

## 4月资金面还会持续宽松吗？

2023年04月01日

3月27日-3月31日是跨季前最后一周，但资金面出乎意料的宽松，债券市场整体情绪较好。

### ➤ 本周资金面整体宽松，隔夜利率再次跌破1%

本周资金面整体偏宽松。周二、周三两个交易日，DR001已经跌破1%，DR007仍维持在2%左右，尽管跨季因素扰动，但资金面整体较为宽松。

质押式回购成交规模一度高达7.5万亿，创年内新高。国有大型商业银行融出资金力度较大，值得一提的是，本周城商行质押式回购净融出资金体量相较之前有明显提升。

同业存单发行规模继续下降，国有大行发行规模创年内新低。本周同业存单发行规模2320亿元，续创春节后单周发行规模新低。其中，国有大型商业银行同业存单发行规模仅191亿元，创年内新低。

### ➤ 3月下旬资金面大幅转宽的可能原因之一：降准落地后，银行长期负债大幅改善

2月资金面一度偏紧，突出现象就是国有大行的流动性紧张，国有大行对长期负债的需求较大，尤其是9个月及以上期限的同业存单发行规模较高。但自3月17日央行宣布降准以来，无论是9个月还是12个月期限的同业存单净发行规模均转负，降准缓解了银行长期负债的压力，保证了国有大行在货币市场持续大力度的融出资金的能力，是推动资金面在3月下旬转宽，同时资金利率波动收敛的原因之一。

### ➤ 资金面大幅转宽的原因之二：财政对流动性由虹吸转为投放

春节后由于财政“多收少支”，导致财政端的净支出规模实际上低于往年，对流动性有一定的“虹吸”作用。

而根据往年经验，3月开始财政支出力度会逐步走强，尤其是财政自去年4季度以来持续“囤钱”，意味着今年3月投放力度可能偏强，而财政走款一般在下旬较为活跃，这也是3月下旬资金面转松的一个重要原因。

### ➤ 隔夜利率低于1%的情况或难以持续，4月资金面的波动仍大

3月下旬资金宽松，隔夜利率低于1%的现象并不会是常态，可能只是财政和降准等资金面利好因素，短期共振形成的结果。

一方面，后续信贷投放压力仍将对资金面形成制约。3月末票据转贴利率继续上行，反映信贷韧性较强，这种情况可能在4月持续，是后续资金面的利空因素。

另一方面，DR001可能逐步向DR007收敛。尽管央行在3月下旬加大逆回购投放，当前DR007仍在2%左右波动，但由于跨季等因素的扰动，而隔夜利率已经大幅偏离DR007，不排除后续央行可能会引导隔夜利率逐步向DR007收敛的可能性。

当前整体经济仍在复苏过程中，但与3月下旬如此宽松局面形成反差，同时加杠杆行为明显活跃，与经济持续复苏的趋势相悖，预期当前宽松局面很难持续，资金面边际转紧的概率较高，同时波动加大的趋势持续。

### ➤ 风险提示：地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27

9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26

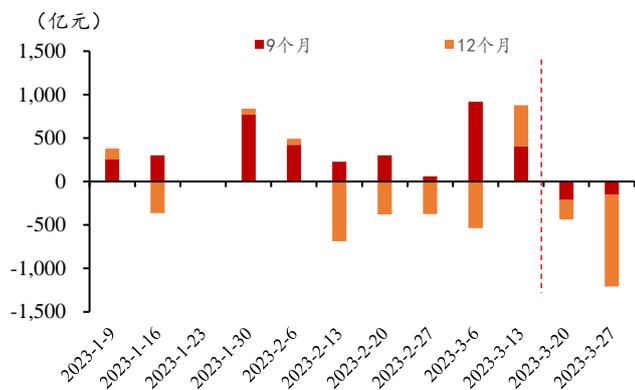
2.宏观专题研究：四季度美债利率或在4%-2022/10/25

3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24

4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23

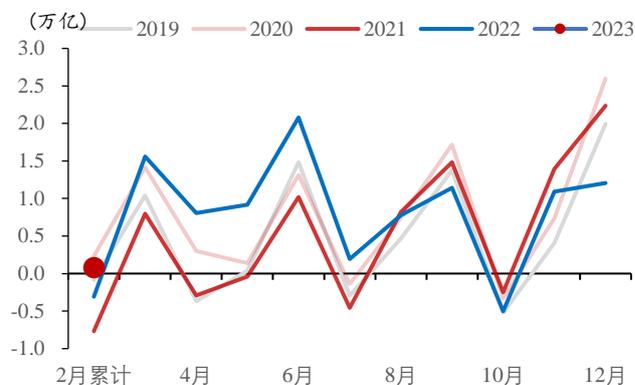
5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

图 1：国有大行同业存单净发行规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：广义财政支出



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026