

# 货币政策与流动性观察

## 跨季资金量价齐升

### 核心观点

#### 跨季资金量价齐升

海外方面，上周（3月20日-3月24日）美联储在3月FOMC会议上加息25bp。3月23日公布的美国初请失业金人数减少1000人至19.1万人，表明美国的就业市场维持强劲。前瞻地看，尽管美国通胀水平仍处于高位，但近期硅谷银行倒闭引发的一系列风险事件叠加鲍威尔在3月FOMC会后的表态，使市场预期美联储在5月继续加息的可能性较低。美联储联邦资金利率期货隐含的加息25bp的可能性仅约1成（13.3%），不加息可能性约9成（86.7%）。

国内流动性方面，上周（3月20日-3月24日）狭义流动性小幅收紧。国信狭义流动性高频扩散指数较此前一周（3月13日-3月17日）下降0.17至100.21，其中价格指标贡献-22.3%，数量指标贡献-77.7%。价格指数下降（紧缩）主要受上周一周R与DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）总体环比上行拖累，特别是14天资金量价齐升，与机构跨季行为有关；而标准化后的同业存单加权利率、R001利率总体环比下行形成支撑。央行上周逆回购缩量续作，对数量指数构成拖累。

上周（3月20日-3月26日），央行净投放短期流动性资金-1130亿元。其中：7天逆回购净投放-1130亿元（到期4630亿元，投放3500亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。本周（3月27日-4月2日），央行逆回购将到期3500亿元，其中7天逆回购到期3500亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月27日）央行7天逆回购净投放2250亿元，14天逆回购净投放0亿元。

债券发行方面，本周同业存单到期量超5000亿元，提示关注潜在的资金融通扰动。上周政府债净融资5417.9亿元，本周计划发行2485.5亿元，净融资额预计为382.0亿元；同业存单净融资-3395.5亿元，本周计划发行703.6亿元，净融资额预计为-4740.3亿元；企业债券净融资-188.1亿元（其中城投债融资贡献约206.3%），本周计划发行886.9亿元，净融资额预计为-3323.5亿元。

上周五（3月24日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月17日）下行0.13至100.30，同期美元指数下行0.76至103.11。3月24日，美元兑人民币在岸汇率较3月17日的6.88下行约110基点至6.87，离岸汇率从6.89下行约416基点至6.85。

**风险提示：**疫情出现反复，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

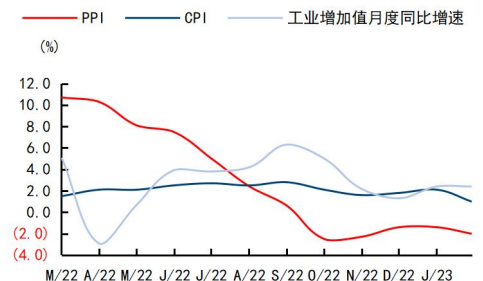
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.50
社零总额当月同比	-1.80
出口当月同比	-1.30
M2	12.90

#### 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-央行“双管齐下”投放中长期流动性》——2023-03-20
- 《宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数再次明显上升》——2023-03-20
- 《货币政策与流动性观察-金融数据量质齐升》——2023-03-13
- 《宏观经济宏观周报-2月国内CPI表现偏弱或与劳动参与率上升有关》——2023-03-13
- 《宏观经济宏观周报-随着需求持续回暖，国内生产资料价格止跌回升》——2023-03-07

## 内容目录

一周回顾：跨季资金量价齐升 .....	4
流动性观察 .....	6
外部环境：美联储加息 25bp .....	6
国内利率：短端利率回落 .....	7
国内流动性：央行逆回购缩量续作 .....	9
债券融资：上周政府债券融资大幅增加 .....	11
汇率：人民币美元同时边际走弱 .....	12

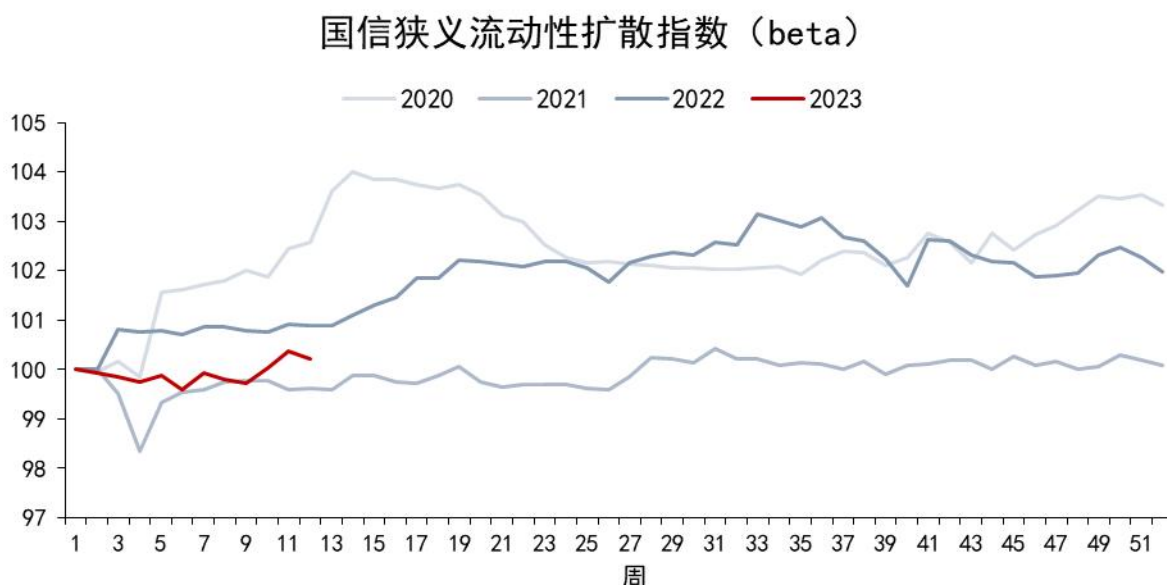
## 图表目录

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: 货币市场加权利率	8
图 15: SHIBOR 报价利率	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：跨季资金量价齐升

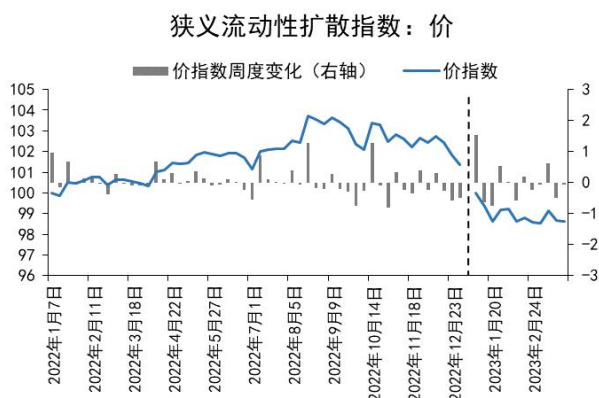
海外方面，上周（3月20日-3月24日）美联储在3月FOMC会议上加息25bp。3月23日公布的美国初请失业金人数减少1000人至19.1万人，表明美国的就业市场维持强劲。前瞻地看，尽管美国通胀水平仍处于高位，但近期硅谷银行倒闭引发的一系列风险事件叠加鲍威尔在3月FOMC会后的表态，使市场预期美联储在5月继续加息的可能性较低。美联储联邦资金利率期货隐含的加息25bp的可能性仅约1成（13.3%），不加息可能性约9成（86.7%）。

图1：狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



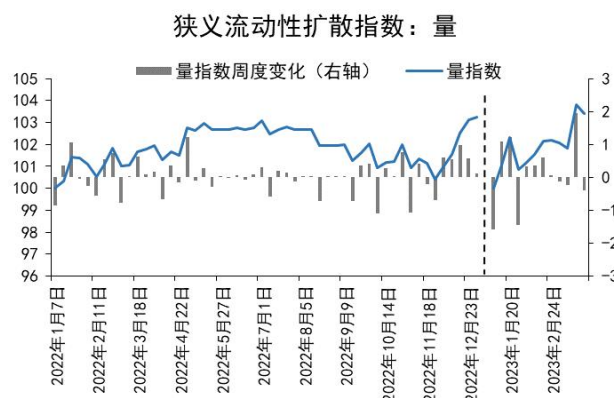
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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（3月20日-3月24日）狭义流动性小幅收紧。国信狭义流动性高频扩散指数较此一周（3月13日-3月17日）下降0.17至100.21，其中价格指标贡献-22.3%，数量指标贡献-77.7%。价格指数下降（紧缩）主要受上周一周R与DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）总体环比上行拖累，特别是14天资金出现量价齐升，与机构跨季行为有关；而标准化

