

预计3月流动性仍充裕，短期债牛行情延续

——2月流动性观察及展望

报告摘要：

货币市场：2月资金面维持宽松态势，央行节后投放的大量资金，后续逐步以收短放长、到期缩量续作形式小幅回笼3800亿元。为支持3月企业的全面复工复产，货币政策也将继续发力。3月将迎来定向降准的重要窗口期，同时央行也将于中旬定期展开MLF操作，通过调降利率继续带动LPR的下行。2月R007、DR007先降后升，后两周呈低位震荡，分别下行13.11BP、21.47BP；中长期资金利率持续回落，2月1个月及3个月SHIBOR利率分别下行52.10BP、42.90BP。

实体经济：2月票据利率快速下行后保持低位运行，中长期信用利差继续收窄。1-5年期中票利率较上月末下行约35BP左右，带动信用利差收窄7-12BP。

债券市场：2月利率债净供给压力不大，较上月小幅回落约480亿元，主要受地方债发行放缓所致；2月同业存单净供给环比增加约6540亿元，3个月同业存单发行利率下行5.41BP；2月末受海外疫情超预期扩散影响，10年期国债利率快速走低，2月共计下行25.56BP，与1年期国债下行幅度趋同。短期内，债牛行情仍将延续。

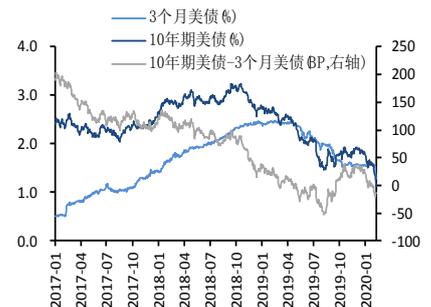
股票市场：2月杠杆及机构资金持续发力，资金供给充裕，资金需求环比回落。资金供给方面，2月北向资金净流入115.84亿（环比-268.07亿）；两融余额增加877.45亿（环比+239.04亿）；新发偏股型基金1228.78亿（环比+59.70亿）。资金需求方面，2月股票市场募集资金549.16亿（环比-284.76亿）；限售股解禁规模3048.52亿（环比-2447.15亿）；重要股东净减持291.32亿（环比-135.27亿）。

海外市场：2月人民币对美元汇率小幅贬值，维持双向波动，但受全球疫情持续扩散以及美联储降息预期影响，美元指数料将逐步疲软；2月10年期美债收益率快速下行38BP至1.13%，同3个月美债连续两周形成倒挂。根据CME美联储观察工具，3月降息概率已达100%。

银行间流动性展望：2020年3月份流动性整体宽松，主要受财政投放加大，以及节后现金回流的正面影响。3月新增财政存款预计减少8000亿元、M0及库存现金环比减少5700亿元、暂无货币工具到期、银行新增缴准压力预计在2300亿元，外汇占款继续小幅波动。

风险提示：短期通胀压力加大，货币政策不达预期。

相关数据



相关报告

《央行收短放长，未来存款基准利率有望下调——流动性周度观察（2020年第8周）》
20200224

《市场风险偏好修复，信用利差主动收窄——流动性周度观察（2020年第7周）》
20200217

《短期流动性向好，预计2月LPR报价下移——流动性周度观察（2020年第6周）》
20200210

《美债收益率再倒挂，市场担忧中国疫情冲击外溢——海外宏观周度观察（2020年第4、5周）》
20200203

《从SARS看本次新冠肺炎疫情的影响有多大？》
20200130

《中美签订第一阶段协议，人民币升值短期或已到位——海外宏观周度观察（2020年第3周）》
20200121

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 货币市场：2月资金面维持宽松态势，中长期资金利率下行明显	5
1.1. 公开市场操作：2月小幅净回笼，资金面保持宽松.....	5
1.2. 资金利率：2月中长期利率下行趋势明显，短期利率后半场震荡上行.....	5
2. 实体流动性：2月票据利率低位震荡，信用利差继续收窄	6
2.1. 票据利率：2月转贴现利率快速回落后，保持低位运行.....	6
2.2. 信用利差：2月中票利率的快速下行带动信用利差向下收窄.....	7
3. 债市流动性：2月利率债供给压力不大，债牛行情仍将延续	7
3.1. 一级市场：2月利率债净供给回落，同业存单发行保持高位.....	7
3.2. 二级市场：月末国债长端利率快速走低，3个月理财产品收益率继续走高.....	9
4. 股市流动性：2月资金供给整体充裕，资金需求环比回落	10
4.1. 资金供给：2月杠杆及机构资金齐发力，北向资金流入放缓.....	10
4.2. 资金需求：2月股票市场整体资金需求环比回落.....	11
5. 海外：2月人民币小幅贬值，美债长端利率快速下行	12
5.1. 汇率：2月人民币汇率小幅贬值，3月美元指数料将疲软.....	12
5.2. 债券：美债长端收益率快速下行，降息时点即将来临.....	13
6. 3月银行间流动性展望	14

图表目录

图 1: 1-2 月公开市场操作与到期情况.....	5
图 2: 1-2 月货币政策工具净投放情况.....	5
图 3: 2 月 SHIBOR 隔夜利率先降后升.....	6
图 4: 2 月 SHIBOR1M 及 3M 利率持续下行.....	6
图 5: 2 月 7 天质押式回购利率先降后升.....	6
图 6: 2 月同业存单到期收益率保持下行趋势.....	6
图 7: 2 月后两周票据转贴现利率保持低位运行.....	7
图 8: 2 月中票利率快速下行.....	7
图 9: 2 月中票信用利差向下收窄.....	7
图 10: 各品种利率债发行规模.....	8
图 11: 各品种利率债净供给规模.....	8
图 12: 2 月同业存单净供给规模回升.....	8
图 13: 2 月同业存单发行利率回落.....	8
图 14: 2 月末国债长端利率快速下行.....	9
图 15: 2 月下旬国开债短端利率向上抬升.....	9
图 16: 2 月下旬 3 个月理财产品收益率快速上行.....	10
图 17: 2 月两融余额继续上升.....	11
图 18: 2 月融资买入额环比大幅增加.....	11
图 19: 2 月北向资金流入规模总体回落.....	11
图 20: 2 月机构资金发行规模延续 1 月行情.....	11
图 21: 2 月股票市场融资规模弱于往年同期.....	12
图 22: 2 月限售股解禁规模压力较小.....	12
图 23: 2 月重要股东净减持规模环比继续回落.....	12
图 24: 2 月人民币对美元小幅贬值.....	13
图 25: 2 月最后一周美元指数快速下行.....	13
图 26: 10 年期美债利率跌破历史低位.....	13
图 27: 2 月中美利差快速走阔.....	13
图 28: 2 月德国 10 年期国债快速下行.....	14
图 29: 2 月日本长短端国债快速回落.....	14

图 30: 财政存款季节性走势.....	15
图 31: 历年地方债发行规模.....	15
图 32: M0 环比变动值.....	15
图 33: 银行库存现金环比变动值.....	15
图 34: 2015-2019 新增人民币存款缴准基数.....	16
图 35: 2015 年以来外汇占款与人民币汇率走势	16

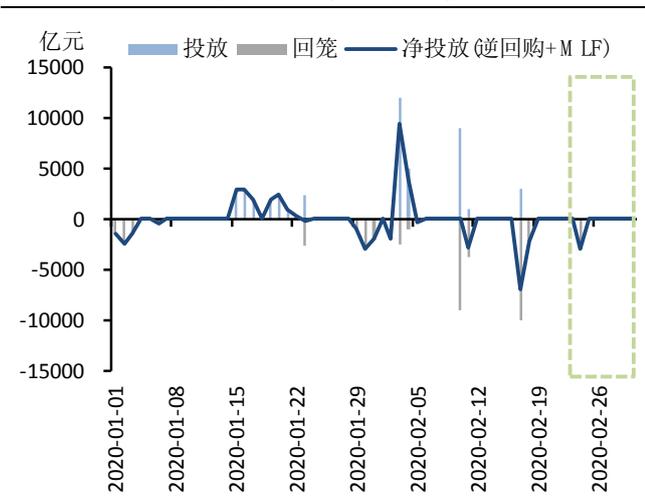
1. 货币市场：2月资金面维持宽松态势，中长期资金利率下行明显

1.1. 公开市场操作：2月小幅净回笼，资金面保持宽松

2月央行共投放30000亿元资金，到期33800亿元，净回笼3800亿元。2月初，央行投放大量流动性以维稳市场预期，使得银行体系流动性总量处于高位，资金利率快速下行。后续央行逐渐以收短放长的方式，以到期缩量或不续作的形式小幅回笼资金。上周（2月24日-3月1日），央行到期3000亿元资金不进行续作，符合我们的预期。

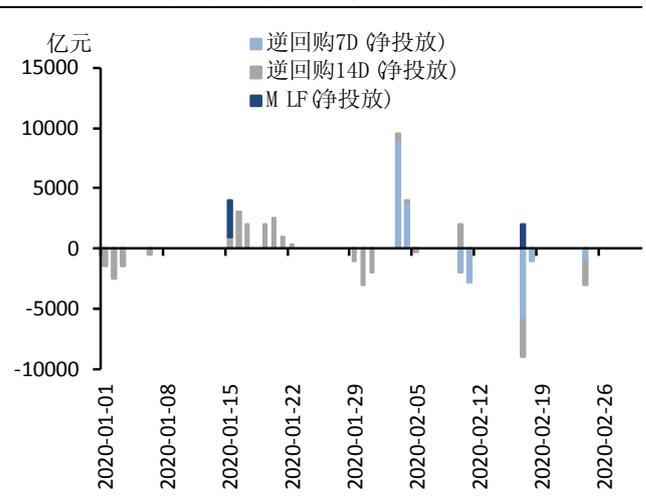
3月份暂无资金到期情况，市场资金面预计保持宽松，3月是全面复工攻坚月，央行将适时出台新的政策措施，着力支持企业复工复产。预计3月将迎来定向降准的重要窗口期。同时，央行将继续运用货币政策工具适时进行流动性投放，预计将于中旬定期展开一次MLF操作，并适当调降利率以推动后续LPR的继续下行，存款基准利率未来也有望适时适度调整。2月27日，央行副行长刘国强称将“择机实施2019年普惠金融定向降准动态考核释放长期流动性；增加再贷款再贴现的额度，分类引导各类银行对中小微企业复工复产发放优惠利率贷款；综合运用公开市场操作、常备借贷便利、中期借贷便利等货币政策工具；继续推进LPR改革，引导整体市场的利率以及贷款的利率下行。”

图 1: 1-2月公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 1-2月货币政策工具净投放情况



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：2月中长期利率下行趋势明显，短期利率后半场震荡上行

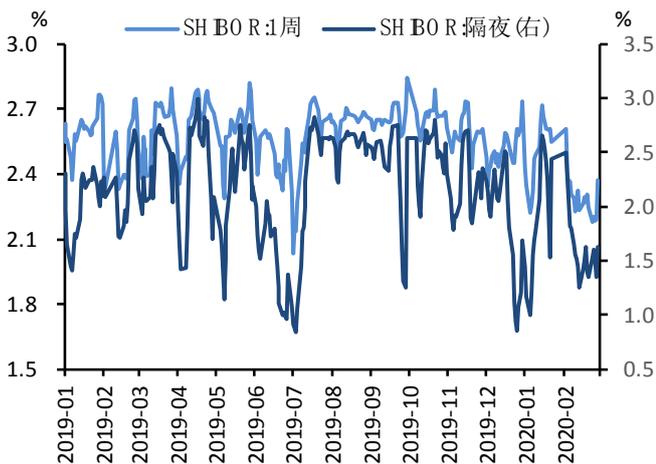
2月SHIBOR利率整体大幅下行，下旬受央行流动性投放边际收紧的影响，长短端利率走势分化，隔夜利率低位震荡，1个月及3个月利率则继续下行。2月SHIBOR隔夜及1周利率先降后升，分别较上月下行81.60BP、17.50BP至1.6280%、2.3740%；SHIBOR1个月及3个月利率则持续下行，分别较上月下行52.10BP、42.90BP至2.3010%、2.4290%。

2月7天质押式回购利率先降后升，后两周低位震荡向上。2月R007较上月下行13.11BP至2.4687%，DR007较上月下行21.47BP至2.3231%。2月最后一周，R007

及 DR007 快速上行, 较前一周末分别上行 30.33BP、24.51BP。但截至 2 月 28 日, DR007 利率为 2.3231%, 仍小于 7 天逆回购利率 2.40%, 说明当前银行间流动性仍然较为宽松。

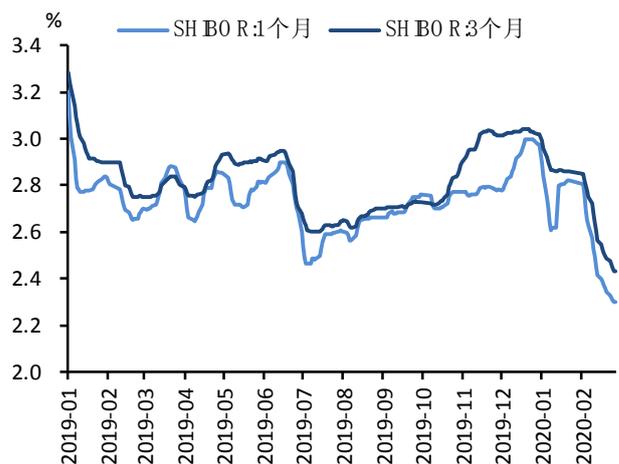
2 月同业存单到期收益率保持下行趋势, 最后一周 1 个月品种收益率小幅上行。截至 2 月 28 日, 1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别为 2.1201%、2.3402%、2.4644%, 较上月末分别下行 62.90BP、44.13BP、36.65BP。

图 3: 2 月 SHIBOR 隔夜利率先降后升



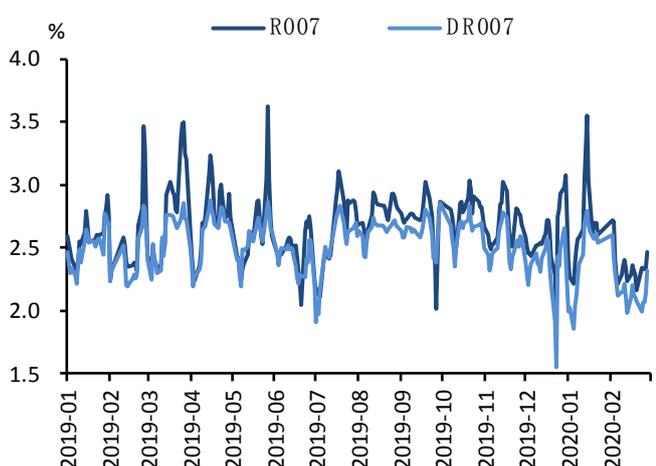
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: 2 月 SHIBOR1M 及 3M 利率持续下行



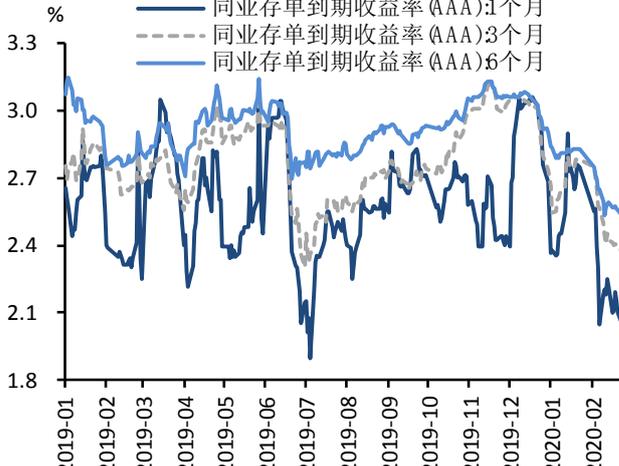
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 2 月 7 天质押式回购利率先降后升



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 2 月同业存单到期收益率保持下行趋势



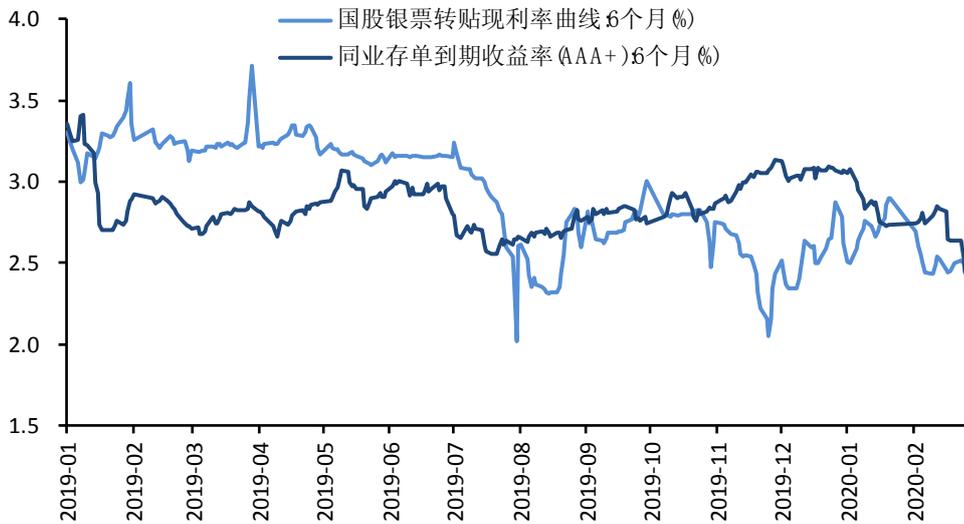
数据来源: 东北证券, Wind

2. 实体流动性: 2 月票据利率低位震荡, 信用利差继续收窄

2.1. 票据利率: 2 月转贴现利率快速回落后, 保持低位运行

2 月票据市场利率保持下行趋势, 后两周低位震荡。截至 2 月 28 日, 6 个月国股银票转贴现利率为 2.5166%, 较上月末下行 38.05BP。同期限 AAA+同业存单利率较上月末下行 16.31BP 至 2.5731%。

图 7: 2 月后两周票据转贴现利率保持低位运行

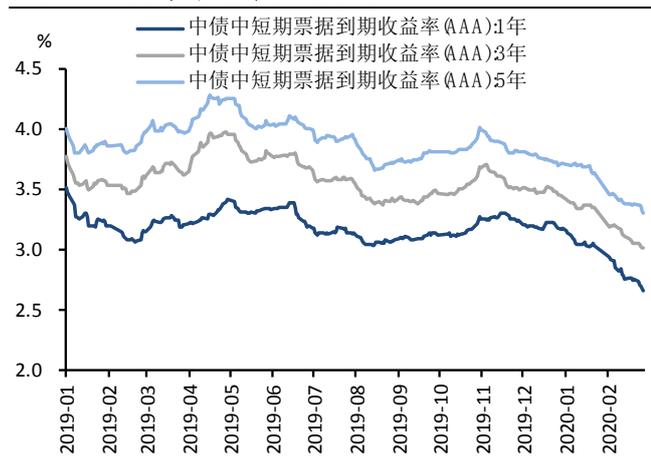


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 2 月中票利率的快速下行带动信用利差向下收窄

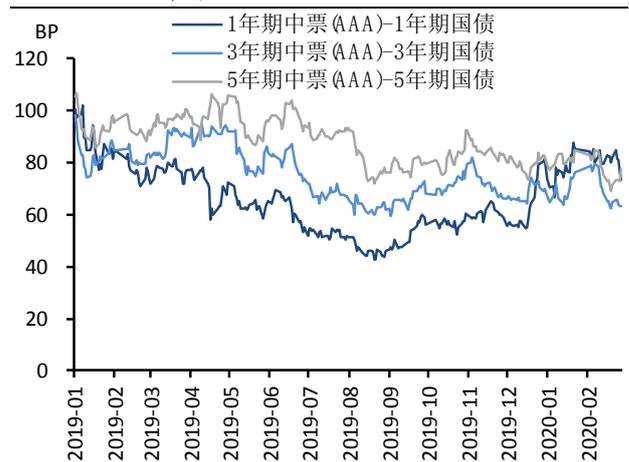
2 月中票利率快速下行, 带动信用利差的同步收窄。截至 2 月 28 日, 1 年期、3 年期、5 年期中票信用利差分别为 73.33BP、63.23BP、77.62BP。同期, 1 年期、3 年期、5 年期中票利率较上月末分别下行 37.17BP、33.38BP、33.21BP, 带动信用利差分别收窄 11.98BP、12.92BP、7.04BP。截至 2 月 28 日, 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差分别处于 2010 年以来的 18.1%、6.5%、9.2% 历史分位数水平。

图 8: 2 月中票利率快速下行



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 2 月中票信用利差向下收窄



数据来源: 东北证券, Wind

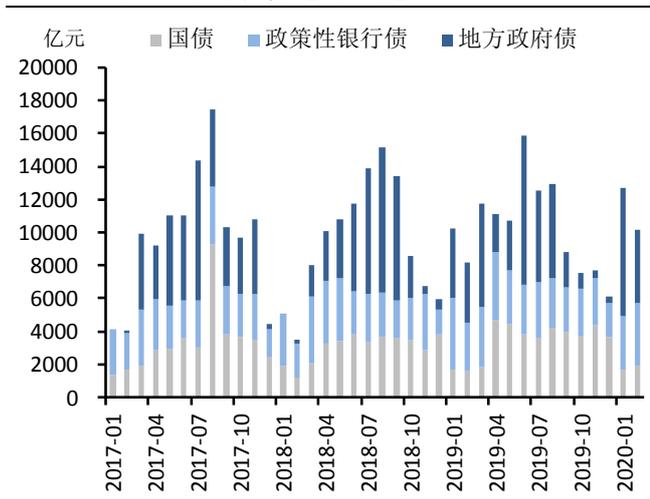
3. 债市流动性: 2 月利率债供给压力不大, 债牛行情仍将延续

3.1. 一级市场: 2 月利率债净供给回落, 同业存单发行保持高位

2 月利率债净供给规模环比回落, 但远高于往年同期水平, 地方政府债的发行情况

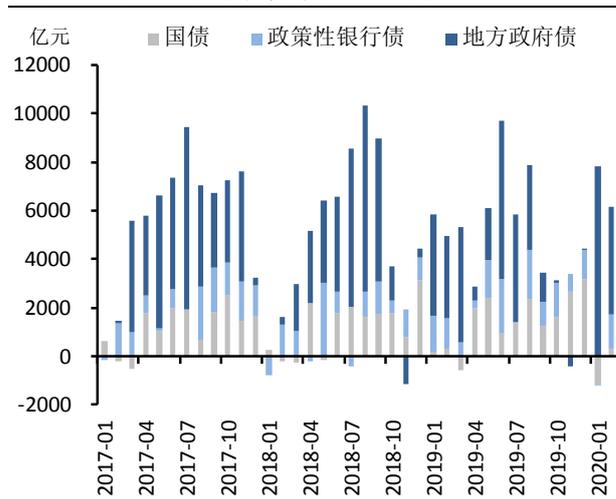
是主导因素。2月利率债共发行10163.83亿元，到期4028亿元，净融资6136.13亿元。同1月相比，发行量环比下降2577.11亿元，净融资额环比下降479.81亿元，主要受地方政府债发行放缓影响。分品种来看，2月国债发行1950.0亿元，到期1666.1亿元；政策银行债发行3793.0亿元，到期2361.6亿元；地方政府债发行4420.83亿元，无到期。2月份，地方政府债共发行4420.83亿元，目前剩余6208.53亿元提前下发额度大概率将于3月份发行完毕。

图 10: 各品种利率债发行规模



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 各品种利率债净供给规模



数据来源：东北证券，Wind

2月同业存单发行量保持高位，净供给较上月大幅回升。2月同业存单发行17880.5亿元（环比增加11500.3亿元），到期13821.9亿元（环比增加4959.6亿元），净融资4058.6亿元（环比增加6540.73亿元）。

2月同业存单发行利率也同步回落，但最后一周各期限存单发行利率小幅走高。截至2月28日，1个月、3个月、6个月同业存单发行利率分别为2.6750%、2.8213%、2.9848%，较上月末分别下行27.64BP、5.41BP、6.52BP，但较前期（2月23日）分别上行5.21BP、6.41BP、4.14BP。

图 12: 2月同业存单净供给规模回升

亿元 总发行量 总偿还量 净融资量

图 13: 2月同业存单发行利率回落

% 同业存单发行利率:1个月

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_6924

