

降准后为何跨季资金仍然偏紧？

定期报告

——华金宏观·双循环周报（第4期）

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001

zhangzhongjie@huajinsec.cn

投资要点

- ◆ 降准 25BP+巨额逆回购+MLF 增量净投放，跨季资金仍显紧张。**周五适逢季末，跨季资金需求陡增，R007 骤升至五个季度以来高位，跨季资金趋于紧张。但从央行 3 月以来的投放进度来看，降准 25BP+巨额月末逆回购+MLF 增量净投放的总体流动性投放量应该说是比较大的，仍然出现跨季资金紧张的局面指向四种可能性。3 月的 25BP 降准大体可折合为 5000 亿左右的流动性投放规模。至本周因跨季流动性需求旺盛，央行合计投放月末逆回购余额达 1.16 万亿，尽管较 1-2 月有所减少，但仍然高于 2022 年除 12 月之外的各月投放水平。此外月中央行增量净投放 MLF 也达到 2810 亿，总体来看央行主动投放流动性的规模是比较大的，然而在这样的背景下仍然出现了跨季资金的短暂紧张局面，可能指向信用扩张端、消费支出端、财政支出端或结构性投放工具方面的四种可能性。
- ◆ 信贷投放或延续强劲、居民投资消费谨慎或继续推动 M2 高位运行。**前两种可能性指向 M2 增速可能仍维持高位，导致商业银行流动性需求仍然缺口较大。可能性之一：地产需求逐步恢复过程中，基建发力稳增长融资需求仍然旺盛，企业中长贷可能仍拉动 3 月信贷延续年初的强劲势头。我们预计 3 月新增信贷新增约 2.35 万亿、新增社融约 4 万亿。信贷中预计企业中长贷、居民贷款分别新增 1.25 万亿、6500 亿；社融中预计企业债券、政府债券合计新增约 1.1 万亿。可能性之二：居民向股票市场和理财产品市场投资的意愿仍相对谨慎、或居民消费意愿不强，导致居民“超额存款”现象仍在延续，推动 M2 维持在 12.5% 左右的高增水平。我们估算结果显示，居民部门投向股市的资金减少、购买理财产品资金减少分别约占到 4 万亿、3 万亿左右的规模，二手房交易形成的前房东存款多增约 1.5 万亿，居民收入大于消费支出的规模仅为剩余的约 1.3 万亿，且更多是消费意愿不足的结果而非消费意愿转强的原因。预计对应的 3 月超储率约为 1.65%，降准 25BP 的背景下，可能与去年同期基本持平。
- ◆ 财政收入修复透支或有减弱，再贷款投放速度可能较为缓慢。**可能性之三：春节前后供需两侧恢复较快可能带动 3 月财政收入出现比较明显的改善，加之部分缓缴税款到期，可能对财政支出形成较好覆盖，单月政府存款季节性透支规模可能收缩。国内疫情在 2022 年底达到峰值水平后，自年初开始迅速缓和，服务业需求、工业生产迎来一波较为集中的修复，由此可能带动 3 月财政收入较快增长。可能性之四：再贷款投放缓慢、逐步到期，非公开开放明显放缓令总流动性投放规模仍属勉强支撑。这种情形意味着下一次降准很大概率会在 4 月底 5 月初前后实施。我们维持全年需降准 100BP 的预测不变。5 月初如内需结构驱动下再进行 25BP 的合理幅度降准或将有助于进一步提振市场对今年经济稳增长力度的信心。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)：**A 股石化、传媒涨幅居前，农业、食品饮料、汽车有所修复。美股能源、可选消费涨幅较大，金融板块止跌反弹。美欧 1Y 国债收益率反弹显示金融动荡担忧有所缓和，美联储资产规模 3 周来首次下降。库尔德地区出口中断，油价反弹。
- ◆ 风险提示：**货币政策提前收紧。

相关报告

PMI 数据点评 (2023.3)-PMI 走强映射何种复苏结构? 2023.4.1

工业企业利润点评 (23.1-2)-需求不旺与成本刚性削弱利润 2023.3.27

 ——华金宏观·双循环周报 (第 3 期)-欧美货币银行体系困局对我国的启示 2023.3.26
 美联储艰难寻找实体和金融的平衡区间 2023.3.23

华金宏观·双循环周报 (第 2 期)-货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边 2023.3.19



内容目录

降准 25BP+巨额逆回购+MLF 增量净投放，跨季资金仍显紧张	3
信贷投放或延续强劲、居民投资消费谨慎或继续推动 M2 高位运行	3
财政收入修复透支或有减弱，再贷款投放速度可能较为缓慢	5
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	7