后的同业存单加权利率、R001 利率总体环比下行形成支撑。央行上周逆回购缩量续作，对数量指数构成拖累。

上周（3月20日-3月26日），央行净投放短期流动性资金-1130亿元。其中：7天逆回购净投放-1130亿元（到期4630亿元，投放3500亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。本周（3月27日-4月2日），央行逆回购将到期3500亿元，其中7天逆回购到期3500亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月27日）央行7天逆回购净投放2250亿元，14天逆回购净投放0亿元。

**债券发行方面，本周同业存单到期量超5000亿元，提示关注潜在的资金面扰动。**上周政府债净融资5417.9亿元，本周计划发行2485.5亿元，净融资额预计为382.0亿元；同业存单净融资-3395.5亿元，本周计划发行703.6亿元，净融资额预计为-4740.3亿元；企业债券净融资-188.1亿元（其中城投债融资贡献约206.3%），本周计划发行886.9亿元，净融资额预计为-3323.5亿元。

上周五（3月24日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月17日）下行0.13至100.30，同期美元指数下行0.76至103.11。3月24日，美元兑人民币在岸汇率较3月17日的6.88下行约110基点至6.87，离岸汇率从6.89下行约416基点至6.85。

## 流动性观察

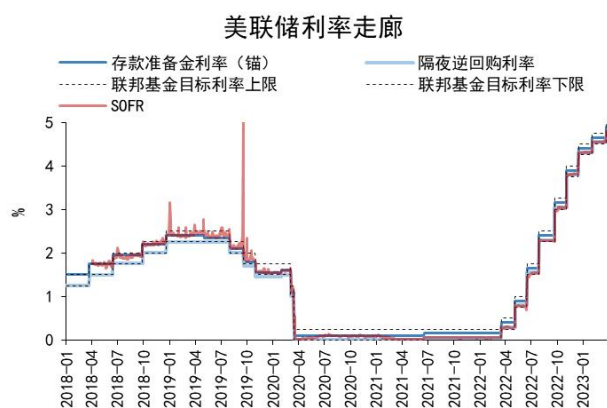
### 外部环境：美联储加息 25bp

#### 美联储

3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4.90%和4.80%。上周四（3月23日）SOFR利率较前一周（3月16日）上升23bp，位于4.80%。3月23日公布的美国初请失业金人数减少1000人至19.1万人，表明美国的就业市场供需仍然紧张。

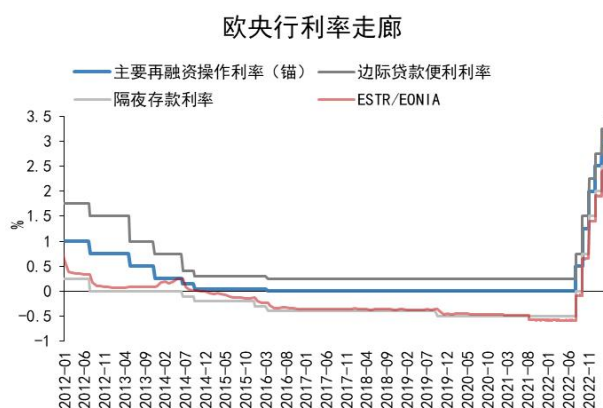
截至3月22日，美联储资产负债表规模为8.73万亿美元，较前一周（3月15日）增加944.87亿美元，主要反映了美联储投放的紧急流动性。当前资产负债表规模约为去年4月本次缩表初期历史最高值（8.97万亿）的97.4%。

图4: 美联储关键短端利率



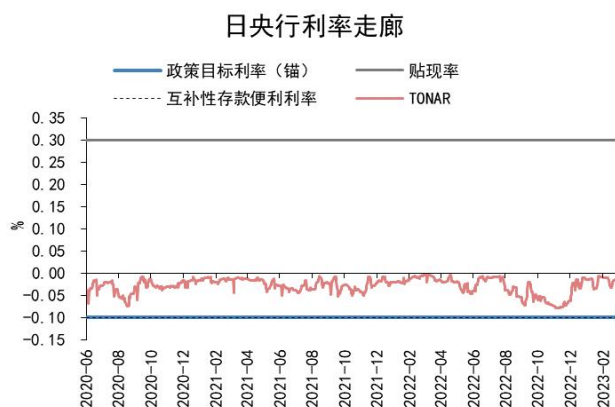
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 欧央行关键短端利率



