

量随价变

--金融高频数据周报（2024年3月11日-3月15日）

核心观点：

2023年央行在数量工具的使用上更多采用 MLF 超量续作、逆回购大额净投放以及稳健的降准操作组合。表现在 MLF 连续 15 个月超量续作，余额上升至 7.29 万亿，连续创新高。逆回购日均保持在约 2700 亿元规模。全年降准 2 次，每次 25BP。

进入 2024 年央行在数量工具的操作打破了市场的惯性思维，操作组合变为超预期降准+MLF 缩量+逆回购数量减少。2 月超预期降准 50BP，幅度打破过去两年每次 25BP 的模式。MLF 续作方面，2 月只超量 10 亿元，3 月缩量 940 亿元信号更为明显。3 月逆回购时隔半年重回日均规模约 100 亿元水平。

央行为什么改变数量工具操作组合？

政策利率曲线的平坦化操作，MLF 利率相对较高，商业银行需求减少。防空转和引导实体融资成本下行的双重目标带来政策利率曲线的平坦化操作。防空转使得短期（7 天逆回购）和中期（MLF）政策利率的调降偏稳健，引导实体融资成本下行的目标则通过 5 年期 LPR 下行来实现。MLF 的稳健调降带来 MLF 利率维持在 2.5% 水平，高于 1 年期同业存单的发行利率 25BP 左右，高于 1 年期 Shibor20BP 左右。MLF 相对较高的价格使得商业银行通过其补充流动性的意愿下降。

央行维护流动性合理充裕的意图未改，数量工具操作组合变更：

本次公开市场业务交易公告与以往不同，从过去的“充分满足了金融机构需求”变为“全额满足”，这证明本次 MLF 的缩量操作并非央行要主动收缩流动性。

内外兼顾、相机抉择意味着 MLF 利率的调降可能需要等待，这会带来短期无法高效通过 MLF 大额续作补充商业银行流动性，数量工具操作组合可能会变更为降准+MLF 缩量+逆回购数量减少+结构性货币政策工具。

降准的力度将加大。降准和 MLF 超量投放都可以起到补充商业银行中长期流动性的效果，两者的不同之处：1.降准在不改变基础货币的前提下推动 M2 增长，MLF 增加基础货币供应；2、降准可以节约商业银行成本。2 月超预期降准已释放信号。央行行长在两会期间的经济主题记者会上，强调“目前，整个中国银行业的存款准备金率平均是 7%，后续仍然有降准空间。”释放更加明确的信号。2024 年降准的幅度和频次都可能加大。

结构性货币政策工具将发挥更重要的作用，精准投放流动性。预计未来结构性货币政策工具将在货币投放中扮演更加重要的角色，既可以为商业银行提供流动性，又可以引导信贷加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度，直达实体经济。

如果国内经济回升再遇阻力或者美联储进入降息周期，可能再次调降 MLF 利率，数量工具则可能相应调整改变。

本周市场观察（3月11日-3月15日）：

公开市场操作：本周净回笼 110 亿元。

货币市场利率继续上行，流动性趋于紧张：SHIBOR007 和 DR007 分别收于 1.8900%（+4BP）、1.8961%（+3BP）。GC007 收于 2.0200%（+2BP）。

银行间质押式回购日均成交量保持高位：从上周的约 7.25 万亿下降至约 7.15 万亿。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

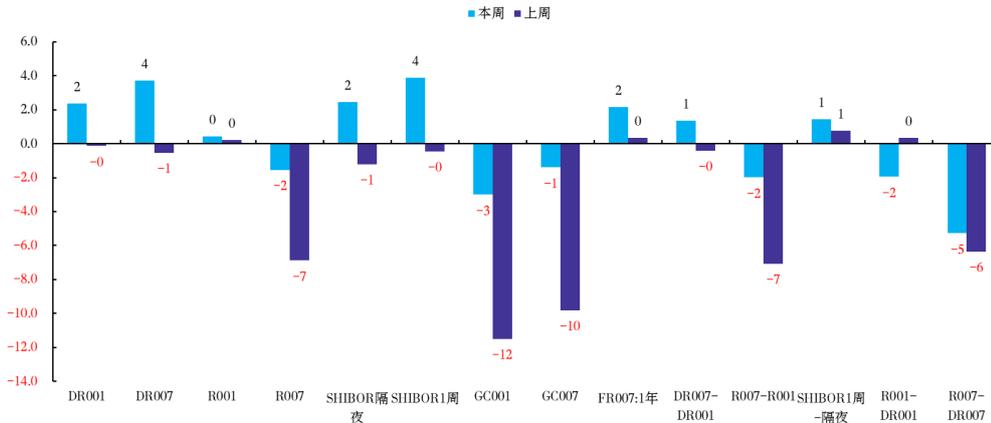
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