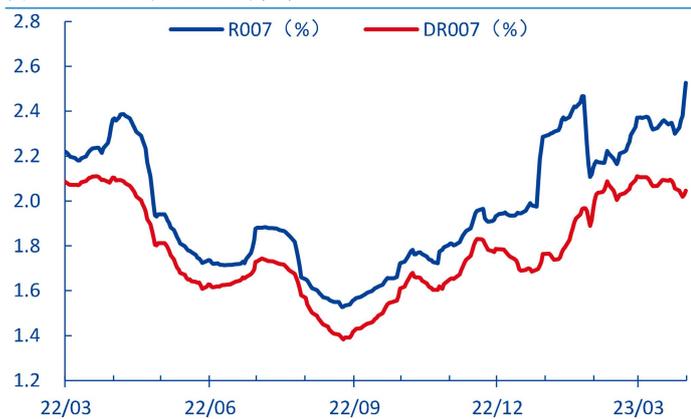
图表目录

图 1: R007 与 DR007 月均 (%)	3
图 2: R001 与 DR001 月均 (%)	3
图 3: 贷款余额同比及结构 (%)	4
图 4: 社融存量同比及结构 (%)	4
图 5: 新增存款年化同比多增及结构 (10 亿元)	5
图 6: 财政收支增速与表见差额	5
图 7: 政府性基金收支增速与表见差额	5
图 8: 基础货币同比及贡献结构 (%)	6
图 9: 货币乘数同比及贡献结构 (%)	6
图 10: 全球股市: 欧洲股指反弹较多, A 股涨幅相对较小	7
图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 石化、传媒涨幅居前, 农业、食品饮料、汽车有所修复	7
图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 能源、可选消费涨幅较大, 金融板块止跌反弹	7
图 13: 全球 1Y 国债收益率 (%): 美欧金融动荡担忧有所缓和	8
图 14: 全球 10Y 国债收益率 (%): 欧洲反弹幅度大于美国	8
图 15: 10Y 国开债与国债利差维持低位 (%)	8
图 16: 信用利差降至较低水平 (BP)	8
图 17: 美联储资产规模 3 周来首次下降 (USD bn)	8
图 18: 主要央行政策利率 (%)	8
图 19: 全球汇率: 美元指数小幅下行, 欧英升, 日元转贬	9
图 20: CNY 稍有贬值	9
图 21: 黄金价格未能站上 2000 美元, 小幅回调	9
图 22: 库尔德地区出口中断, 油价反弹	9
图 23: 3 月中旬煤价稳中小幅下跌 (元/吨)	9
图 24: 本周铜价持稳	9

降准 25BP+巨额逆回购+MLF 增量净投放，跨季资金仍显紧张

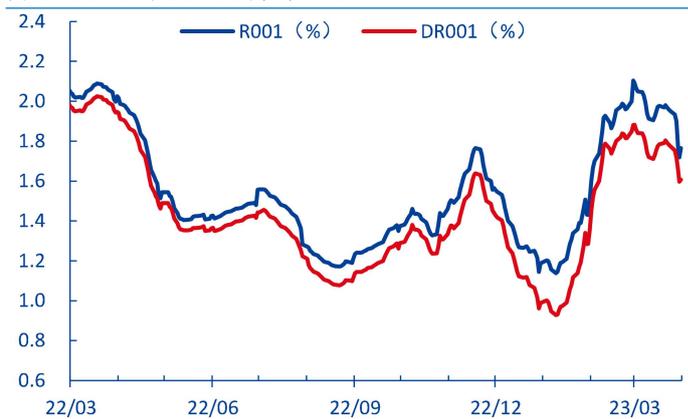
周五适逢季末，跨季资金需求陡增，R007 骤升至五个季度以来高位，跨季资金趋于紧张。3 月 17 日宣布降准之后，银行间市场短端资金面一度迅速进入宽松状态，DR001 直至 3 月 30 日前连续大幅走低并跌破 1%，R001 也跌至 1% 附近。但 3 月 27 日降准的正式实施并未对跨季资金供需形成明显改善。3 月 31 日 DR001 飙升超 1 个百分点至 1.813%，DR007、R007 分别走高至 2.388% 和 3.708%，两大 7 天质押式回购利率周度均价也分别达到 2.173%、3.502%，均较前周有比较明显的上行，后者甚至接近 5 个季度以来的新高。

图 1: R007 与 DR007 月均 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 2: R001 与 DR001 月均 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

但从央行 3 月以来的投放进度来看，降准 25BP+巨额月末逆回购+MLF 增量净投放的总体流动性投放量应该说是比较大的，仍然出现跨季资金紧张的局面指向四种可能性。3 月的 25BP 降准大体可折合为 5000 亿左右的流动性投放规模。至本周因跨季流动性需求旺盛，央行合计投放月末逆回购余额达 1.16 万亿，尽管较 1-2 月有所减少，但仍然高于 2022 年除 12 月之外的各月投放水平。此外月中央行增量净投放 MLF 也达到 2810 亿，总体来看央行主动投放流动性的规模是比较大的，然而在这样的背景下仍然出现了跨季资金的短暂紧张局面，可能指向信用扩张端、消费支出端、财政支出端或结构性投放工具方面的四种可能性。