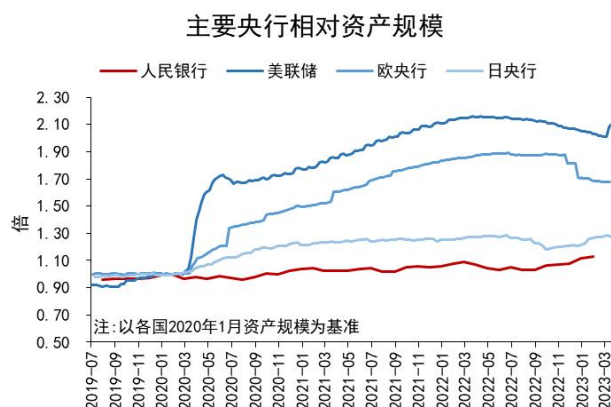
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 3 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 3.50%、3.75% 和 3.00%。欧元短期利率（ESTR）上周四（3 月 23 日）较前一周（3 月 16 日）上升 50bp，位于 2.90%。欧洲央行管委卡扎克斯表示，欧洲银行的资本充足，且现在的银行监管比 2008 年更加严格，所以没有理由将当前情况与 2008 年进行比较，目前不可能停止加息。

## 日央行

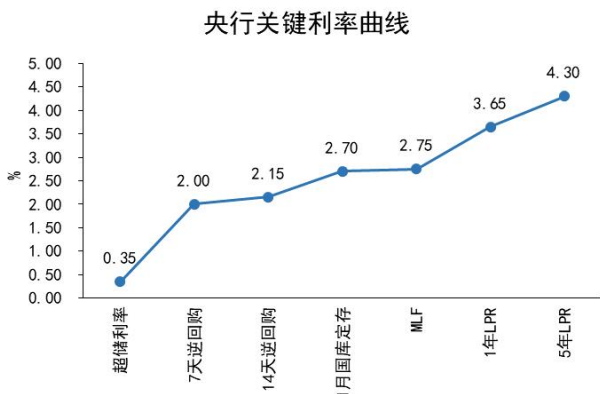
日央行 3 月 10 日公布利率决议，政策利率维持在-0.1%，符合市场预期。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（3 月 23 日）较前一周（3 月 16 日）上升 1bp，位于-0.01%。

## 国内利率：短端利率回落

### 央行关键利率

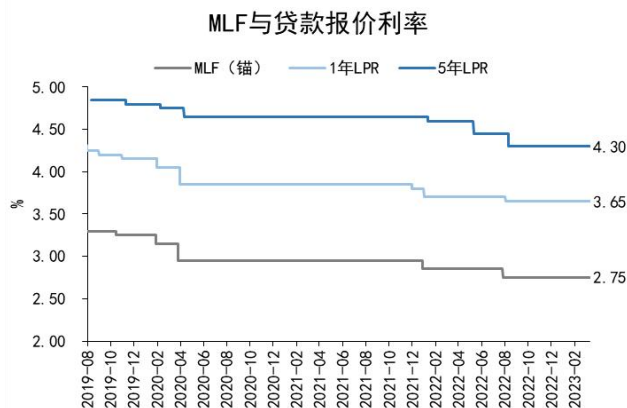
3 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。1 月期国库现金定存中标利率较上月下降 10bp，位于 2.70%。央行其它关键利率无变化。

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



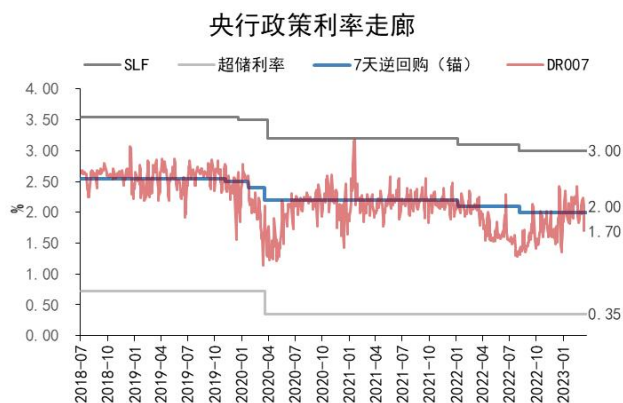
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率全面下行。上周五（3 月 24 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（3 月 17 日）分别下行 98bp、98bp 和 98bp；R007、DR007、GC007 分别下行 36bp、41bp 和 36bp；考虑 R 成交量权重的货币市场加权利率下行 89bp。

存单利率方面，上周有所分化。上周五（3 月 24 日）国有行 1 年期存单发行利率较前一周（3 月 17 日）下行 6bp 至 2.66%，股份行下行 6bp 至 2.67%，城商行上行 1bp 至 2.86%。

图10: 短端市场利率与政策锚



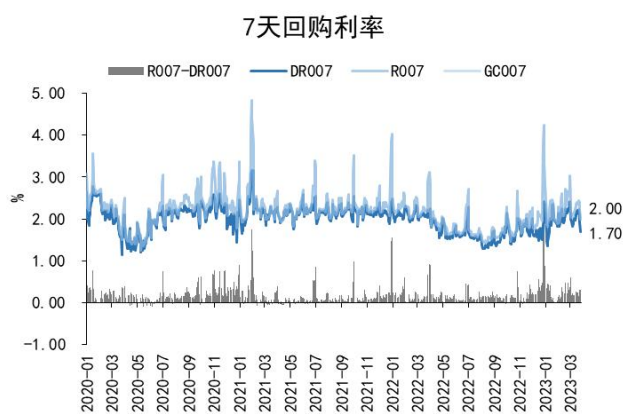
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



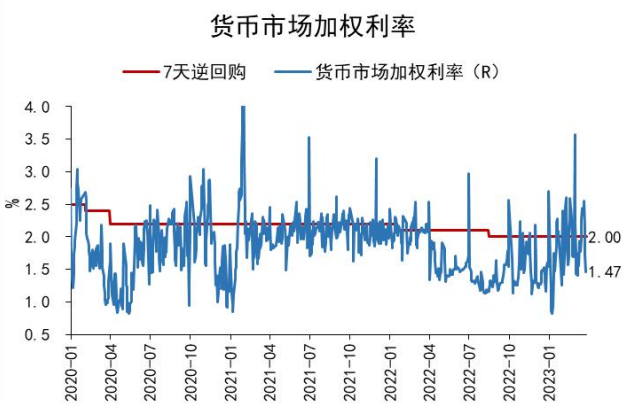
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 中长端流动性分层观察



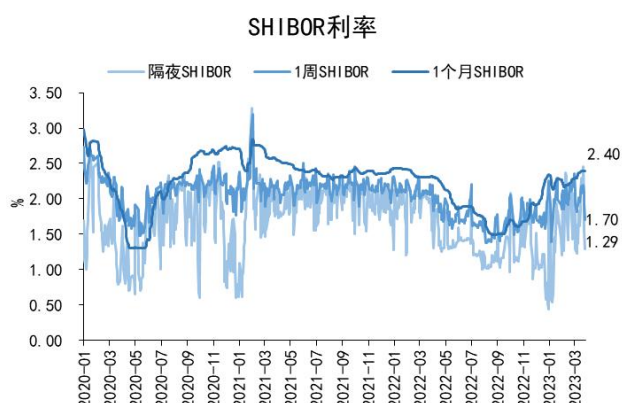
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 货币市场加权利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



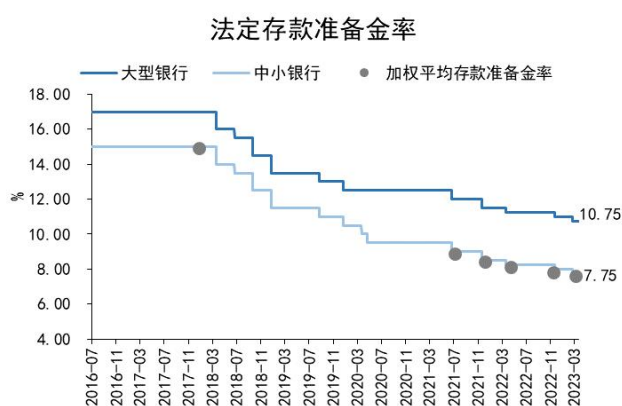
## 国内流动性：央行逆回购缩量续作

上周（3月20日-3月26日），央行净投放流动性资金-1130亿元。其中：7天逆回购净投放-1130亿元（到期4630亿元，投放3500亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（3月27日-4月2日），央行逆回购将到期3500亿元，其中7天逆回购到期3500亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月27日）央行7天逆回购净投放2250亿元，14天逆回购净投放0亿元。

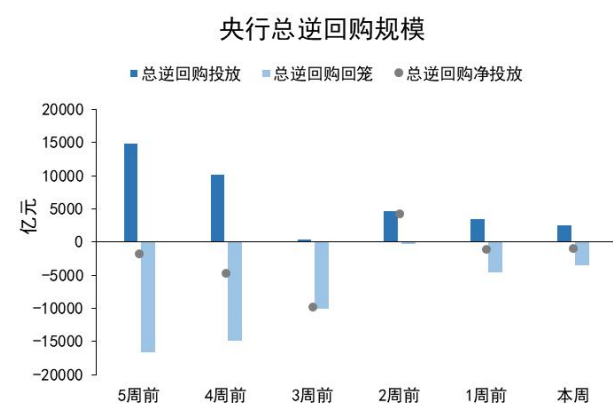
上周（3月20日-3月24日），银行间市场质押回购平均日均成交6.45万亿，较前一周（3月13日-3月17日，5.92万亿）增加0.53万亿。隔夜回购占比为89.1%，较前一周（87.7%）上升1.5pct。

图16：“三档两优”准备金体系



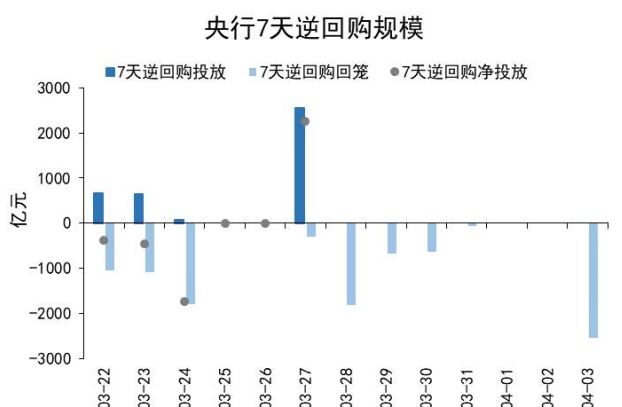
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



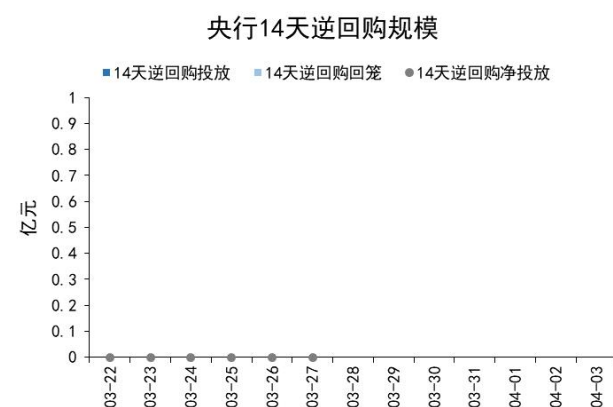
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：7天逆回购到期与投放



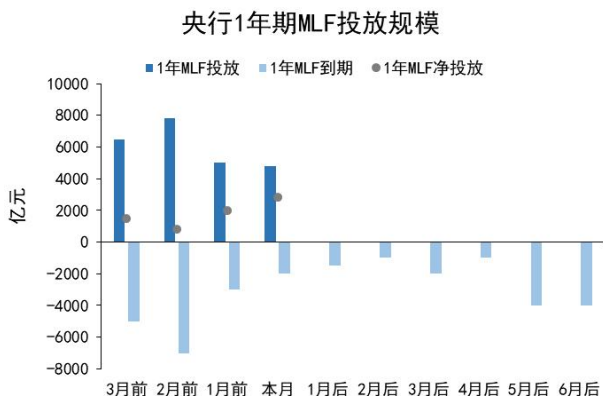
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：14天逆回购到期与投放



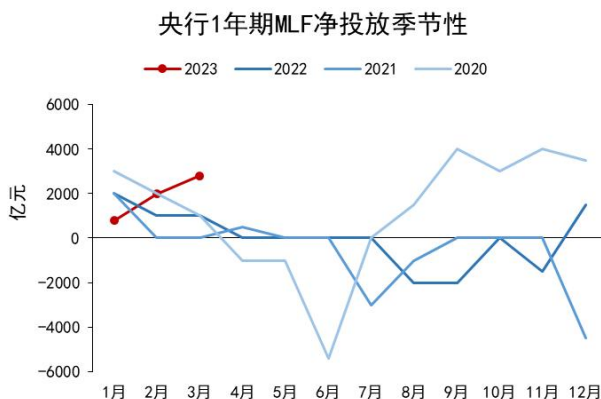
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: MLF 投放跟踪



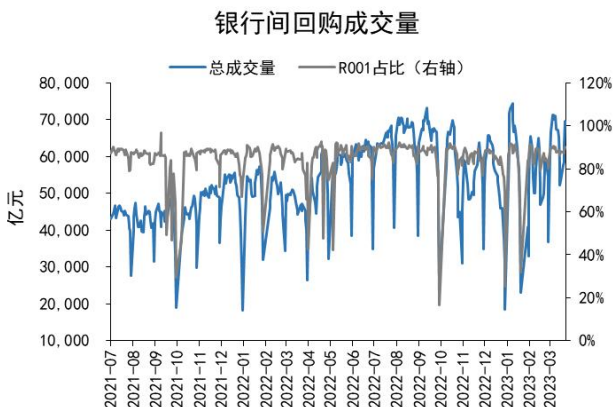
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放季节性



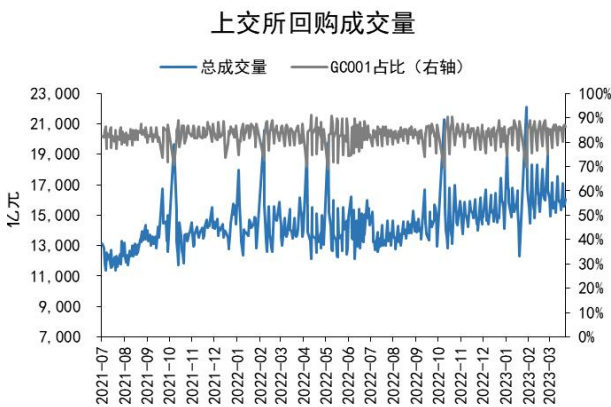
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 银行间回购成交量



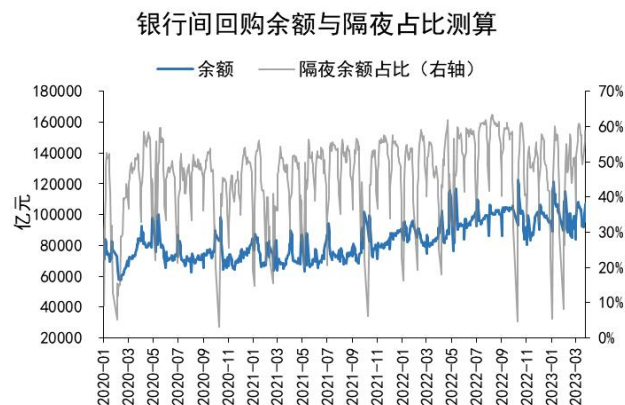
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 上交所回购成交量



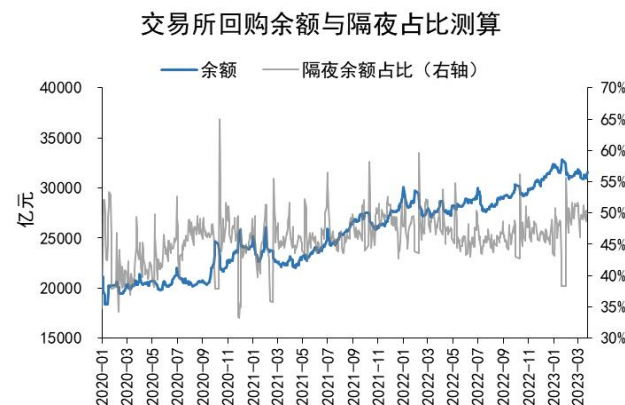
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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：上周政府债券融资大幅增加

政府债上周（3月20日-3月24日）共计发行6660.4亿元，净融资5417.9亿元，较前一周（3月13日-3月17日）的185.9亿元大幅增加。本周计划发行2485.5亿元，净融资额预计为382.0亿元。

同业存单上周（3月20日-3月24日）共计发行4106.2亿元，净融资-3395.5亿元，较前一周（3月13日-3月17日）的975.5亿元大幅减少。本周计划发行703.6亿元，净融资额预计为-4740.3亿元。本周同业存单到期量超5000亿元，提示关注潜在的资金面扰动。

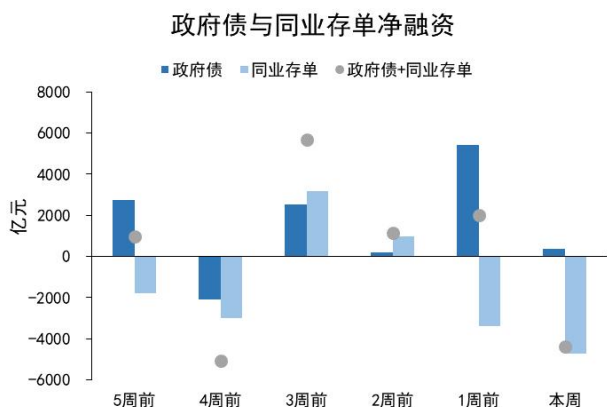
企业债券上周（3月20日-3月24日）共计发行4116.8亿元，净融资-188.1亿元，较前一周（3月13日-3月17日）的974.6亿元大幅减少。上周城投债融资贡献约206.3%。本周计划发行886.9亿元，净融资额预计为-3323.5亿元。

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	245.7	-857.7	51.0	-76.0	238.3	-285.1	200.0	90.0	1750.5	1624.7	2485.5	382.0	6660.4	5417.9
国债	0.0	-1103.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1103.4	3280.0	2780.0
地方政府一般债	50.8	50.8	3.7	-38.3	149.8	-315.5	0.0	-46.0	371.8	371.8	576.1	-91.1	1017.3	632.0
地方政府专项债	194.9	194.9	47.3	-37.7	88.5	30.4	200.0	136.0	1378.7	1252.9	1909.4	1576.5	2363.1	2006.0
同业存单	703.6	-530.1	0.0	-1628.8	0.0	-1378.8	0.0	-969.0	0.0	-150.5	703.6	-4740.3	4106.2	-3395.5
企业债	631.0	-1032.1	191.4	-298.7	47.0	-395.2	12.5	-583.3	5.1	-648.3	886.9	-3323.5	4116.8	-188.1
城投债	291.5	-148.3	94.2	16.5	8.4	-100.5	0.0	-322.2	0.0	-141.4	394.1	-793.1	1970.6	388.0
产业债	299.2	-924.0	111.2	-329.4	38.6	-294.7	12.5	-259.6	5.1	-506.9	466.5	-2583.1	2190.5	-571.0

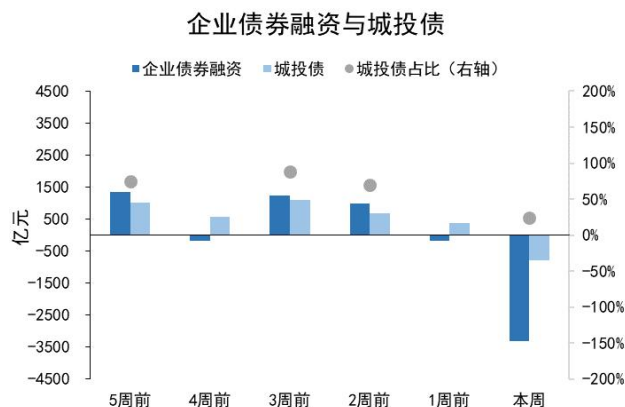
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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：人民币美元同时边际走弱

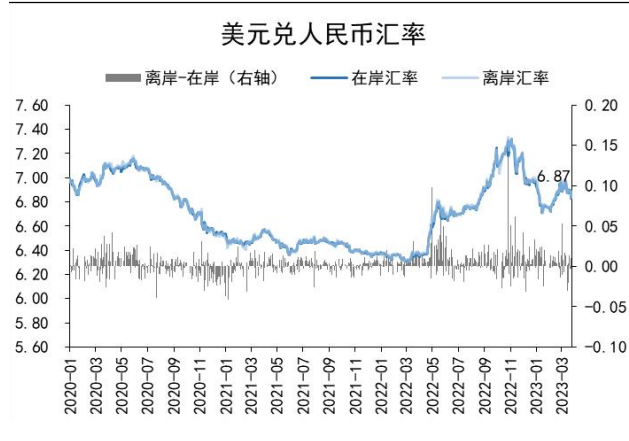
上周五（3月24日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月17日）下行0.13至100.30，同期美元指数下行0.76至103.11。3月24日，美元兑人民币在岸汇率较3月17日的6.88下行约110基点至6.87，离岸汇率从6.89下行约416基点至6.85。

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