

货币政策与流动性观察

流动性边际趋稳

核心观点

一周回顾

海外流动性方面，上周（2月13日-2月17日）海外主要央行的货币政策无重大变化。2月14日公布的价格数据显示，美国CPI和PPI涨幅均超预期。前瞻地看，超预期的非农和通胀数据为美国进一步加息提供了基础，市场预期美联储在3月加息50bp的概率有所上升，但联邦资金利率期货显示加息25bp的可能性仍超过8成；欧央行方面，行长拉加德称3月或再度加息50bp。

国内流动性方面，上周（2月13日-2月17日）狭义流动性边际趋稳。国信狭义流动性高频扩散指数较此一周（2月6日-2月10日）上升0.32至99.92。其中价格指数上升0.19至98.81，贡献了总扩散指数变化的38.5%，数量指标上升0.59至102.15，贡献了总扩散指数变化的61.5%。价格指数上升（宽松）主要受上周同业存单加权利率环比上行拖累；此外，尽管上周五DR和R加权利率显著上行，但上周资金利率总体仍较前一周有所回落，对价格指数构成支撑。数量指数上升（宽松）主要受上周央行MLF净投放支撑；拖累主要来自央行逆回购缩量，带来短期流动性边际收紧。上周7天逆回购净投放-1780亿元（到期18400亿元，投放16620亿元）。

债券发行方面，上周政府债净融资1774.0亿元，本周计划发行4085.2亿元，净融资额预计为2548.4亿元；同业存单净融资502.7亿元，本周计划发行806.4亿元，净融资额预计为-6409.4亿元；企业债券净融资1636.7亿元，其中城投债融资贡献约50.8%，本周计划发行791.9亿元，净融资额预计为-1419.5亿元。

上周五（2月17日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（2月10日）下行0.17至100.36，同期美元指数上行0.31至103.88。2月17日，美元兑人民币在岸汇率较2月10日的6.80上行约819基点至6.88，离岸汇率从6.81上行约783基点至6.88。

风险提示：防疫措施出现反复，中国出现疫后通胀，经济复苏不及预期。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

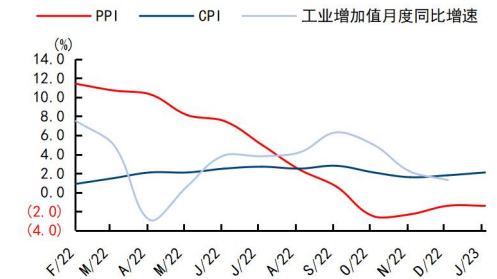
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.10
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-9.90
M2	12.60

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-企业信贷支撑社融高增》——2023-02-13
- 《宏观经济宏观周报-短期国内通胀无虞，下半年需要关注通胀升温风险》——2023-02-13
- 《货币政策与流动性观察-节后流动性小幅走宽》——2023-02-07
- 《宏观经济宏观周报-春节假期结束后首周，国内经济复苏力度强劲》——2023-02-07
- 《海外宏观经济周报-美联储认可通胀进入下行趋势，美国就业市场非常强劲》——2023-02-06

内容目录

一周回顾：流动性边际趋稳	4
流动性观察	6
外部环境：通胀超预期或提升美联储终端利率	6
国内利率：短端利率再度跳升	7
国内流动性：央行缩量续作逆回购	9
债券融资：企业债净融资增加	11
汇率：人民币美元走势分化	12

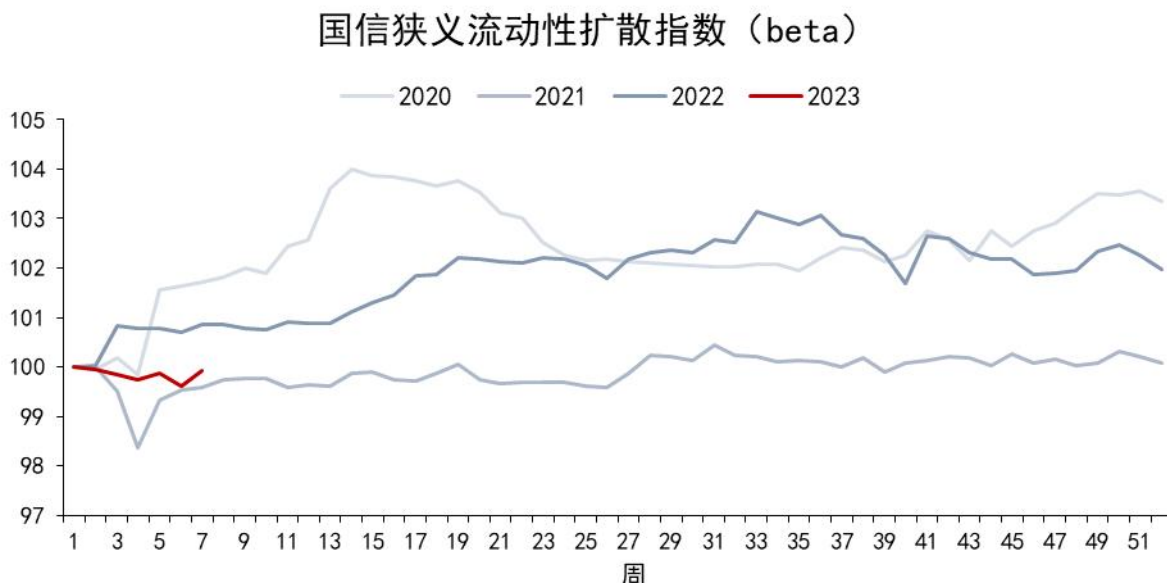
图表目录

图 1: 狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）	4
图 2: 价格指数	4
图 3: 数量指数	4
图 4: 美联储关键短端利率	6
图 5: 欧央行关键短端利率	6
图 6: 日央行关键短端利率	6
图 7: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 8: 央行关键利率	7
图 9: LPR 利率	7
图 10: 短端市场利率与政策锚	8
图 11: 中期利率与政策锚	8
图 12: 短端流动性分层观察	8
图 13: 中长端流动性分层观察	8
图 14: SHIBOR 报价利率	8
图 15: 中美利差	8
图 16: “三档两优”准备金体系	9
图 17: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图 18: 7 天逆回购到期与投放	9
图 19: 14 天逆回购到期与投放	9
图 20: MLF 投放跟踪	10
图 21: MLF 投放季节性	10
图 22: 银行间回购成交量	10
图 23: 上交所回购成交量	10
图 24: 银行间回购余额	10
图 25: 交易所回购余额	10
图 26: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 27: 政府债券与同业存单净融资	11
图 28: 企业债券净融资与结构	11
图 29: 主要货币指数走势	12
图 30: 人民币汇率	12

一周回顾：流动性边际趋稳

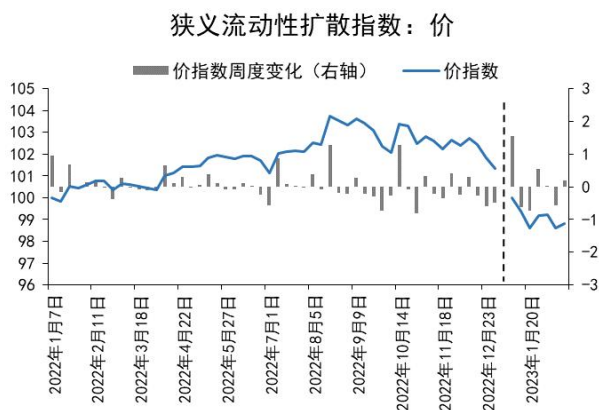
海外流动性方面，上周（2月13日-2月17日）海外主要央行的货币政策无重大变化。2月14日公布的价格数据显示，美国CPI和PPI涨幅均超预期。前瞻地看，超预期的非农和通胀数据为美国进一步加息提供了基础，市场预期美联储在3月加息50bp的概率有所上升，但联邦资金利率期货显示加息25bp的可能性仍超过8成；欧央行方面，行长拉加德称3月或再度加息50bp。

图1：狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



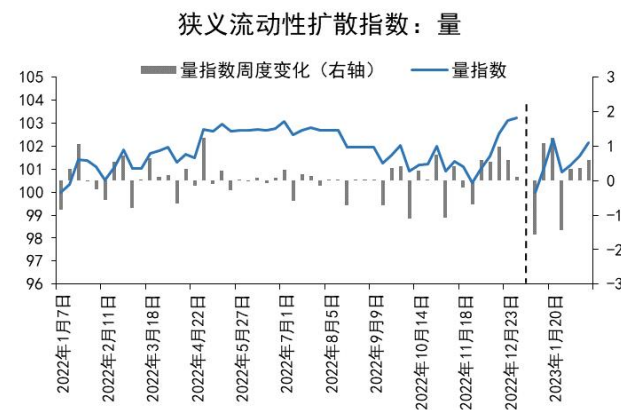
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：价格指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：数量指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国内流动性方面，上周（2月13日-2月17日）狭义流动性边际趋稳。国信狭义流动性高频扩散指数较此一周（2月6日-2月10日）上升0.32至99.92。其中价格指标上升0.19至98.81，贡献了总扩散指数变化的38.5%，数量指标上升0.59至102.15，贡献了总扩散指数变化的61.5%。价格指数上升（宽松）主要受上周同业存单加权利率环比上行拖累；尽管上周五DR和R加权利率显著上行，但

上周资金利率总体仍较前一周有所回落，对价格指数构成支撑。数量指数上升（宽松）主要受上周央行 MLF 净投放支撑；拖累主要来自央行逆回购缩量，带来短期流动性边际收紧。上周 7 天逆回购净投放-1780 亿元（到期 18400 亿元，投放 16620 亿元）。

债券发行方面，上周政府债净融资 1774.0 亿元，本周计划发行 4085.2 亿元，净融资额预计为 2548.4 亿元；同业存单净融资 502.7 亿元，本周计划发行 806.4 亿元，净融资额预计为-6409.4 亿元；企业债券净融资 1636.7 亿元，其中城投债融资贡献约 50.8%，本周计划发行 791.9 亿元，净融资额预计为-1419.5 亿元。

上周五（2 月 17 日）人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周（2 月 10 日）下行 0.17 至 100.36，同期美元指数上行 0.31 至 103.88。2 月 17 日，美元兑人民币在岸汇率较 2 月 10 日的 6.80 上行约 819 基点至 6.88，离岸汇率从 6.81 上行约 783 基点至 6.88。

流动性观察

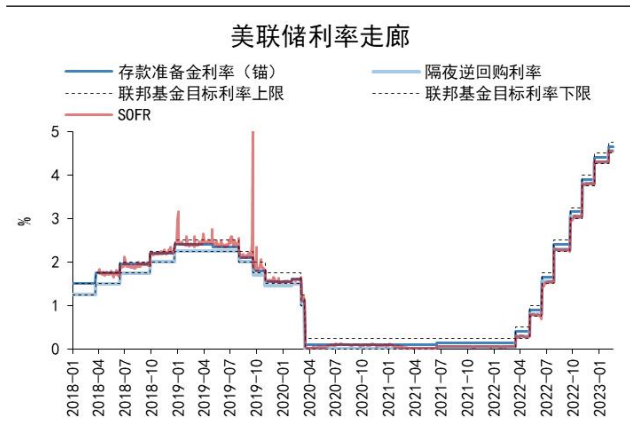
外部环境：通胀超预期或提升美联储终端利率

美联储

2月FOMC加息25bp后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于4.65%和4.55%。上周四（2月16日）SOFR利率较前一周（2月9日）维持不变，位于4.55%。2月14日公布的价格数据显示，美国CPI和PPI涨幅均超预期，或推动美联储本轮加息终点利率进一步提升。

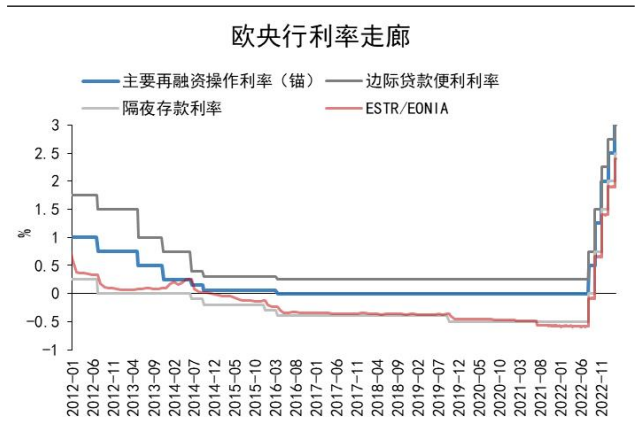
截至2月15日，美联储资产负债表规模为8.38万亿美元，较前一周（2月8日）减少506.0亿美元，约为今年4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.97万亿）的93.5%。

图4: 美联储关键短端利率



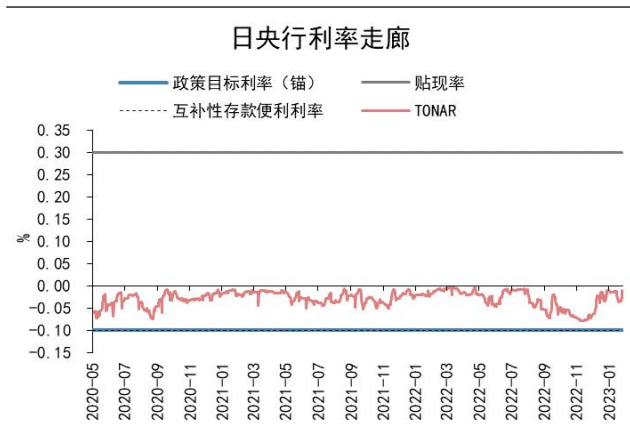
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 欧央行关键短端利率



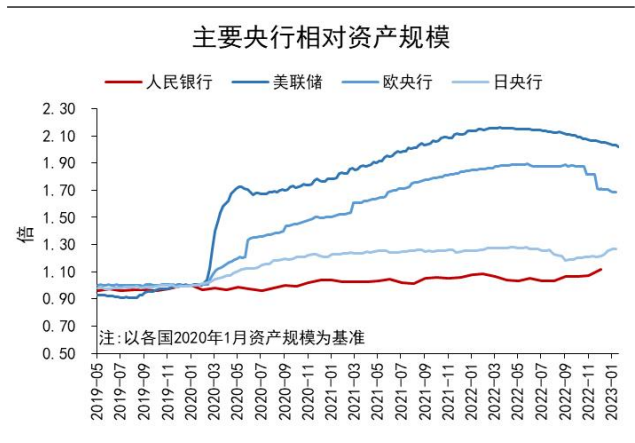
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6: 日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7: 主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

欧央行在 2 月议息会议决定加息 50bp，其三大关键利率——主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于 3.00%、3.25% 和 2.50%。欧元短期利率（ESTR）本周四（2 月 16 日）较前一周（2 月 9 日）维持不变，位于 2.40%。

日央行

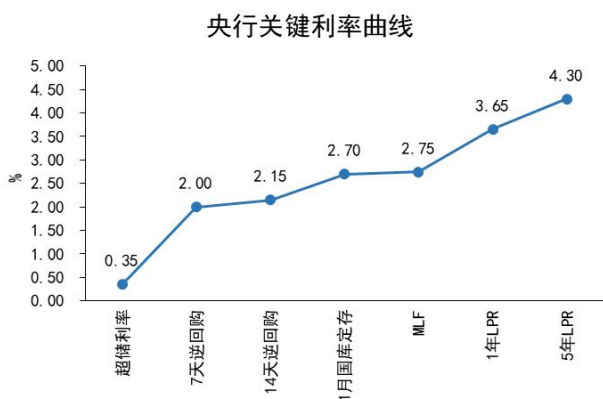
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和 -0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）本周四（2 月 16 日）较前一周（2 月 9 日）上行 3bp，位于-0.01%。

国内利率：短端利率再度跳升

央行关键利率

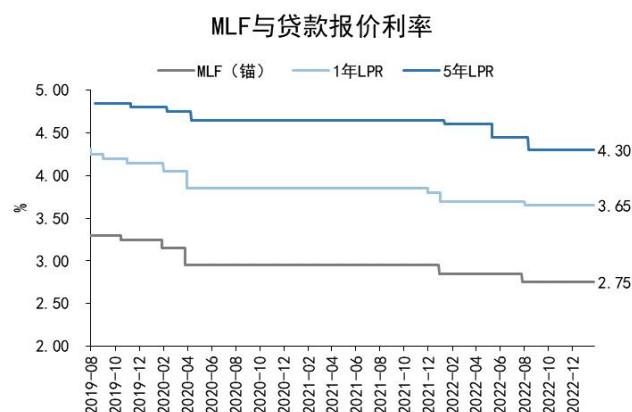
2 月 15 日，中期借贷便利利率（MLF）公布，1 年期利率无变化，维持在 2.75%。央行其它关键利率无变化。

图8：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图9：LPR 利率



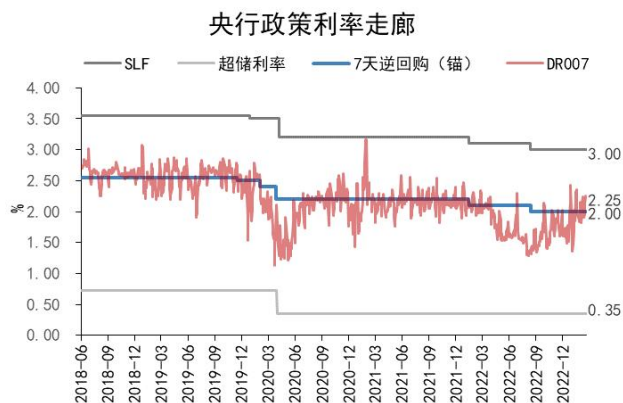
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率大幅上行。上周五（2 月 17 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（2 月 10 日）分别上行 67bp、35bp 和 37bp；R007、DR007、GC007 分别上行 64bp、31bp 和 64bp。

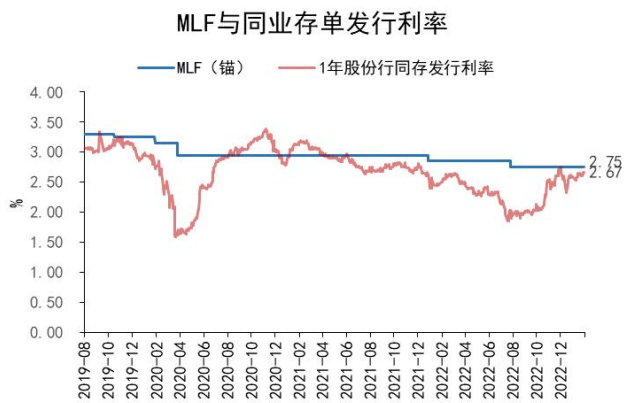
存单利率方面，上周出现分化。上周四（2 月 16 日）国有行 1 年期存单发行利率较前一周（2 月 9 日）下行 1bp 至 2.63%，股份行维持在 2.63%不变，城商行上行 3bp 至 2.80%。

图10: 短端市场利率与政策锚



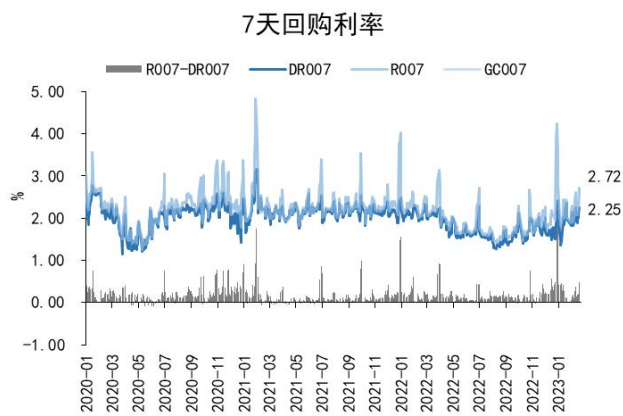
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 短端流动性分层观察



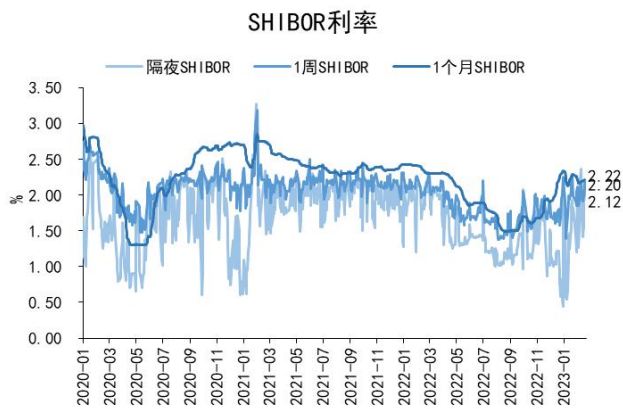
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 中长端流动性分层观察



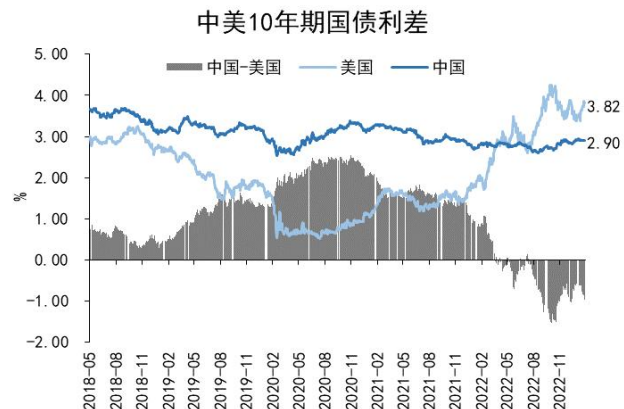
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

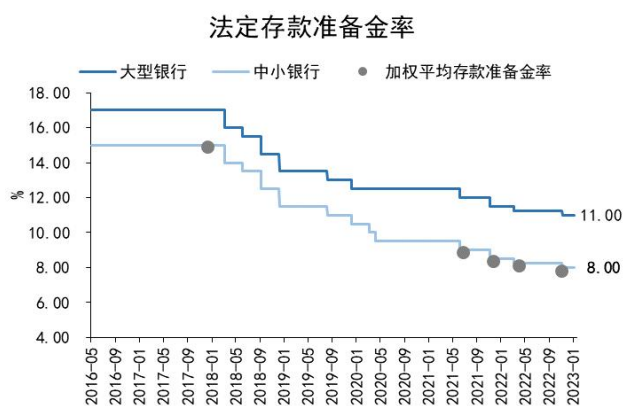
国内流动性：央行缩量续作逆回购

上周（2月13日-2月19日），央行净投放流动性资金-1780亿元。其中：7天逆回购净投放-1780亿元（到期18400亿元，投放16620亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（2月20日-2月26日），央行逆回购将到期16620亿元，其中7天逆回购到期16620亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（2月20日）央行7天逆回购净投放2240亿元，14天逆回购净投放0亿元。

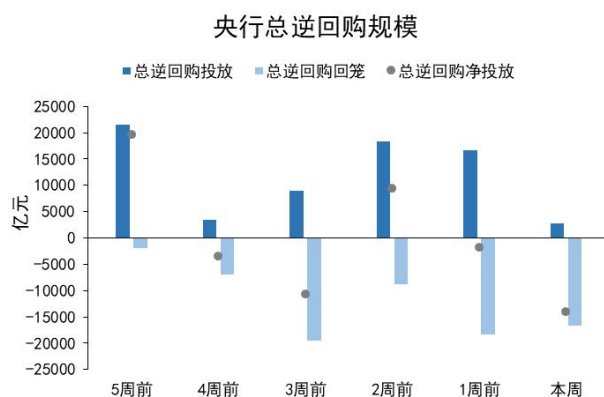
上周（2月13日-2月19日），银行间市场质押回购平均日均成交5.77万亿，较前一周（2月6日-2月12日，5.46万亿）增加0.31万亿。隔夜回购占比为85.2%，较前一周（85.8%）下降0.6pct。

图16：“三档两优”准备金体系



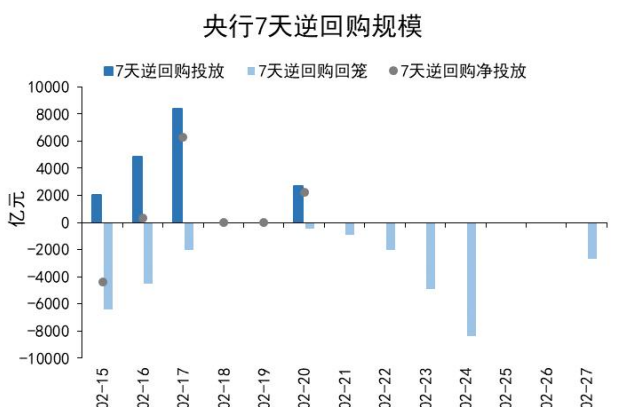
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



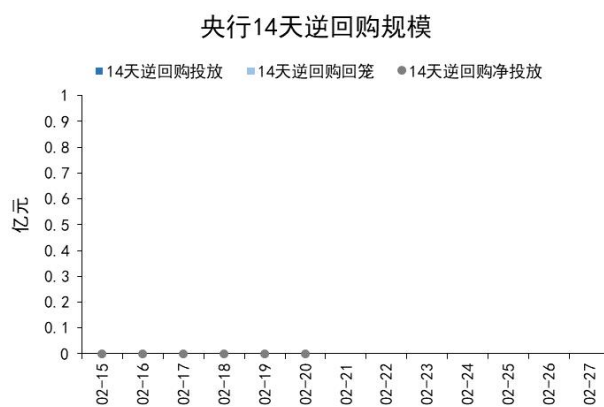
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：7天逆回购到期与投放



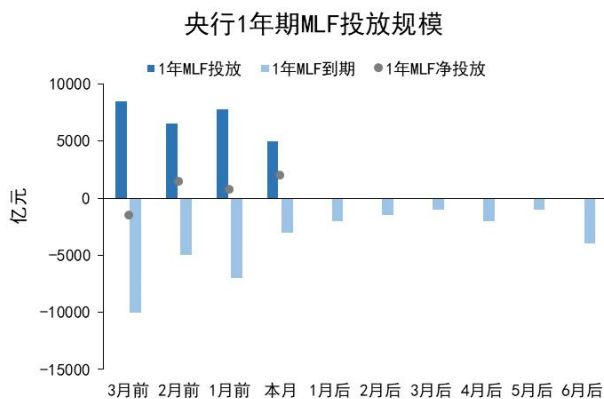
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：14天逆回购到期与投放



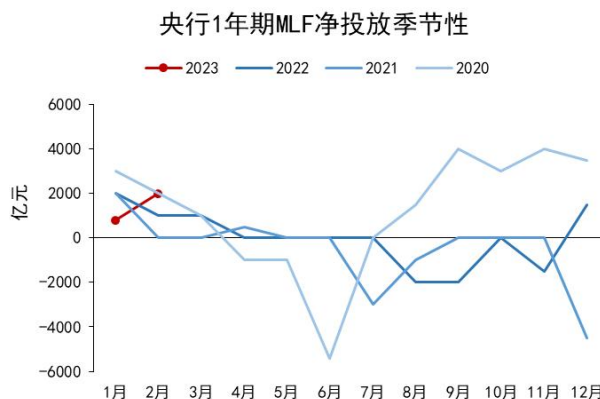
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: MLF 投放跟踪



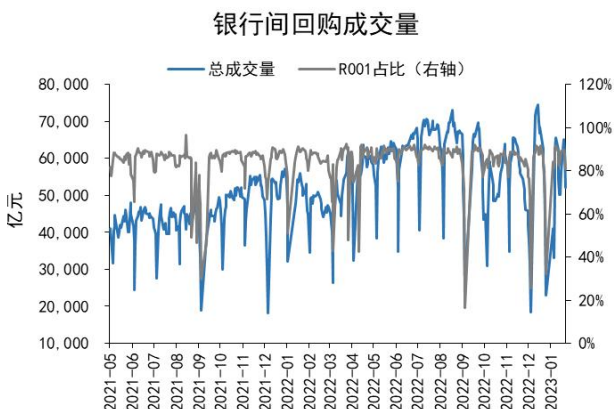
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放季节性



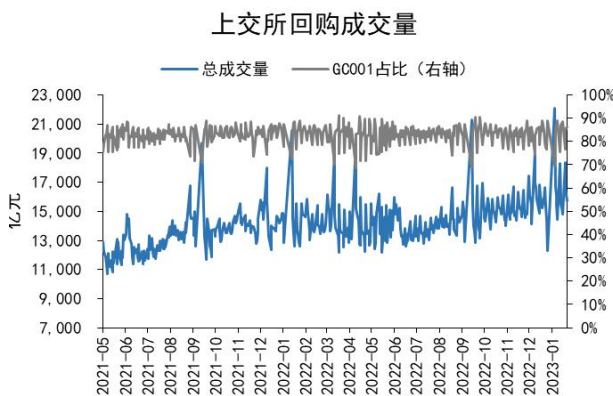
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 银行间回购成交量



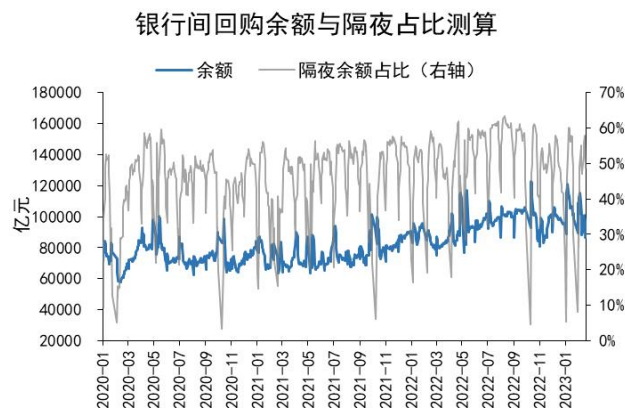
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 上交所回购成交量



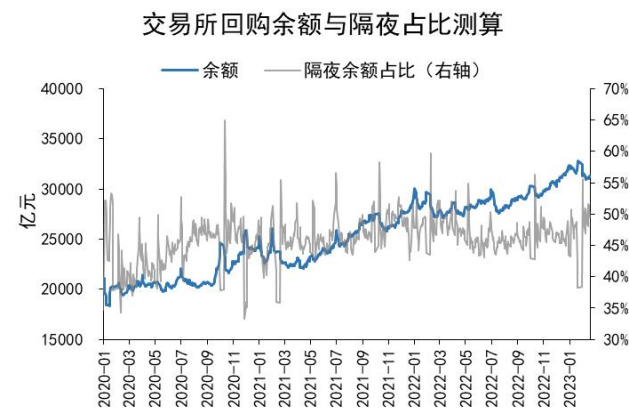
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

债券融资：企业债净融资增加

政府债上周（2月13日-2月17日）共计发行2921.7亿元，净融资1774.0亿元，较前一周（2月6日-2月10日）的1770.4亿元基本稳定。本周计划发行4085.2亿元，净融资额预计为2548.4亿元。

同业存单上周（2月13日-2月17日）共计发行6179.4亿元，净融资502.7亿元，较前一周（2月6日-2月10日）的2269.4亿元大幅回落。本周计划发行806.4亿元，净融资额预计为-6409.4亿元。

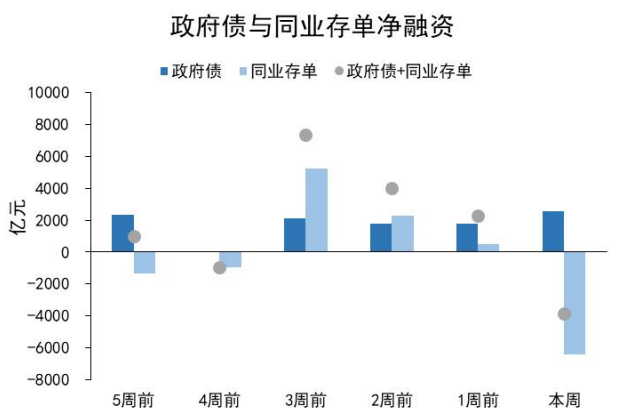
企业债券上周（2月13日-2月17日）共计发行3178.1亿元，净融资1636.7亿元，较前一周（2月6日-2月10日）的704.2亿元再度增加。上周城投债融资贡献约50.8%。本周计划发行791.9亿元，净融资额预计为-1419.5亿元。

图26: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位: 亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	661.6	11.6	0.0	-787.9	1608.1	1608.1	438.0	438.0	1377.5	1280.1	4085.2	2548.4	2921.7	1774.0
国债	0.0	-650.0	0.0	-787.9	1260.0	1260.0	0.0	0.0	650.0	650.0	1910.0	472.1	2000.0	1149.3
地方政府一般债	95.0	95.0	0.0	0.0	25.2	25.2	142.4	142.4	183.3	177.3	445.9	439.9	459.7	210.9
地方政府专项债	566.6	566.6	0.0	0.0	322.9	322.9	295.6	295.6	544.2	452.8	1729.3	1636.4	462.0	413.8
同业存单	806.4	400.7	0.0	-2339.7	0.0	-1891.4	0.0	-584.9	0.0	-1561.0	806.4	-6409.4	6179.4	502.7
企业债	506.6	-63.5	236.3	-56.0	34.0	-110.4	15.0	-136.6	0.0	-476.1	791.9	-1419.5	3178.1	1636.7
城投债	256.6	86.2	96.3	-59.2	14.0	6.2	0.0	-22.2	0.0	-102.0	366.9	-324.9	1139.1	832.1
产业债	260.0	-139.7	160.0	8.2	20.0	-131.8	15.0	-124.4	20.0	-379.1	475.0	-1109.7	2176.0	811.9

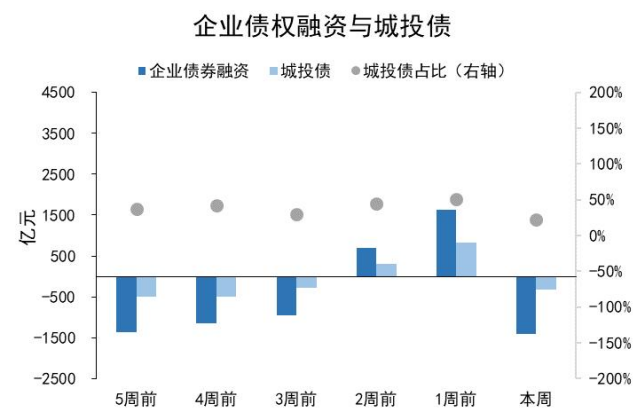
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 政府债券与同业存单净融资



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图28: 企业债券净融资与结构

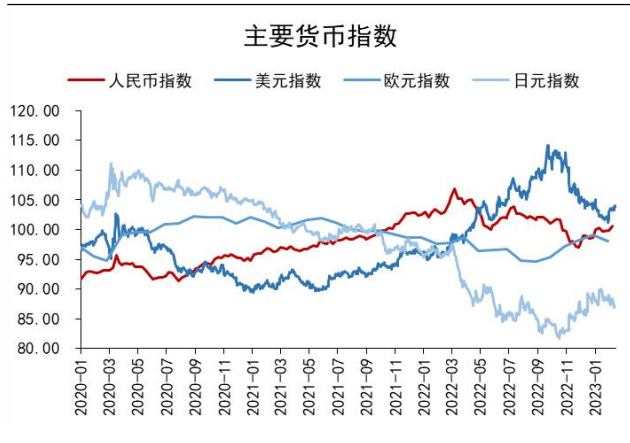


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汇率：人民币美元走势分化

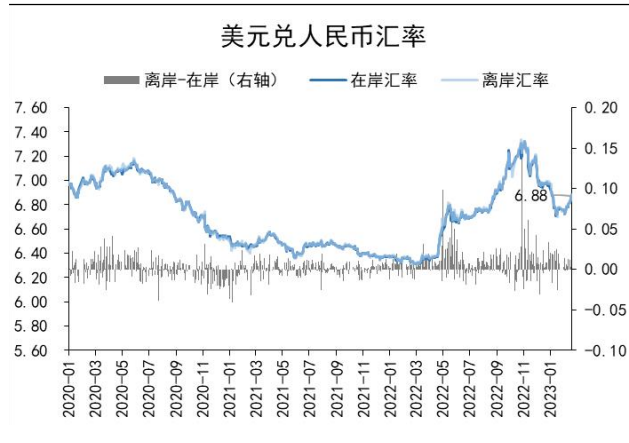
上周五（2月17日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（2月10日）下行0.17至100.36，同期美元指数上行0.31至103.88。2月17日，美元兑人民币在岸汇率较2月10日的6.80上行约819基点至6.88，离岸汇率从6.81上行约783基点至6.88。

图29：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图30：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032