



Research and
Development Center

3月资金利率中枢料将回落但波动仍存

—— 2023年3月流动性展望

2023年3月3日

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

2023年3月流动性展望

2023年3月3日

- 截止3月初,央行1月资产负债表仍未公布,我们结合外生因素的季节性规律及央行的公开市场操作估计,2月的超储率可能相对1月反而有所提升。首先,春节后现金通常大规模回流银行体系,我们预计2月货币发行环比减少约1.2万亿;政府债净融资规模创下历史同期新高,而财政赤字规模偏低,我们预计2月政府存款环比增加5000亿元,对流动性形成拖累;公开市场方面,2月央行净回笼逆回购3400亿元,而对MLF超量续作1990亿元,我们预计2月央行对其他存款性公司债权环比下降约1300亿元;而外汇占款和缴准对流动性影响相对有限。综合来看,我们预计2月超储率或环比上升0.19pct至1.61%,略高于往年同期均值。
- 尽管2月超储率较往年偏高,但资金面波动反而加大,我们认为可能是央行重启了22年10月以来的政策正常化进程,用显性逆回购工具来代替前期的隐性支持,22Q4货币政策执行报告中“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述也再度回归。尽管超储率有所抬升,但实际的增量流动性可能并未增加,相反依赖短期逆回购投放且非银机构杠杆率仍然相对偏高,导致资金面反而出现了中枢回归政策利率且波动加大的现象。
- 3月财政“支大于收”,我们预计其将向市场投放过万亿流动性;而3月现金回流进程仍在持续,也有望对流动性带来补充;公开市场方面,2月末逆回购余额仍处高位,我们认为降准存在必要性但似乎4月是更合适的时点,MLF大概率将更大幅度超量续作,同时缩量逆回购,央行对其他存款性公司债权或下降5900亿元;考虑缴准基数季节性上升,我们预计3月超储率或环比上升0.08pct至1.68%左右,仍将高于往年同期。
- 在央行强调“资金利率围绕政策利率波动”的2020Q3-2022Q1,DR007的均值都在政策利率上下5BP,而2月DR007均值已达2.11%,1-2月均值也已达2.02%,因此3月DR007中枢大概率将相对2月有所回落。而在传统的结构性流动性短缺的框架下,非银机构实际的融资成本与波动主要将受到超储率、超储的期限结构以及非银机构杠杆率影响。未来资金面能否回归稳态,首先取决于中长期的资金投放何时到位,其次是非银机构正回购规模何时下降。我们预计短期MLF投放量可能上升,但降准更可能在4月,这可能意味着中长期资金对于短期逆回购的替代需要一个过程。而近期理财正回购快速下降,但基金公司尤其是非货基的部分仍在相对高位,明显高于2022年4月之前的水平,这部分杠杆的消解同样需要一个过程。因此,我们估计3月资金面相对2月将有所缓解,但DR007均值仍将在2%左右,而R007的中枢可能仍在2.15%-2.2%,且我们预计波动仍然不小,税期、跨季等时间节点也存在阶段性紧张的可能。但波动后续大概率仍将逐步缓解,因此在方向上也无需过度悲观。

- **风险因素：** 财政投放力度不及预期、货币政策不及预期。

目录

一、2月超储率回升至1.61%但央行重启正常化资金面波动加剧	4
二、3月超储率升至1.68% 资金利率中枢料将下行但波动仍存	8
风险因素	12

图目录

图 1: 货币发行的季节性特征明显	5
图 2: 2月人民币汇率再度贬值	5
图 3: 2月政府债净融资规模显著高于往年同期	6
图 4: 2月关键期限付息国债单期发行规模环比有所下降	6
图 5: 1月人民币贷款信贷总量创历史新高	6
图 6: 2月国股转贴现票据利率持续走高	6
图 7: 大行净融出规模与 DR007	7
图 8: 2月逆回购余额持续处于高位	7
图 9: 2月资金缺口指数有所抬升	7
图 10: 3月现金回流规模基本占1月现金漏出规模的两成	8
图 11: 2月以来美元指数反弹	8
图 12: 部分省市 2023 年一季度地方债发行计划	9
图 13: 若 3 月央行逆回购净回笼 10000 亿元、MLF 超量续作, 超储率或上升至 1.68%左右 (单位: 亿元)	10
图 14: DR007-7D OMO 利差走势	11
图 15: R007-DR007 利差走势	11
图 16: 通过质押回购数据构建新口径的资金缺口指数	11
图 17: 近期理财产品正回购规模明显下滑, 但公募基金变化不明显	12
图 18: 2023 年 3 月资金日历	12

一、2月超储率回升至1.61%但央行重启正常化资金面波动加剧

截止3月初，央行1月资产负债表数据仍未公布，这使得对超储的预测可能存在较大的误差，但结合部分外生因素的季节性规律以及央行的公开市场操作来看，2月的超储率可能相对1月反而有所提升。首先，春节后现金通常大规模回流银行体系，我们预计2月货币发行环比减少约1.2万亿，或成为超储的最主要支撑因素；由于政府债净融资规模创下历史同期新高，而财政赤字规模处于往年同期偏低水平，我们预计2月政府存款环比增加5000亿元，对流动性形成拖累；公开市场方面，2月央行净回笼逆回购3400亿元，而对MLF超量续作1990亿元，我们预计2月央行对其他存款性公司债权环比下降约1300亿元；而外汇占款和缴准对流动性影响相对有限。综合来看，我们预计2月超储率或环比上升0.19pct至1.61%，略高于往年同期均值。

具体从影响超储率的几个因素来看：

2月货币发行或减少约1.2万亿，或成为流动性的主要支撑因素。货币发行具有较强的季节性，而春节的时点往往影响着现金在一季度的分布情况。结合我们对于22年12月至23年1月现金漏出的估计，并参考与今年春节日期相近的2012年，我们预计2月现金回流规模或达到1.2万亿的较高水平，是流动性的最主要支撑因素。

2月外汇占款或恢复低波动态势，对流动性影响相对有限。22年末部分商业银行置换以外汇形式缴纳的存款准备金，造成了外汇占款规模的上升，但这一影响近期估计有所下降。2月以来，由于美国经济展现了较强韧性叠加通胀回落速度放缓，市场对美联储加息预期再度转向升温，美元指数持续走强，人民币兑美元汇率一度跌破6.9关口，但考虑当前央行对于汇率的常态化干预仍然有限，我们预计外汇占款对流动性的影响较小，外汇占款的变化估计在百亿以内。

图1：货币发行的季节性特征明显



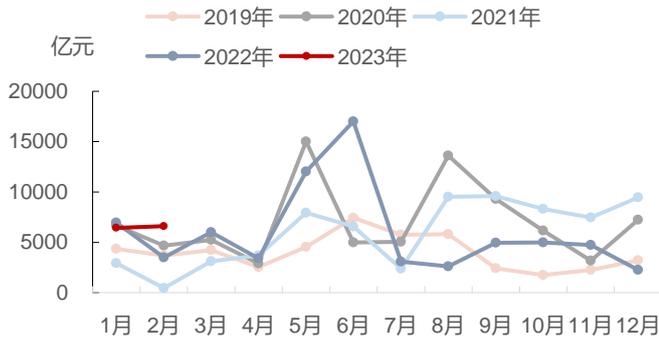
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图2：2月人民币汇率再度贬值

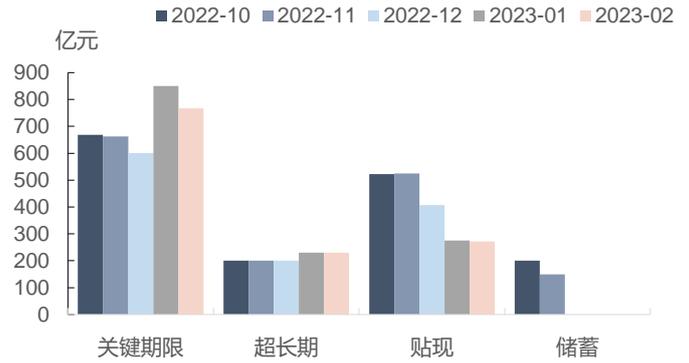


资料来源:万得, 信达证券研发中心

2月国债和地方债发行规模均创历史同期新高，政府债净融资规模约6609亿元，较1月小幅增加，也显著高于往年同期。2月地方债累计发行5761亿元，创历史同期新高，考虑到到期511亿元后，净融资约5250亿元。2月国债发行规模6730亿元，同样创历史同期新高，考虑到到期5371.7亿元后，净融资规模1358.3亿元，其中关键期限付息国债平均发行规模为767亿元/期，较1月下降83亿元，而贴现国债和超长期国债平均发行规模分别为271亿元/期、230亿元/期，与1月基本持平。整体来看，2月政府债发行规模约1.25万亿元，净融资规模约6609亿元，较1月小幅增加约200亿元，但显著高于往年同期。

图 3：2 月政府债净融资规模显著高于往年同期


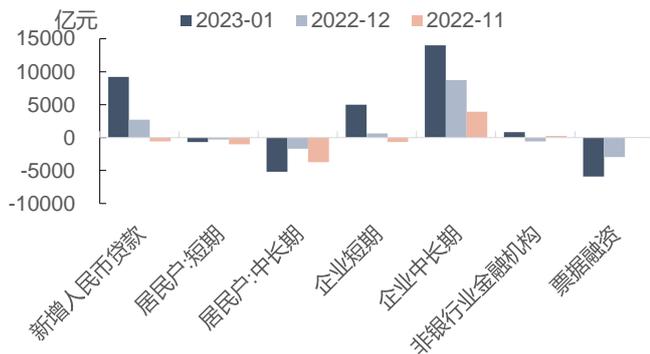
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 4：2 月关键期限付息国债单期发行规模环比有所下降


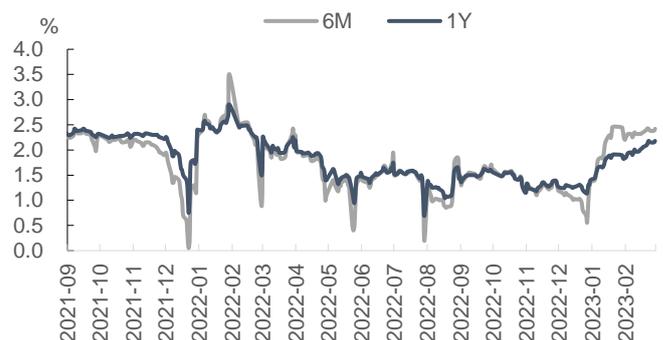
资料来源:万得, 信达证券研发中心

财政收入方面，2 月以来国内经济活动逐步复苏，但恢复程度仍然与季节性规律大致相符，因此我们假设 2 月一般公共预算收入与近年同期接近。土地方面，自然资源部要求全面推行“预供地”制度导致土地的上市周期进一步拉长，2 月供地节奏明显变缓，全国土地市场成交规模仍处历史低位，但由于宅地均价同比增加逾一成，出让金总额同比微增，我们预计 2 月政府性基金预算收入或与去年同期接近。综合来看，我们预计 2 月广义财政收入约 2.7 万亿元，与近年同期水平接近。**财政支出方面**，财政部部长刘昆在全国财政工作会议上表示，要适度扩大财政支出规模，而今年专项债发行延续了去年节奏前置的特征，或将带动年初财政支出保持必要强度，我们预计 2 月广义财政支出将略高于往年同期水平，约 3.0 万亿，则 2 月广义财政赤字约 3000 亿元。**综合来看**，我们预计 2 月政府存款或环比增加约 5000 亿元，对流动性产生负面影响。

1 月新增人民币贷款 4.9 万亿元，同比大幅多增 9200 亿元，创历史新高，企业融资需求回暖是 1 月贷款增长的主导因素，而由于居民购房意愿仍然较弱，居民中长期贷款同比仍大幅少增。2 月以来票据利率持续上行，月末 1Y 期票据利率也创下去年 4 月以来的新高，全月中枢较 1 月大幅上行约 28BP，并且考虑到今年 2 月的工作日也较去年有所增加，我们预计 2 月信贷投放总量仍将高于去年同期，新增人民币信贷约 1.6 万亿，同比多增约 3700 亿元。在考虑非银存款、境外存款和政府存款等因素变化后，我们估计 2 月缴准基数或环比增加约 3400 亿元，这将推动 2 月法定准备金增加约 300 亿元，对流动性影响有限。

图 5：1 月人民币贷款信贷总量创历史新高


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 6：2 月国股转贴现票据利率持续走高


资料来源:万得, 信达证券研发中心

公开市场方面，2 月有 3000 亿 MLF 到期，央行续作 4990 亿元，超额 1990 亿；而在逆回购方面，部分节前投放的逆回购在 2 月到期，尽管央行连续开展大规模逆回购操作，但仍然净回笼资金 3400 亿元；此外，考虑煤炭清洁高效利用专项再贷款为按月操作，我们假设 2 月投放规模与前值接近，约 80 亿元左右。综合来看，我们预计

2月央行对其他存款性公司债权环比下降约1300亿元，对应2月超储率约1.61%，较1月环比上升约0.19pct，也高于往年同期均值约0.15pct。

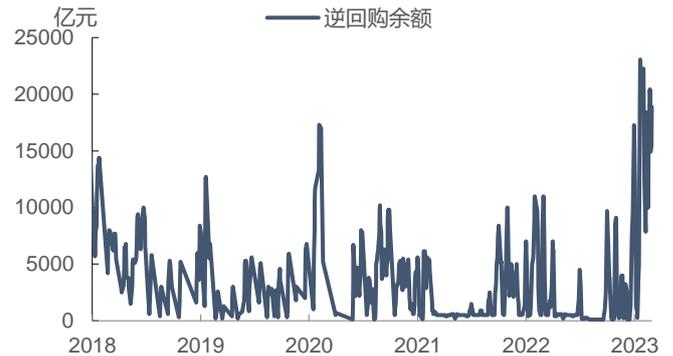
尽管2月超储率较往年同期偏高，但资金面波动反而加大，我们认为可能是由于央行重启了22年10月下旬以来的政策正常化进程，用显性的逆回购工具来代替前期的隐性支持。尽管超储率有所抬升，但实际的增量流动性可能并未增加，相反依赖短期逆回购投放且非银机构杠杆率仍然相对偏高，导致资金面反而出现了中枢回归政策利率且波动加大的现象。2月超储率不低，但资金面的波动反而有所增大，尤其是在2月初资金需求相对较低的时间点，央行即投放大规模逆回购，这是相对罕见的情况。尽管现金回流的进度似乎难以高频追踪，但我们认为至少在方向上应当是对流动性的补充，而在2月6-8日，在央行逆回购已开始净投放的背景下，商业银行刚性净融出的规模减少了1.4万亿，这已经很难用现金回流等因素与逆回购到期的时间差来解释，我们认为这更有可能是央行重新开启了22年10月下旬以来货币政策正常化的进程，用显性的逆回购工具替代前期对大行与政策性银行的隐性支持。因此，尽管超储率有所抬升，但实际的增量流动性可能并未增加。而以大规模逆回购满足资金需求的后果，一方面会加速资金利率向政策利率的回归；另一方面，投放期限的缩短也会加大资金面不稳定的现象。而在银行融出不稳定的状态下，非银机构尤其是公募基金杠杆率仍在偏高位置，正回购规模下降得并不快，这也使得我们追踪的资金缺口指数，尤其是新口径的中枢明显抬升。因此，2月以来资金面呈现出了“逆回购放量——资金面转松——逆回购回笼——资金面转紧”的状态，在跨月期间，DR007甚至一直维持在政策利率之上。

图 7：大行净融出规模与 DR007



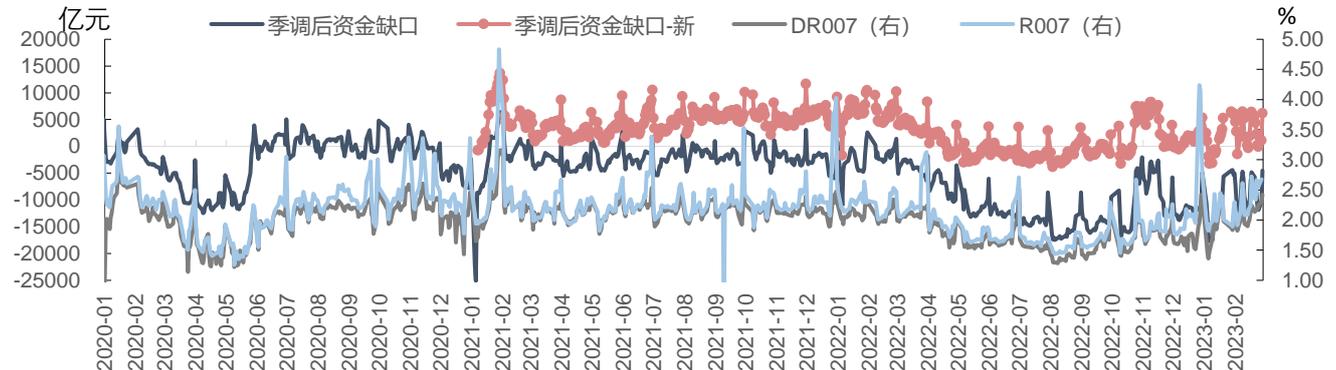
资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 8：2月逆回购余额持续处于高位



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 9：2月资金缺口指数有所抬升



资料来源:万得, 信达证券研发中心

二、3月超储率升至1.68% 资金利率中枢料将下行但波动仍存

3月财政“支大于收”，我们预计其将向市场投放过万亿流动性；而3月现金回流进程仍在持续，也有望对流动性带来补充；公开市场方面，2月末逆回购余额仍处高位，我们认为降准存在必要性但似乎4月是更合适的时点，MLF大概率将更大幅度超量续作，同时缩量逆回购，央行对其他存款性公司债权或下降5900亿元；此外，考虑缴准基数的季节性上升，我们预计3月超储率或环比上升0.08pct至1.68%左右，仍将高于往年同期。

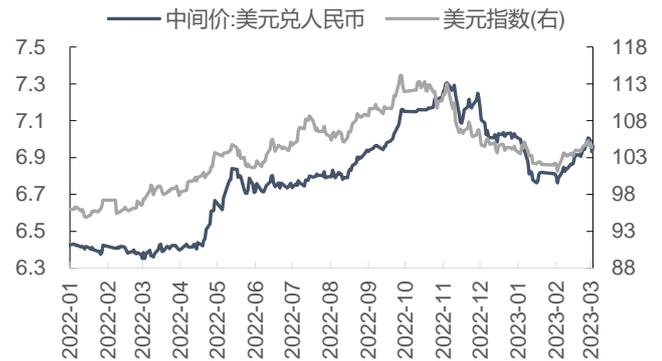
3月货币发行或减少约2200亿，对流动性起到一定补充。从历史情况来看，节后现金回流通常持续到3月份，参考春节时间相近的2012年、2014年、2017年3月现金回流规模占1月现金漏出规模的17%-22%，因此，我们预计3月货币发行或减少约2200亿元，对流动性起到一定补充。

图 10: 3月现金回流规模基本占1月现金漏出规模的两成



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 11: 2月以来美元指数反弹



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

近期美元指数反弹对人民币汇率带来调整压力，但在当前货币政策不对汇率进行过多干预的背景下，我们预计外汇占款或仍然呈现出窄幅波动的态势，对流动性的影响有限。

我们预计3月政府债净融资或约4900亿元。地方债方面，2月新增专项债发行规模3358亿元，较各省市公布的地方债发行计划少700亿元左右，而由于1月新增专项债实际发行规模超出计划，因此1-2月合计的新增专项债实际发行规模与计划相近。考虑到截至目前公布3月发行计划的省份尚不完全，因此我们假设3月新增专项债发行规模略超过当前计划，约5000亿元左右；假设3月新增一般债发行规模也较当前计划的495亿元有所提升，约900亿；此外，一季度再融资债券发行规模通常与地方债到期量接近，因此我们预计3月再融资债发行规模约2100亿元。综合来看，3月地方债发行规模或约8000亿元，考虑到到期规模3078亿元，我们预计3月地方债净融资规模约为4900亿元，较2月小幅下降。

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_52823