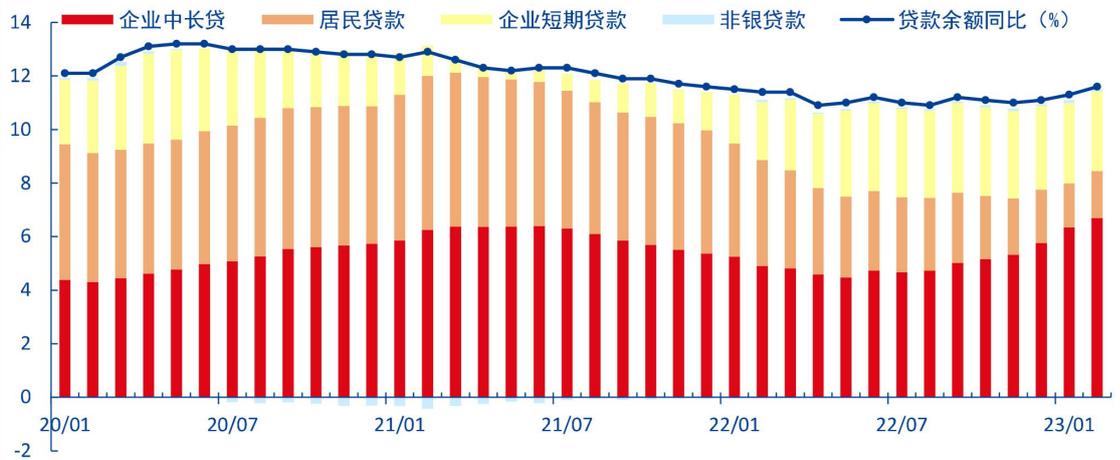
信贷投放或延续强劲、居民投资消费谨慎或继续推动 M2 高位运行

前两种可能性指向 M2 增速可能仍维持高位，导致商业银行流动性需求仍然缺口较大。

可能性之一：地产需求逐步恢复过程中，基建发力稳增长融资需求仍然旺盛，企业中长贷可能仍拉动 3 月信贷延续年初的强劲势头。年初以来，我们看到居民部门贷款整体有所改善的情况，其中结构性的居民中长贷偏弱、短贷偏强可能与年初居民部门有优化房贷结构的动机直接相关，整体上居民贷款的有所改善一定程度上确实代表着购房意愿的有所回暖。但考虑到 1-2 月适逢国内疫情迅速缓和，既往在 2021 年上半年、2022 年中疫情和防控政策预期改善的阶段也曾出现过地产需求的短期集中释放，当前是否仍是阶段性好转尚需更长观察期给予验证。在此背景下，前两个月企业中长贷合计创出新增 4.6 万亿的天量纪录，很大程度上显示出今年以基建投资带动中低收入群体居民就业改善可能是主要的稳增长政策思路。在流动性投放量合计较为充裕的背景下，跨季资金仍出现紧张，第一种可能性指向 3 月新增信贷、社融情况可能延续年初的强劲

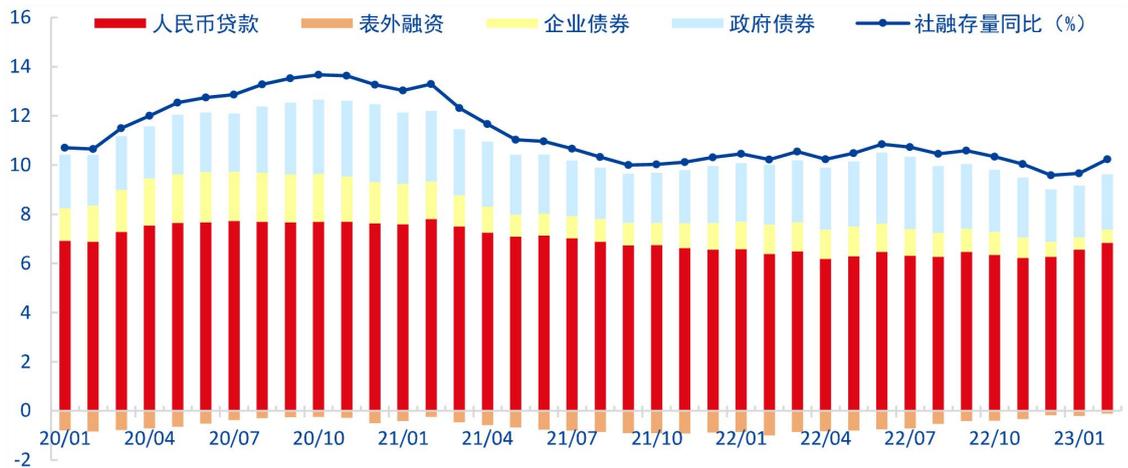
趋势。我们预计 3 月新增信贷新增约 2.35 万亿、新增社融约 4 万亿。信贷中预计企业中长贷、居民贷款分别新增 1.25 万亿、6500 亿；社融中预计企业债券、政府债券合计新增约 1.1 万亿。