国债收益率曲线上移：30年中债国债收益率回到2.5%之上，收于2.5094%（+8BP）；10年期回到2.3%之上，收于2.32%（+4BP）；1年期收于1.8325%（+8BP），

同业存单发行利率上行：1年期国有银行同业存单发行利率收于2.25%（+4BP）；股份制银行收于2.29%（+5BP）。

美元指数快速上行至103.45，非美货币贬值，人民币小幅贬值0.07%：人民币即期汇率收于7.1965（+47pips），日元-1.33%、韩元-0.80%、欧元-0.47%、加元-0.44%、澳元-0.89%、英镑-0.89%。

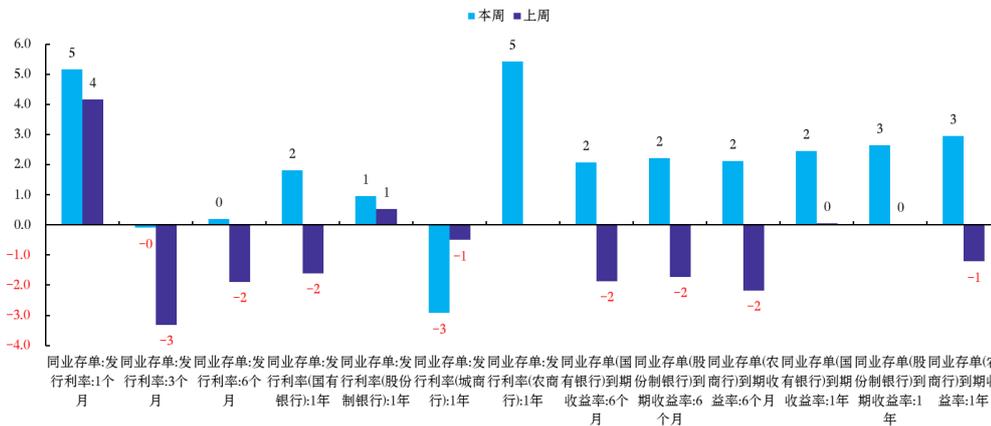
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：3月11日-3月15日，上周：3月4日-3月8日，上上周：2月26日-3月1日

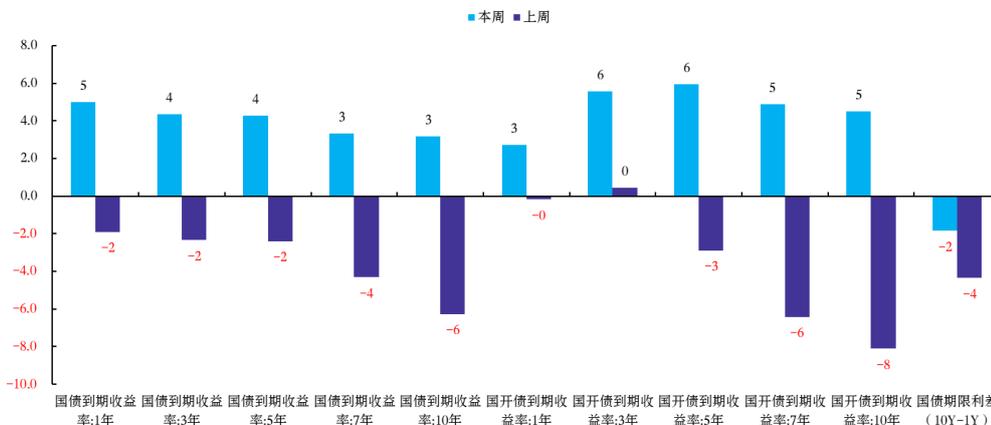
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：3月11日-3月15日，上周：3月4日-3月8日，上上周：2月26日-3月1日

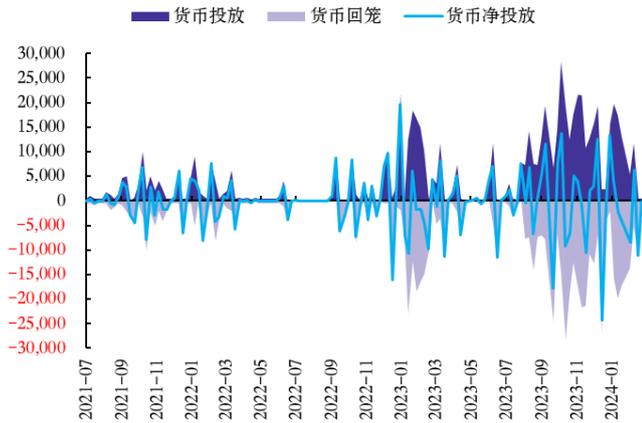
图3：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

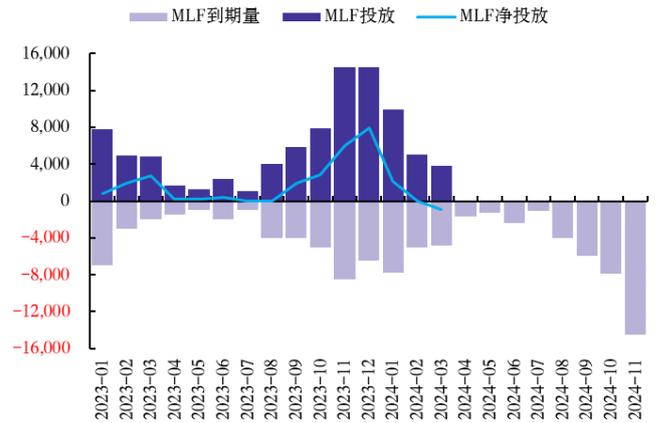
本周：3月11日-3月15日，上周：3月4日-3月8日，上上周：2月26日-3月1日

图4: 央行公开市场净回笼 110 亿元 (仅逆回购) (亿元)



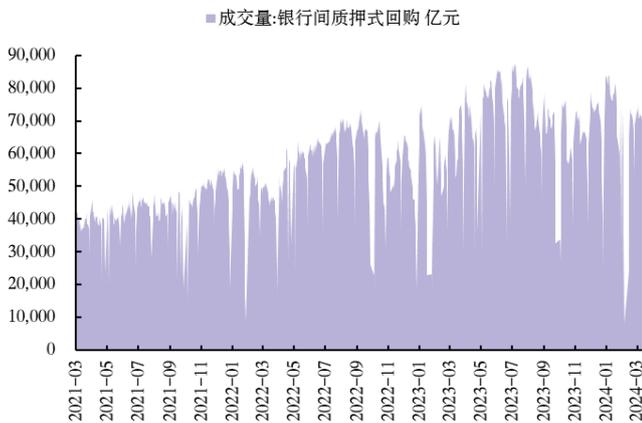
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 3月 MLF 净回笼 940 亿 (亿元)



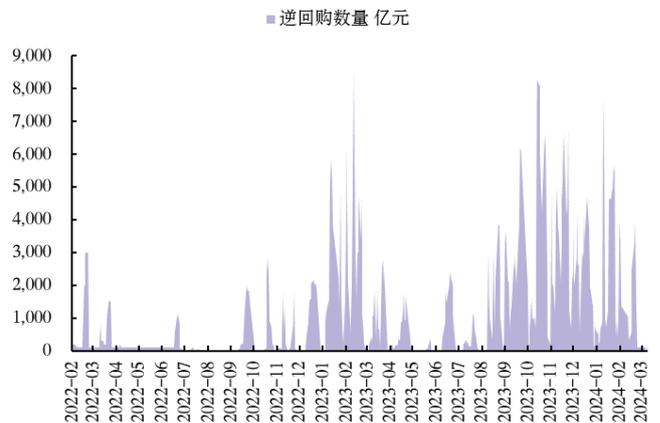
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 银行间质押式回购日均成交量约 7.1 万亿 (亿元)



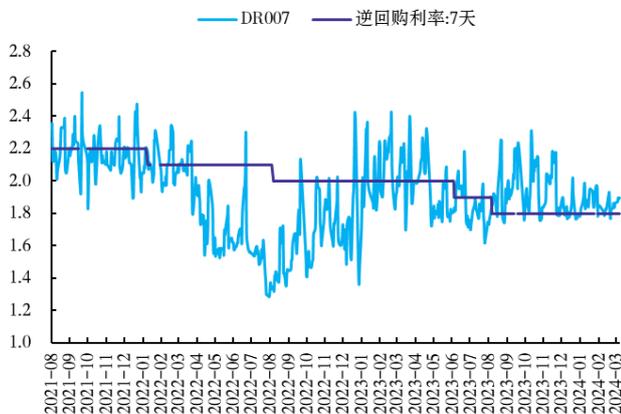
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 7天+14天逆回购规模本周合计 390 亿 (亿元)



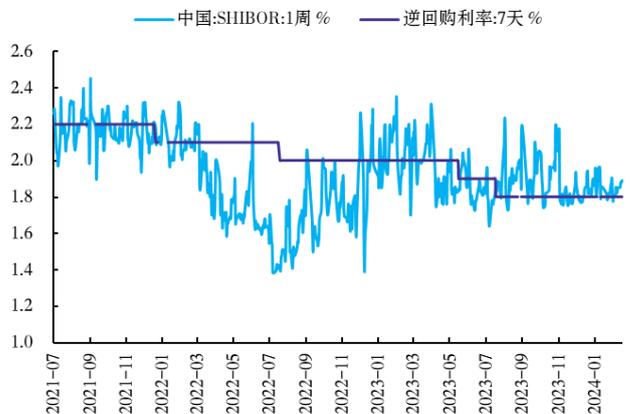
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: DR007 上升至 1.8961% (%)



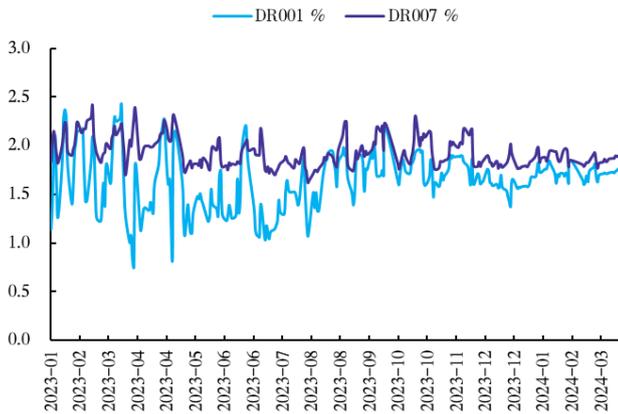
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SHIBOR007 收于 1.8900%



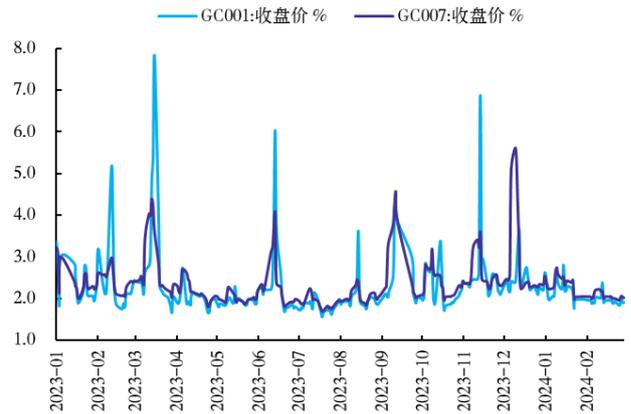
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 13BP



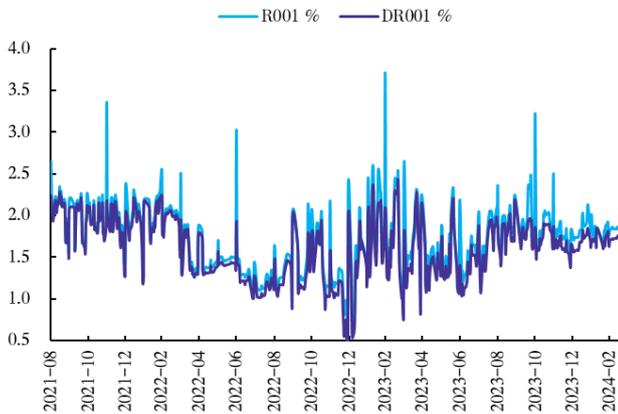
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上证所国债回购利率



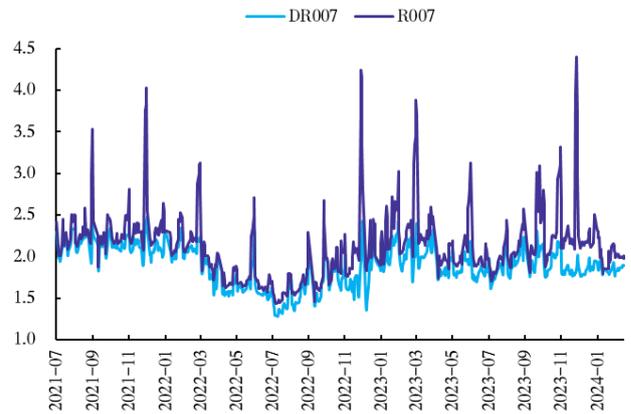
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差小幅收窄至 9BP



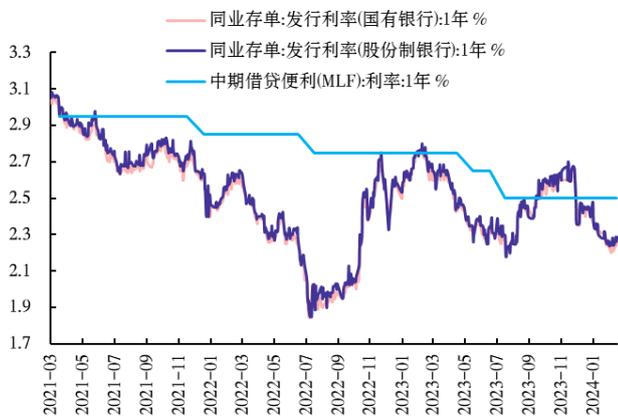
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差缩小至 8BP (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



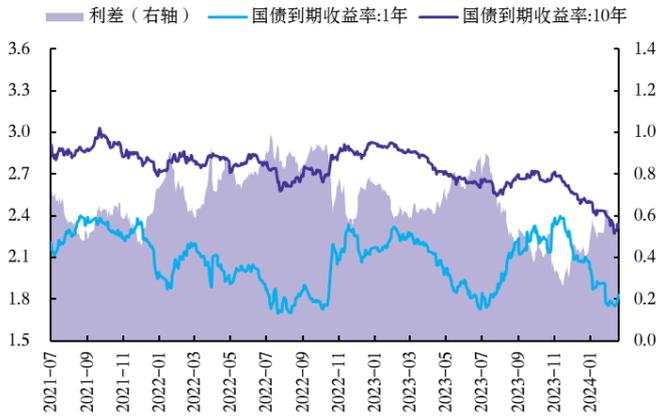
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10年期国债收益率与 MLF 利率



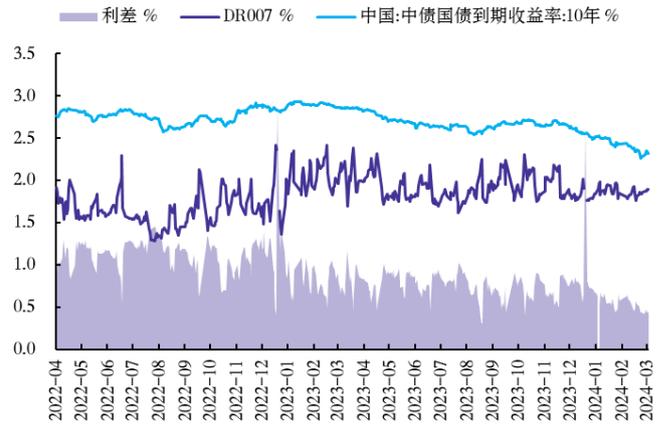
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率期限利差缩小 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与 DR007 利差维持在 42BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差基本无变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期 FR007 上行



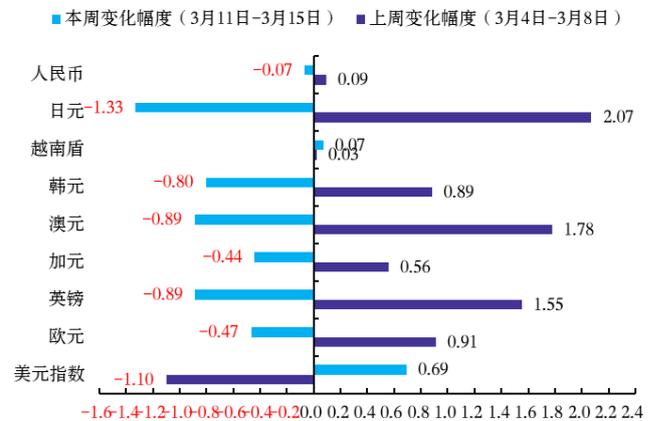
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数上行至 103.45



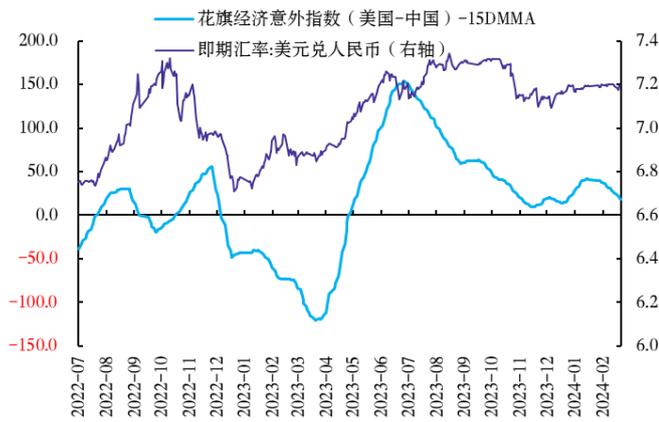
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 非美货币 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 花旗经济意外指数差值收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 人民币即期汇率和中间价



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 2: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 3: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 4: 央行公开市场净回笼 110 亿元 (仅逆回购)(亿元)	4
图 5: 3 月 MLF 净回笼 940 亿 (亿元)	4
图 6: 银行间质押式回购日均成交量约 7.1 万亿 (亿元)	4
图 7: 7 天+14 天逆回购规模本周合计 390 亿 (亿元)	4
图 8: DR007 上升至 1.8961% (%)	4
图 9: SHIBOR007 收于 1.8900%	4
图 10: DR007 与 DR001 利差小幅收缩至 13BP	5
图 11: 上证所国债回购利率.....	5
图 12: R001 和 DR001 利差小幅收窄至 9BP	5
图 13: R007 和 DR007 利差缩小至 8BP (%)	5
图 14: 同业存单发行利率与 MLF 利率	5
图 15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	5
图 16: 国债收益率期限利差缩小 (%)	6
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差维持在 42BP	6
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差基本无变化	6
图 19: 一年期 FR007 上行	6
图 20: 美元指数上行至 103.45	6
图 21: 非美货币 (%)	6
图 22: 花旗经济意外指数差值收窄	7
图 23: 人民币即期汇率和中间价	7

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
公司评级		推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn
 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
 上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn
 李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
 北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
 唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn