东兴证券 DONGXING SECURITIES

资金利率波动或降低

——2021年3月货币市场流动性前瞻

2021 年 03 月 03 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡 电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟 电话：010-66554021 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

主要观点：

受疫情和“就地过年”影响，居民取现需求低于往年，春节流动性压力有所缓解，2 月央行秉持“节前不大放，节后不大收”的原则开展公开市场操作，除中旬常规 MLF 操作、节前 14 天逆回购投放跨节资金外，2 月央行公开市场操作多以 7 天期逆回购操作为主；货币市场流动性预期逐渐从去年底“永煤”事件后的偏宽松模式调至常态，2 月银行间各期限资金利率逐渐回落，但利率中枢依然高于 20 年 12 月，除个别交易日外，隔夜回购利率基本低于 2%，**2 月资金利率波动幅度有所降低，或受益于稳定的央行操作和市场预期。**

2 月同业存单利率中枢较上月有所回升，尤其是 3 月期以上存单；年初信贷投放集中，结构性存款压降压力缓解，1 月银行负债端压力有所缓解，同业存单发行利率回落，但随着实体经济继续复苏，PPI 回正，贷款利率继续回升，银行负债利率上升压力较大，同业存单利率易上难下；此外 3 月同业存单到期量较大， 也对 NCD 发行利率形成支撑。

展望 3 月资金利率或延续紧平衡，波动幅度降低；流通中现金、财政收入等因素难以对银行间资金流动性形成较大扰动，3 月两会定调 2021 年财政政策基调，政府债发行节奏或对资金利率走势形成扰动，但考虑到 21 年经济复苏背景下，财政政策逆周期的必要性减弱，财政赤字扩张幅度有限，政府债发行对银行间流动性的挤出效应有限；2 月央行呼吁市场更加关注资金利率变化而非公开市场投放量指标，在价格型调控思路下，市场预期更为稳定，资金利率波动幅度或降低；海内外经济共振复苏，疫苗接种率提升，疫情防控效果显现，当前我国央行货币政策操作更具定力，将继续回归常态化，货币政策目标也将继续在“稳增长”和“防风险”间取得平衡，当前货币政策不具备边际收紧的宏观经济基础。此外，实体经济渐近复苏，同时受基数影响，PPI 回升压力较大，实体信贷需求不弱，银行间流动性紧平衡的概率较大，后续关注 PPI 同比回升对资金利率和债市的约束。

风险提示：海外疫情控制超预期，央行货币政策边际收紧。

1. 2 月流动性概述

受疫情和“就地过年”影响，居民取现需求低于往年，春节流动性压力有所缓解，2 月央行秉持“节前不大放，节后不大收”的原则开展公开市场操作，除中旬常规 MLF 操作、节前 14 天逆回购投放跨节资金外，2 月央行公开市场操作多以 7 天期逆回购操作为主；货币市场流动性预期逐渐从去年底“永煤”事件后的偏宽松模式调至常态，2 月银行间各期限资金利率逐渐回落，但利率中枢依然高于 20 年 12 月，除个别交易日外，隔夜回购利率基本低于 2%，2 月资金利率波动幅度有所降低，或受益于稳定的央行操作和市场预期。

2 月同业存单利率中枢较上月有所回升，尤其是 3 月期以上存单；年初信贷投放集中，结构性存款压降压力缓解，1 月银行负债端压力有所缓解，同业存单发行利率回落，但随着实体经济继续复苏，PPI 回正，贷款利率继续回升，银行负债利率上升压力较大，同业存单利率易上难下；此外 3 月同业存单到期量较大， 也对 NCD 发行利率形成支撑。

2. 3 月资金利率趋于平稳

展望 3 月，决定银行间资金来源与使用的因素影响趋弱，资金利率或将维持紧平衡。

债券发行：和往年不同，今年财政部并未提前下达新增专项债额度，前两月债券发行并未对资金利率形成干扰，3 月随着两会召开，21 年财政政策定调，国债和地方政府债券发行也将陆续展开，可能会对银行间流动性形成干扰，但从今年财政政策回归常态，政府债券发行额度相对有限，难对资金和债市利率形成持续干扰。

财政支出：一般 3 月财政支出较大，央行财政存款资金回流至银行，对银行间资金面形成支撑，但 2021 年财政政策逆周期调控的必要性持续降低，财政支出大幅扩大的概率较低，财政资金对银行间流动性的支撑预计有限。

流通中现金：受疫情影响，2020 年居民面临外部不确定性较强，持有现金量较大，表现为疫情后 M0 同比的高增长，而随着疫苗铺开，海内外疫情影响消退，居民持有现金需求和意愿持续减少，直至回归疫情前水平，因此我们认为即使就地过年导致居民提现数量有限，但后续现金回流至银行的过程仍然不可逆，可能对银行间流动性形成支撑。

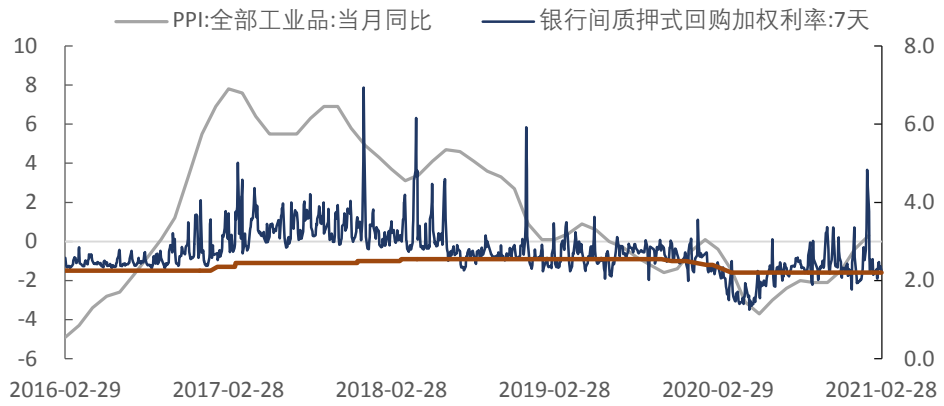
公开市场操作：节前金融时报发文引导市场减少对公开市场操作投放量的关注，更加关注资金利率波动；与数量型调控方式不同，价格调控下资金利率的波动性降低，央行使用短期限逆回购工具进行精准调控的概率也较高，央行动态的资金投放规律比短期的资金投放量更为重要，3 月央行或将进一步引导资金利率围绕政策利率波动。

3. PPI 回升，资金面压力加大

节后受疫情控制和海外经济复苏影响，大宗商品持续涨价，上游采掘工业价格的上涨逐渐向中游、下游甚至生活资料传导，虽然 2 月制造业 PMI 数据有所回落，但从各项高频数据看国内工业生产并未出现明显疲弱的迹象，海外方面，随着疫苗接种率提升，主要发达国家疫情控制取得一定成效，这在一定程度上强化了实体经济和需求复苏的预期，从而再次拉动以铜和原油为代表的大宗商品价格上涨；国内出口、制造业与工业的高景气度延续，企业的加库存意愿较强，实体信贷需求不弱，从而导致银行间市场流动性趋紧，在政策利率

不变前提下，资金利率也面临小幅回升的压力。因此 2021 年上半年随着 PPI 同比增速不断回升，资金利率或一定程度上承压，资金面紧平衡的程度受 PPI 回升幅度与持续时间影响。

图1：攀升的 PPI 与资金利率压力



资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 3 月资金利率走势展望

展望 3 月资金利率或延续紧平衡，波动幅度降低；流通中现金、财政收入等因素难以对银行间资金流动性形成较大扰动，3 月两会定调 2021 年财政政策基调，政府债发行节奏或对资金利率走势形成扰动，但考虑到 21 年经济复苏背景下，财政政策逆周期的必要性减弱，财政赤字扩张幅度有限，政府债发行对银行间流动性的挤出效应有限；2 月央行呼吁市场更加关注资金利率变化而非公开市场投放量指标，在价格型调控思路下，市场预期更为稳定，资金利率波动幅度或降低；同时海内外经济共振复苏，疫苗接种率提升，疫情防控效果显现，当前我国央行货币政策操作更具定力，将继续回归常态化，货币政策目标也将继续在“稳增长”和“防风险”间取得平衡，当前货币政策不具备边际收紧的宏观经济基础。此外，实体经济渐近复苏，同时受基数影响，PPI 回升压力较大，实体信贷需求不弱，银行间流动性紧平衡的概率较大，后续关注 PPI 同比回升对资金利率和债市的约束。

5. 风险提示

海外疫情控制超预期，央行货币政策边际收紧。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	东兴宏观：资金面回归紧平衡——2021 年 2 月流动性前瞻	2021-02-03
宏观普通报告	宏观普通报告：外需保持强劲，内需出现起色。	2021-01-14
宏观普通报告	东兴宏观：信贷扩张继续放缓——2020 年 12 月金融数据点评	2021-01-13
宏观普通报告	东兴宏观：年初资金延续宽松——2021 年 1 月货币市场流动性前瞻	2021-01-08
宏观深度报告	东兴宏观：行稳致远，进而有为——2021 年国内外宏观经济形势展望	2020-12-11
宏观普通报告	东兴宏观：社融见顶—2020 年 11 月金融数据点评	2020-12-10
宏观普通报告	东兴宏观：全球后疫情经济复苏刺激出口	2020-12-07
宏观普通报告	东兴宏观：流动性波动加大——2020 年 12 月货币市场流动性前瞻	2020-12-02
宏观普通报告	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点—2020 年 10 月金融数据点评	2020-11-12
宏观普通报告	东兴宏观：信用增速或将迎来拐点—2020 年 10 月金融数据点评	2020-11-12

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15％以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5％～15％之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5％以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5％～+5％之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5％以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526