图 3：贷款余额同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

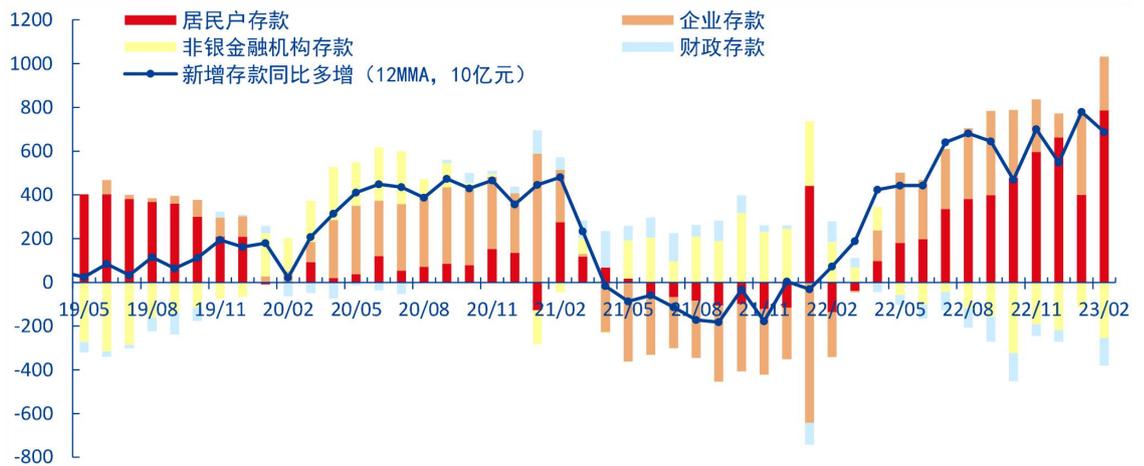
图 4：社融存量同比及结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

可能性之二：居民向股票市场和理财产品市场投资的意愿仍相对谨慎、或居民消费意愿不强，导致居民“超额存款”现象仍在延续，推动 M2 维持在 12.5% 左右的高增水平。我们在前期报告中对居民自 2022 年 1 月以来约 9.8 万亿的“超额存款”结构做过一个简单的拆分。我们估算结果显示，居民部门投向股市的资金减少、购买理财产品资金减少分别约占到 4 万亿、3 万亿左右的规模，二手房交易形成的前房东存款多增约 1.5 万亿，居民收入大于消费支出的规模仅为剩余的约 1.3 万亿，且更多是消费意愿不足的结果而非消费意愿转强的原因。年初以来，汽车等大宗可选商品消费受前期地产竣工下滑、财政补贴退出等因素的共同压制而趋于走弱，3 月这种情况可能延续，而导致居民存款进一步高增。我们预计 3 月 M2 同比增速或在 12.5% 左右，银行体系可能需较多流动性支撑居民存款持续高增所导致的法定准备金需求，因而导致短暂的资金面利率偏高的情况。预计对应的 3 月超额率约为 1.65%，降准 25BP 的背景下，可能与去年同期基本持平。

图 5：新增存款年化同比多增及结构（10 亿元）

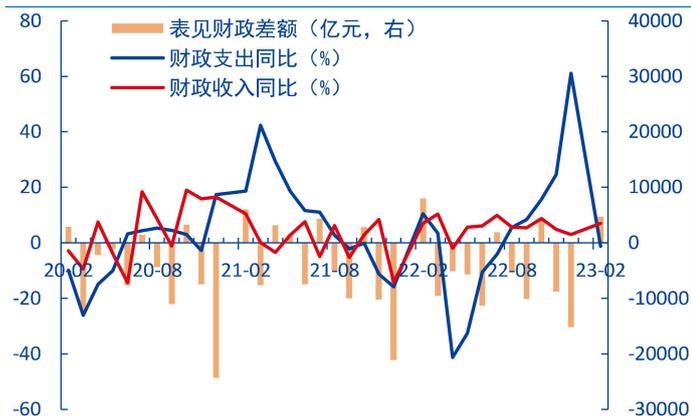


资料来源：Wind，华金证券研究所

财政收入修复透支或有减弱，再贷款投放速度可能较为缓慢

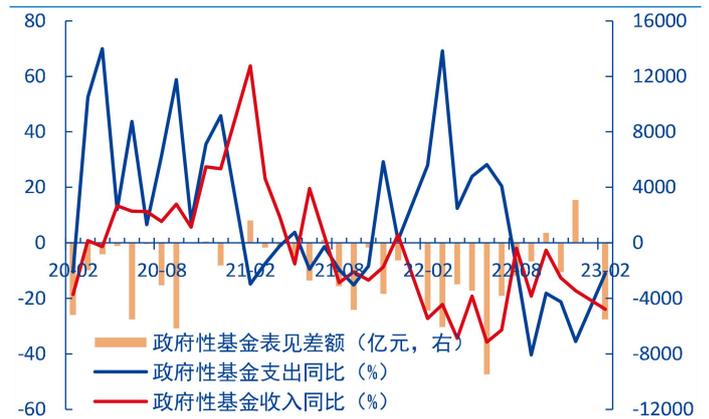
可能性之三：春节前后供需两侧恢复较快可能带动 3 月财政收入出现比较明显的改善，加之部分缓缴税款到期，可能对财政支出形成较好覆盖，单月政府存款季节性透支规模可能收缩。3 月财政收入具有一定的特殊性，因 1-2 月春节假日移动，部分企业可能在春节后的 2 月集中补记一部分原本在 1 月春节前形成的产出。国内疫情在 2022 年底达到峰值水平后，自年初开始迅速缓和，服务业需求、工业生产迎来一波较为集中的修复，由此可能带动 3 月财政收入较快增长；加之部分去年缓缴两次的税收在 3 月的持续到期，可能令 3 月财政收入能够对财政支出形成较好覆盖；加之专项债发行提前，资金归集较为活跃，当月政府存款透支规模可能较少，间接导致银行间流动性供给结构性有所不足。

图 6：财政收支增速与表见差额



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 7：政府性基金收支增速与表见差额

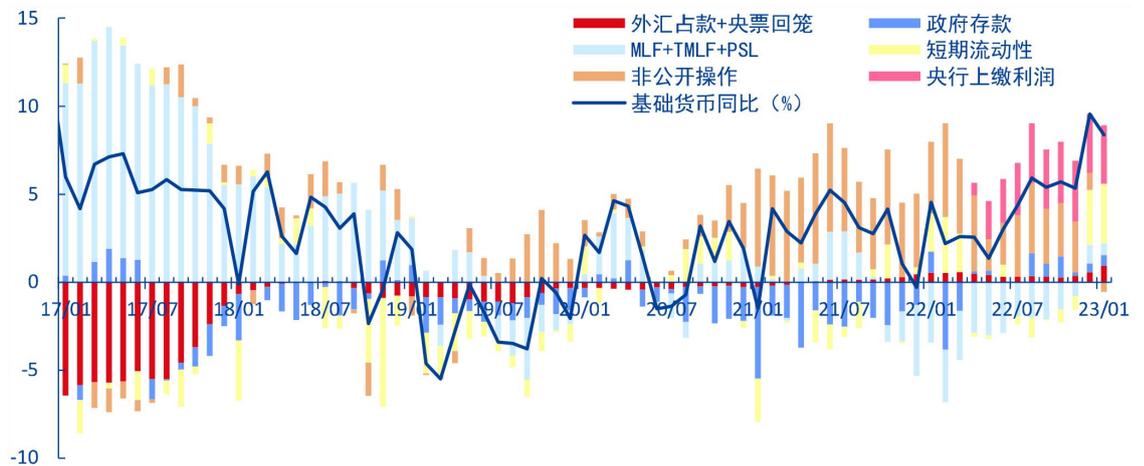


资料来源：Wind，华金证券研究所

可能性之四：再贷款投放缓慢、逐步到期，非公开投放明显放缓令总流动性投放规模仍属勉强支撑。这种情形意味着下一次降准大概率会在 4 月底 5 月初前后实施。再贷款再贴现工具与公开市场操作、MLF、法定存准率等工具相比，优势在于能够对商业银行资产负债表形成结构性的支持，但由于“报销制”而带来的类似于零售投放基础货币的效率低下缺陷也是显而易见的。我国再贷款再贴现工具多数采取一年到期的方式。一年前设置的一些新增再贷款额度可能尚未完全投放完毕，即已开始到期，并且结构性的再贷款再贴现工具可能在到期后转至支农、支小

等传统再贷款额度内，其非公开操作、公布口径不完整的属性也令市场难以对其形成较为清晰的跟踪和预测。季末的流动性骤紧可能也与再贷款工具一季度投放速度不快相关。我们维持全年需降准 100BP 的预测不变，上半年的流动性缺口在降准 25BP 并在 3 月底积累 1.16 万亿逆回购余额的背景下仍然存在，商业银行无法长期“借短放长”，拿 7 天逆回购进行中长期的企业贷款投放是不可持续的，长期信贷需求最终需要通过低成本、高效率的“长钱”投放来满足，特别是在去年大型商业银行普遍遭遇存贷款利差收窄、利润增速低于资产增速的背景下，以合理降准带动银行负债成本下降，增强银行信用扩张能力，应是今年央行货币政策操作的重要目标之一。3 月 17 日的“抢跑式降准”对市场信心的提振起到重要积极作用，5 月初又将迎来下一个观察时点，只要美联储加息速度不超预期，内需结构驱动下再进行 25BP 的合理幅度降准或将有助于进一步提振市场对今年经济稳增长力度的信心。在此之后，如再进行我们预期中的 1Y LPR、MLF 利率 20-30BP 的累计小幅下调，货币政策中性偏松支持有效投资落地和房地产市场改善的结构将更加凸显。

图 8：基础货币同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 9：货币乘数同比及贡献结构（%）

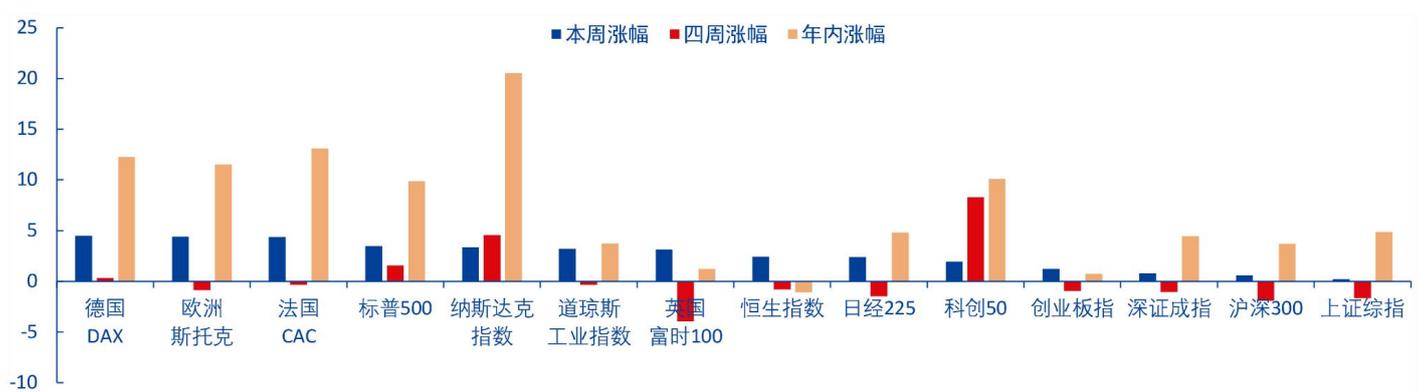


资料来源：Wind，华金证券研究所

风险提示：货币政策提前收紧。

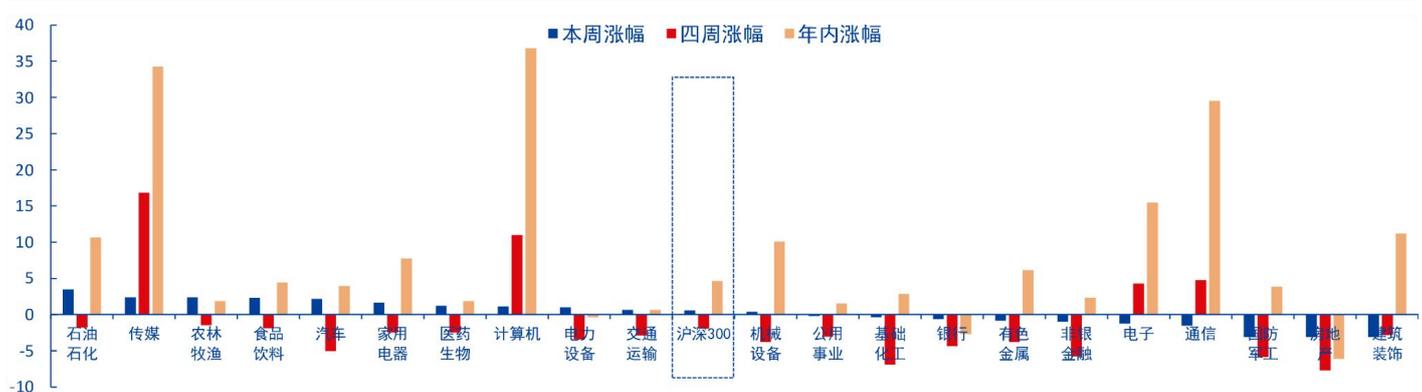
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 10: 全球股市: 欧洲股指反弹较多, A 股涨幅相对较小



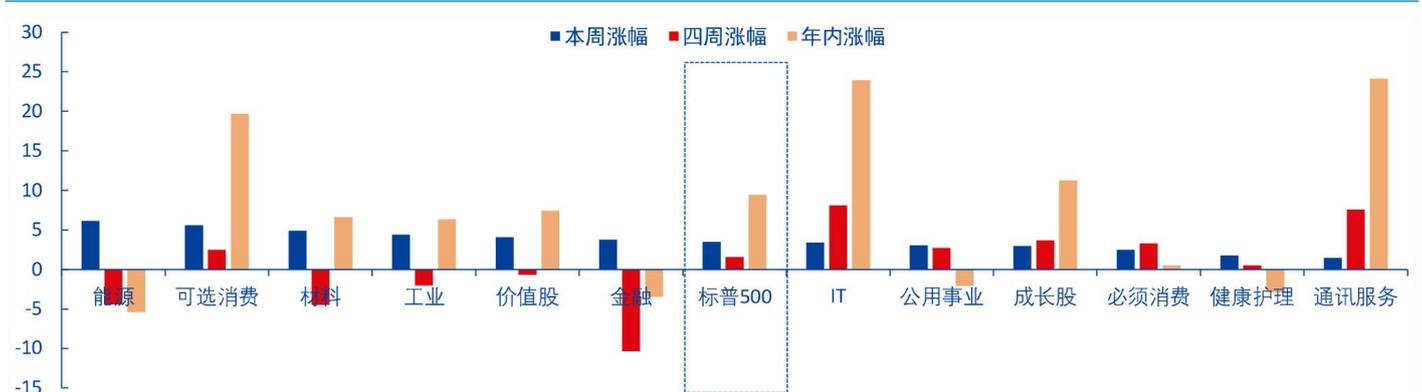
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 石化、传媒涨幅居前, 农业、食品饮料、汽车有所修复



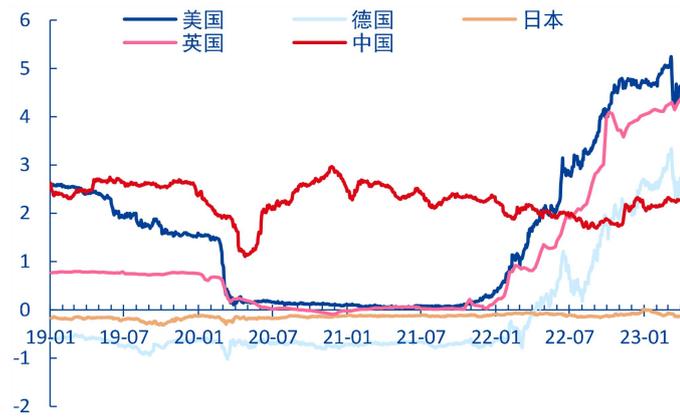
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 能源、可选消费涨幅较大, 金融板块止跌反弹



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 全球 1Y 国债收益率 (%) : 美欧金融动荡担忧有所缓和



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 全球 10Y 国债收益率 (%) : 欧洲反弹幅度大于美国



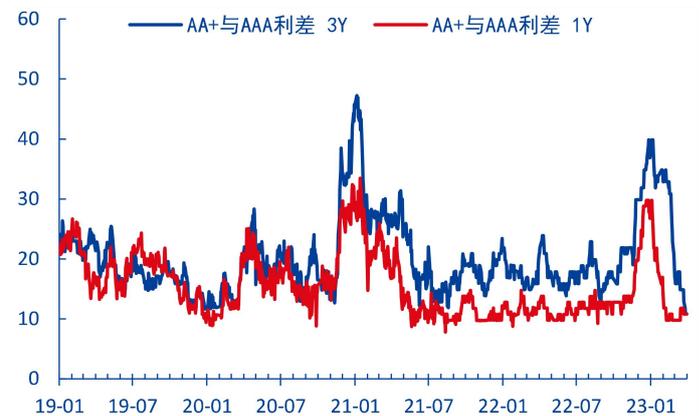
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 10Y 国开债与国债利差维持低位 (%)



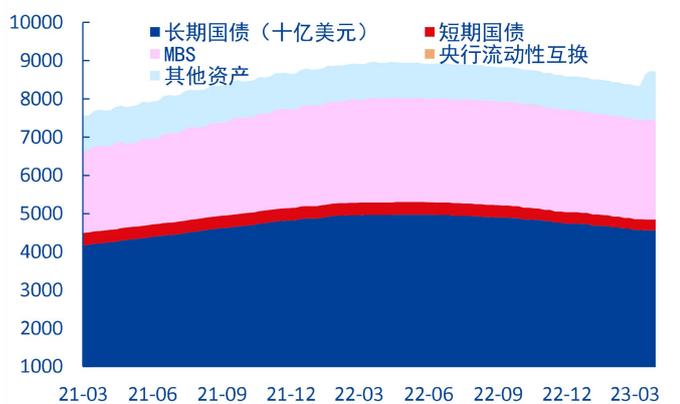
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 信用利差降至较低水平 (BP)



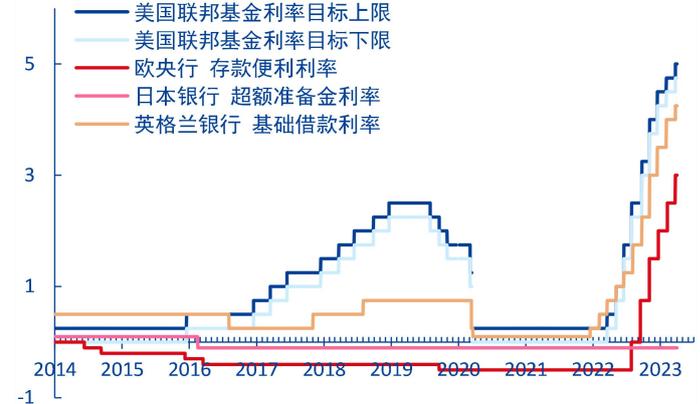
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 美联储资产规模 3 周来首次下降 (USD bn)



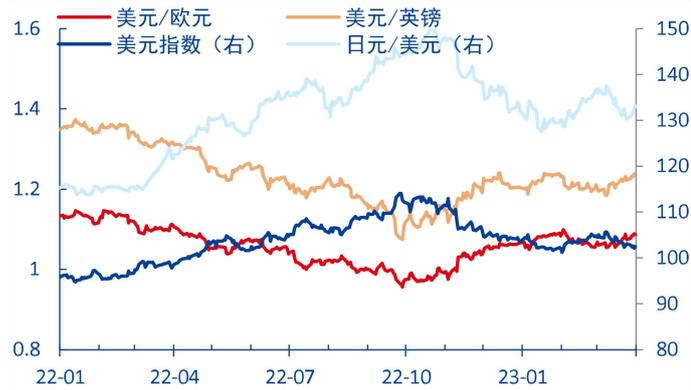
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 全球汇率: 美元指数小幅下行, 欧英升, 日元转贬



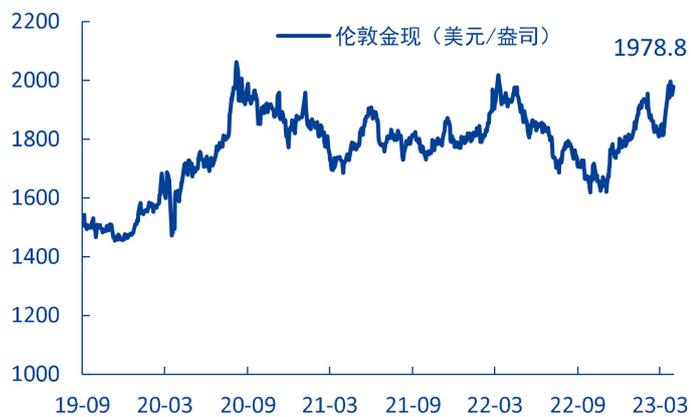
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: CNY 稍有贬值



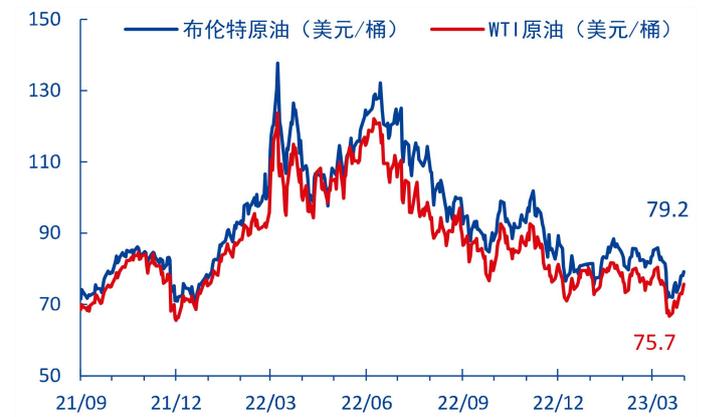
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 黄金价格未能站上 2000 美元, 小幅回调



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 库尔德地区出口中断, 油价反弹



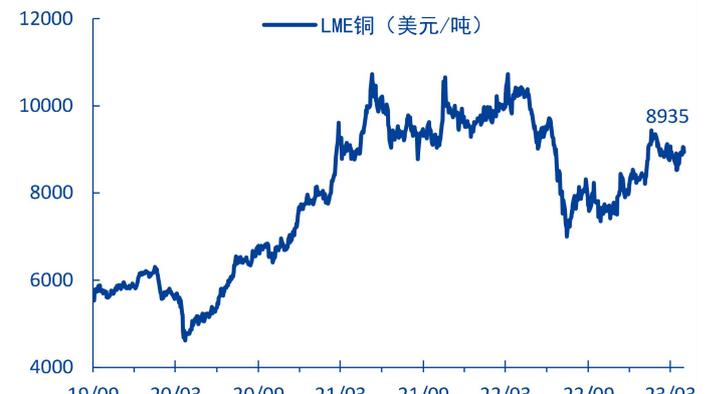
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 3 月中旬煤价稳中小幅下跌 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 本周铜价持稳



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn