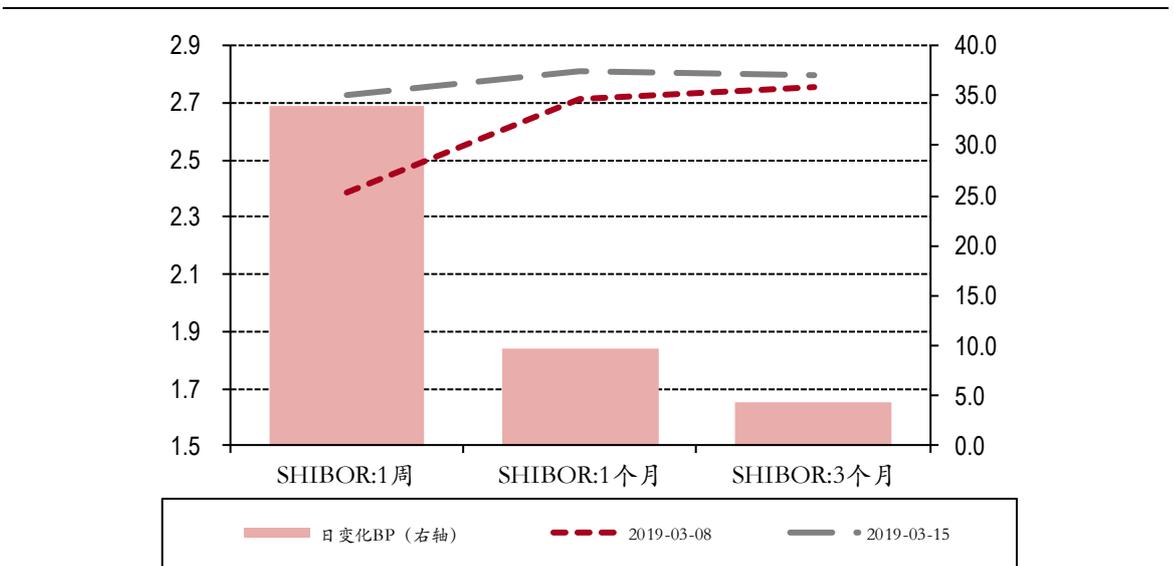
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 银行间同业拆借



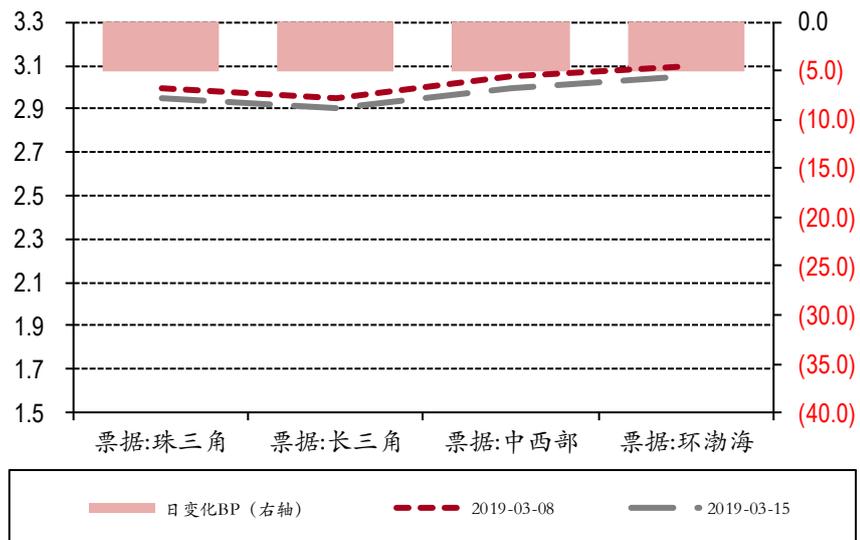
资料来源：万得，中银国际证券

图表 7. SHIBOR



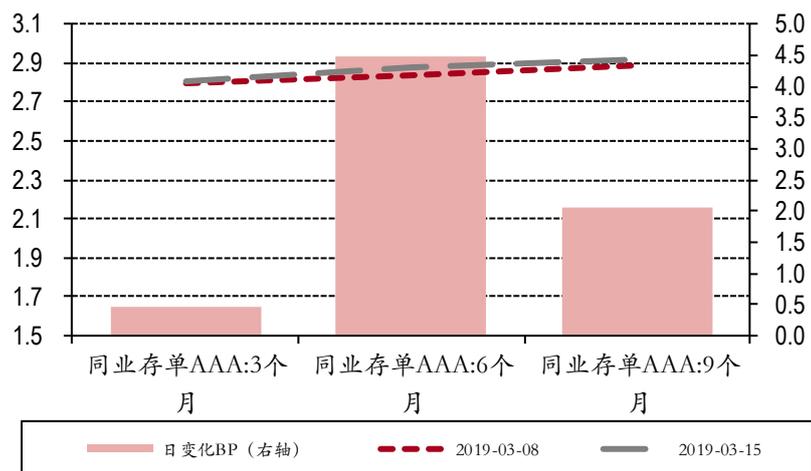
资料来源：万得，中银国际证券

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\\_13644](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_13644)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn