

货币政策与流动性观察

资金面维持韧性

核心观点

资金面维持韧性

海外方面，上周（3月11日-3月15日）全球主要央行货币政策无重大变化。联邦资金利率期货隐含的3月FOMC降息25bp的可能性为2%，不降息的可能性为98%。

国内方面，春节后流动性较为充裕，上周央行公开市场操作继续缩量，特别是MLF自2022年11月以来首次缩量续作，但资金面总体延续宽松，非银-银行资金溢价回落至近年平均水平下方。国信狭义流动性高频扩散指数较前一周（3月4日-3月8日）边际下降0.04至100.89。其中价格指标贡献72%，数量指标贡献28%。价格指数下降（紧缩）主要由上周全周标准化后的R001利率、DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期限政策利率）和同业存单加权利率总体环比上行拖累，R加权利率偏离度环比下行支撑。数量上，央行上周公开市场操作缩量续作，对数量指标形成拖累。本周需关注以下因素的扰动：同业存单到期超过7000亿元。

央行公开市场操作：上周（3月11日-3月17日），央行净投放流动性资金-1050亿元。其中：7天逆回购净投放-110亿元（到期500亿元，投放390亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元），MLF净投放-940亿元（到期4810亿元，投放3870亿元）。本周（3月18日-3月24日），央行逆回购将到期390亿元，其中7天逆回购到期390亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月18日）央行7天逆回购净投放0亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为390亿元。

银行间交易量：周银行间市场质押回购平均日均成交7.15万亿，较前一周（3月4日-3月10日）减少0.11万亿。隔夜回购占比为88.9%，较前一周（88.8%）升高0.1pct。

债券发行：上周政府债净融资274.8亿元，本周计划发行4987.7亿元，净融资额预计为2231.3亿元；上周同业存单净融资-3225.6亿元，本周计划发行2880.6亿元，净融资额预计为-4376.9亿元；上周政策银行债净融资1180.0亿元，本周计划发行110.0亿元，净融资额预计为-340.0亿元；上周商业银行次级债券净融资700.0亿元，本周计划发行0.0亿元，净融资额预计为-545.0亿元；上周企业债券净融资3903.7亿元（其中城投债融资贡献约-139.07%），本周计划发行1432.9亿元，净融资额预计为-1930.0亿元。

上周五（3月15日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月8日）上行0.15至98.87，同期美元指数上行0.71，位于103.45。3月15日，美元兑人民币在岸汇率较3月8日的7.20基本维持不变；离岸汇率基本维持不变位于7.20。

风险提示：需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

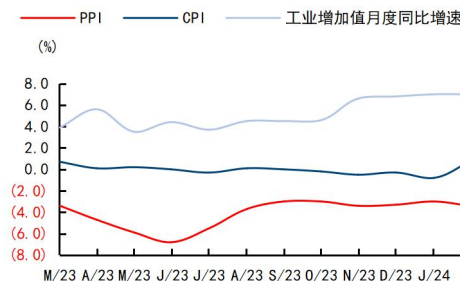
经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志 021-60933158
dongdz@guosen.com.cn
S0980513100001
联系人：田地 0755-81982035
tiandi2@guosen.com.cn

基础数据

固定资产投资累计同比	4.20
社零总额当月同比	7.40
出口当月同比	5.60
M2	8.70

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

- 《宏观经济宏观周报-今年以来国内经济增长的结构分化或加剧》——2024-03-18
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数转跌为涨》——2024-03-15
- 《货币政策与流动性观察-月初资金面保持宽松》——2024-03-12
- 《宏观经济宏观周报-国信宏观扩散指数仍指向经济偏弱，利率偏低》——2024-03-11
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数略有下跌》——2024-03-08

内容目录

周流动性回顾：资金面维持韧性	4
流动性观察	6
外部环境：美联储 3 月降息预期较低	6
国内利率：短端利率走势分化	7
国内流动性：上周央行缩量续作	9
债券融资：上周政府债券净融资大幅减少	11
汇率：人民币汇率基本稳定	12

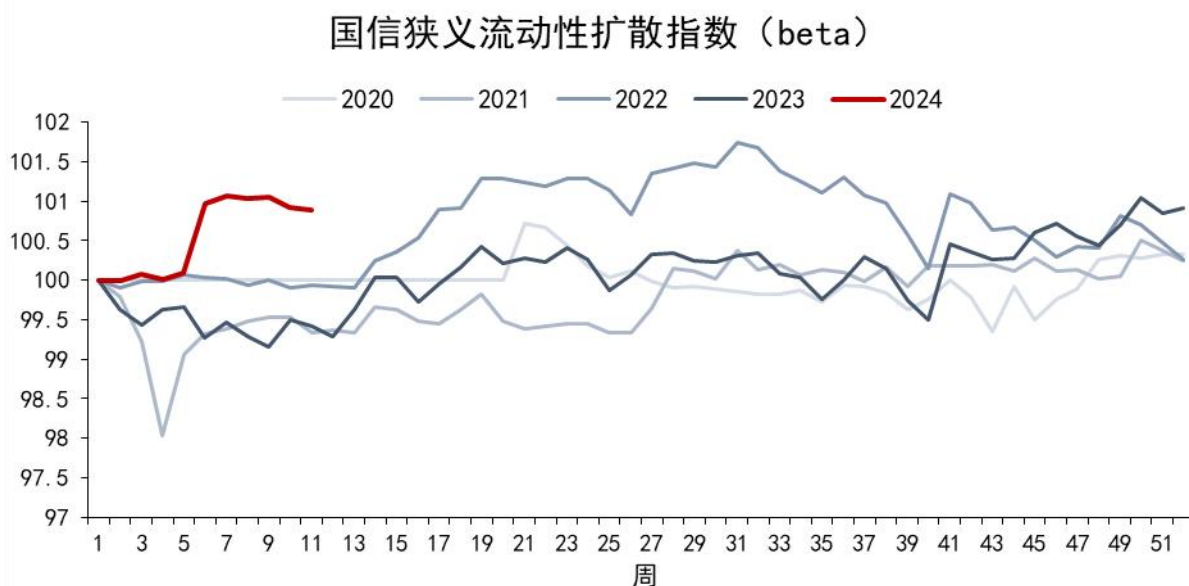
图表目录

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: 中期流动性分层观察	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: 7 天逆回购到期与投放	9
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图 19: 央行逆回购余额跟踪	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	12
图 28: 企业债券净融资与结构	12
图 29: 主要货币指数走势	12
图 30: 人民币汇率	12

周流动性回顾：资金面维持韧性

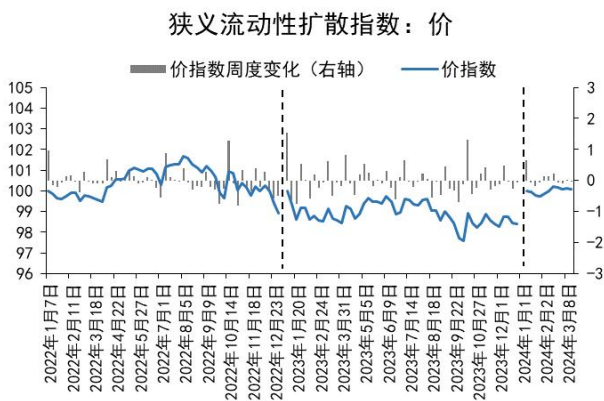
海外方面，上周（3月11日-3月15日）全球主要央行货币政策无重大变化。联邦资金利率期货隐含3月FOMC降息25bp的可能性为2%，不降息的可能性为98%。

图1：狭义流动性扩散指数（上升指向宽松，下降指向紧缩）



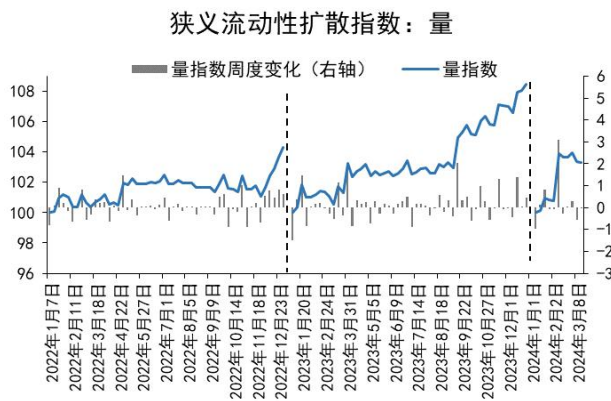
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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11日-3月15日）狭义流动性环比基本稳定。国信狭义流动性高频扩散指数较前一周（3月4日-3月8日）边际下降0.04至100.89。其中价格指标贡献72%，数量指标贡献28%。价格指数下降（紧缩）主要由上周末标准化后的R001利率、DR加权利率偏离度（7天/14天利率减去同期政策利率）和同业存单加权利率总体环比上行拖累，R加权利率偏离度环比下行支撑。数量上，央行上周公开市场操作缩量续作，对数量指标形成拖累。**本周需关注以下因素的扰动：同业存单到期超过7000亿元。**

央行公开市场操作：上周（3月11日-3月17日），央行净投放流动性资金-1050

亿元。其中：7天逆回购净投放-110亿元（到期500亿元，投放390亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元），MLF净投放-940亿元（到期4810亿元，投放3870亿元）。本周（3月18日-3月24日），央行逆回购将到期390亿元，其中7天逆回购到期390亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月18日）央行7天逆回购净投放0亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为390亿元。

银行间交易量：上周银行间市场质押回购平均日均成交7.15万亿，较前一周（3月4日-3月10日）减少0.11万亿。隔夜回购占比为88.9%，较前一周（88.8%）升高0.1pct。

债券发行：上周政府债净融资274.8亿元，本周计划发行4987.7亿元，净融资额预计为2231.3亿元；上周同业存单净融资-3225.6亿元，本周计划发行2880.6亿元，净融资额预计为-4376.9亿元；上周政策银行债净融资1180.0亿元，本周计划发行110.0亿元，净融资额预计为-340.0亿元；上周商业银行次级债券净融资700.0亿元，本周计划发行0.0亿元，净融资额预计为-545.0亿元；上周企业债券净融资3903.7亿元（其中城投债融资贡献约-139.07%），本周计划发行1432.9亿元，净融资额预计为-1930.0亿元。

上周五（3月15日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月8日）上行0.15至98.87，同期美元指数上行0.71，位于103.45。3月15日，美元兑人民币在岸汇率较3月8日的7.20基本维持不变；离岸汇率基本维持不变位于7.20。

流动性观察

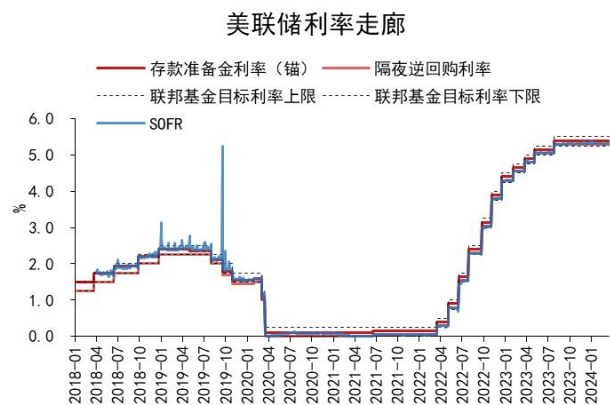
外部环境：美联储 3 月降息预期较低

美联储

2 月 FOMC 继续暂停加息，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）或已达到本轮加息高点，分别保持在 5.40% 和 5.30%。上周四（3 月 14 日）SOFR 利率较前一周（3 月 7 日）保持不变，位于 5.31%。联邦资金利率期货隐含 3 月 FOMC 降息 25bp 的可能性为 2%，不降息的可能性为 98%。

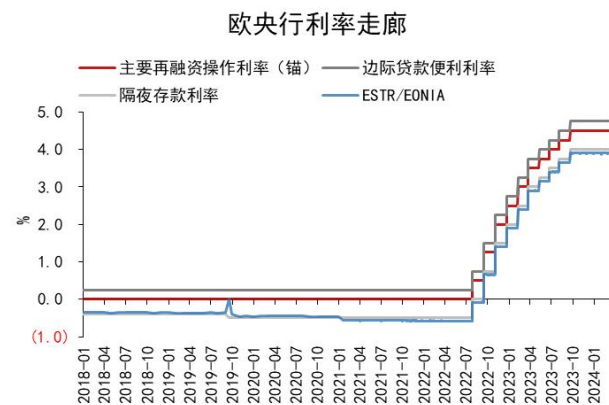
截至 3 月 13 日，美联储资产负债表规模为 7.54 万亿美元，较前一周（3 月 6 日）增加 31.12 亿美元，约为去年 4 月本次缩表初期历史最高值（8.97 万亿）的 84.13%。

图4: 美联储关键短端利率



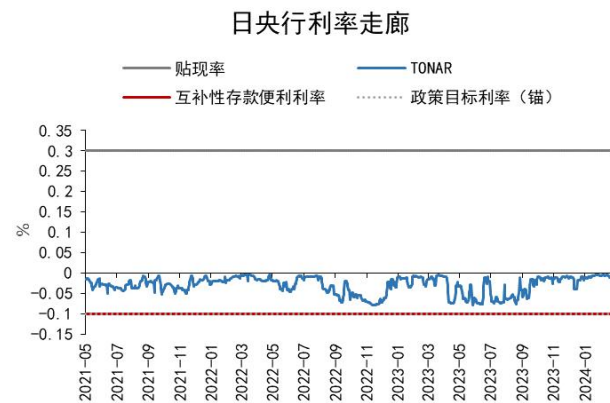
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 欧央行关键短端利率



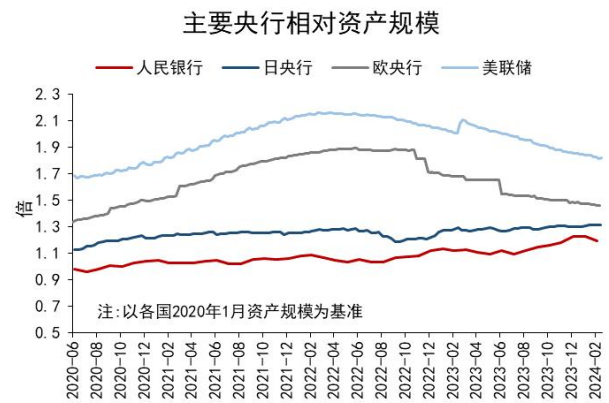
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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 月议息会议暂停加息，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）利率保持不变，分别位于 4.5%、4.75%

和 4%。欧元短期利率（ESTR）上周四（3 月 14 日）较前一周（3 月 7 日）保持不变，位于 3.91%。

日央行

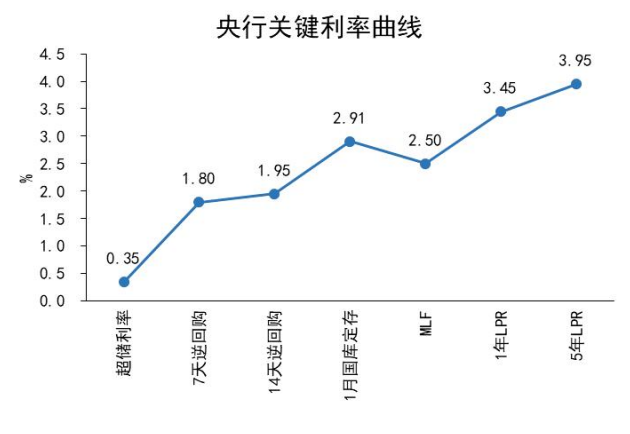
日央行 1 月议息会议将政策利率维持在-0.1%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（3 月 14 日）较前一周（3 月 7 日）保持不变，位于-0.01%。

国内利率：短端利率走势分化

央行关键利率

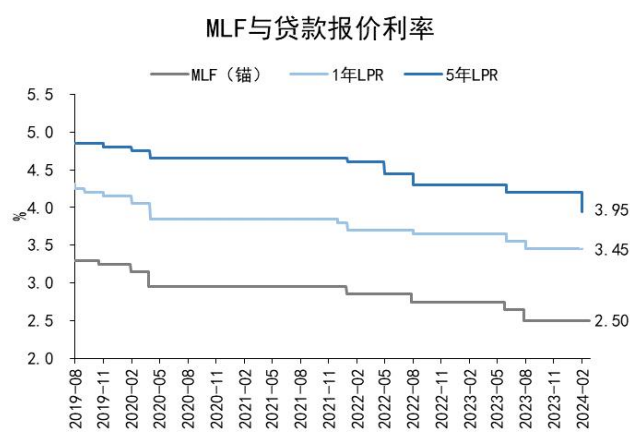
上周（3 月 11 日-3 月 17 日），央行关键利率无变化。

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



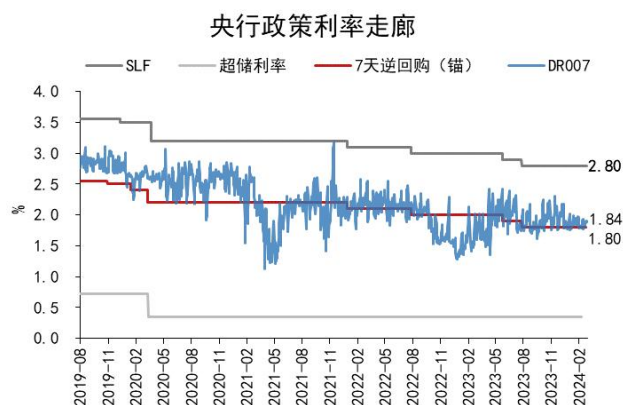
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率走势分化。上周（3 月 11 日-3 月 15 日），R001 和 DR001 较前一周（3 月 4 日-3 月 8 日）分别上升 0.4bp、2.4bp，位于 1.85% 和 1.74%；R007 和 DR007 分别下降 1.6bp、上升 3.7bp，位于 1.99%和 1.88%；R007-DR007 收缩至 11bp，略低于历史平均水平。考虑 R 成交量权重的货币市场加权利率（7 天移动平均）上周五较前一周上行 0.2bp 至 1.87%。

存单利率方面，各类发债主体有所分化。上周五（3 月 15 日）国有行 1 年期存单发行利率较 3 月 8 日上行 4.0bp，位于 2.25%；股份行上行 4.5bp，位于 2.29%；城商行下行 2.3bp，位于 2.40%。

图10: 短端市场利率与政策锚



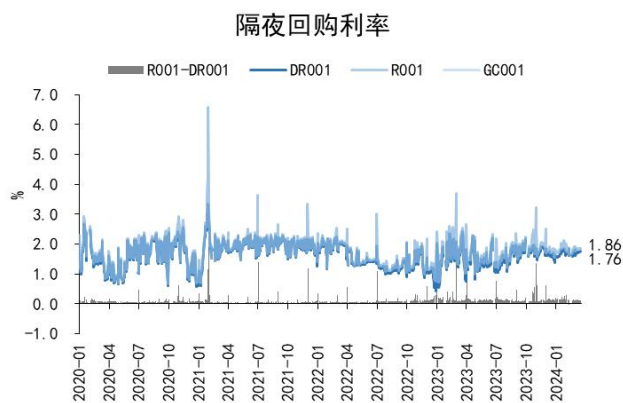
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图11: 中期利率与政策锚



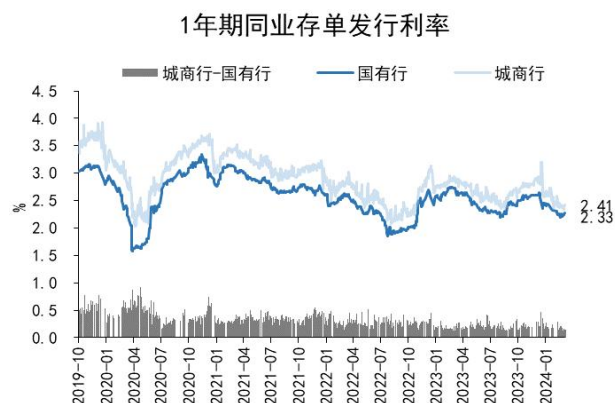
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 短端流动性分层观察



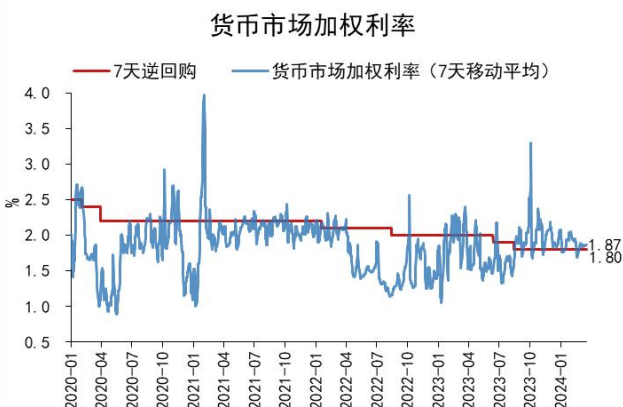
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 中期流动性分层观察



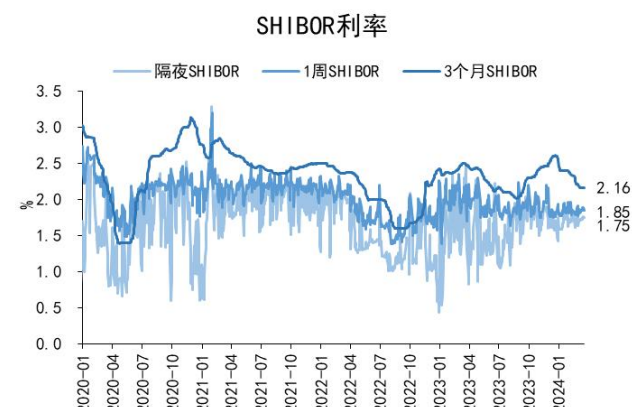
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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

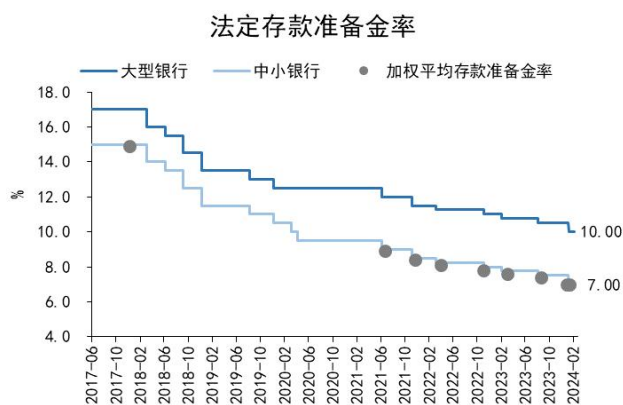
国内流动性：上周央行缩量续作

上周（3月11日-3月17日），央行净投放流动性资金-1050亿元。其中：7天逆回购净投放-110亿元（到期500亿元，投放390亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元），MLF净投放-940亿元（到期4810亿元，投放3870放亿元）。

本周（3月18日-3月24日），央行逆回购将到期390亿元，其中7天逆回购到期390亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（3月18日）央行7天逆回购净投放0亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为390亿元。

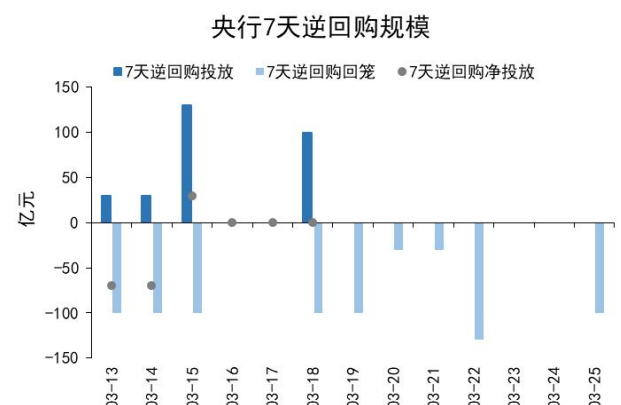
上周（3月11日-3月17日），银行间市场质押回购平均日均成交7.15万亿，较前一周（3月4日-3月10日）减少0.11万亿。隔夜回购占比为88.9%，较前一周（88.8%）升高0.1pct。

图16：“三档两优”准备金体系



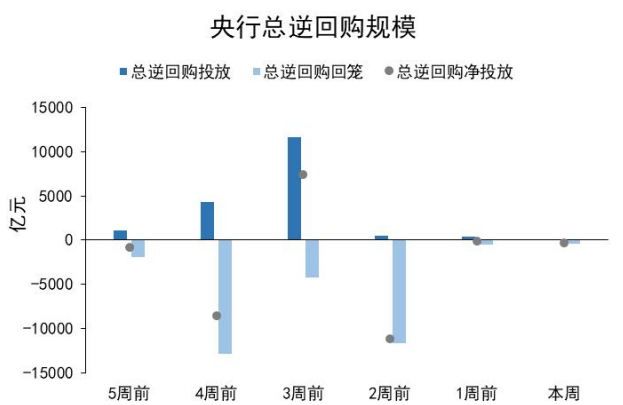
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：7天逆回购到期与投放



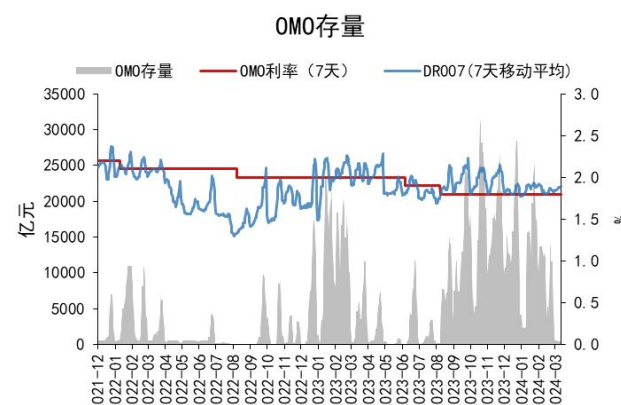
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



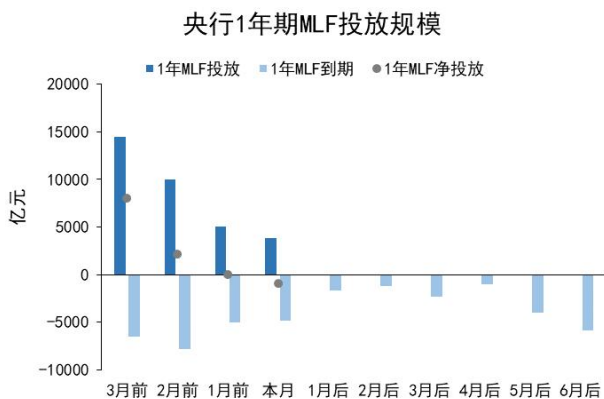
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：央行逆回购余额跟踪



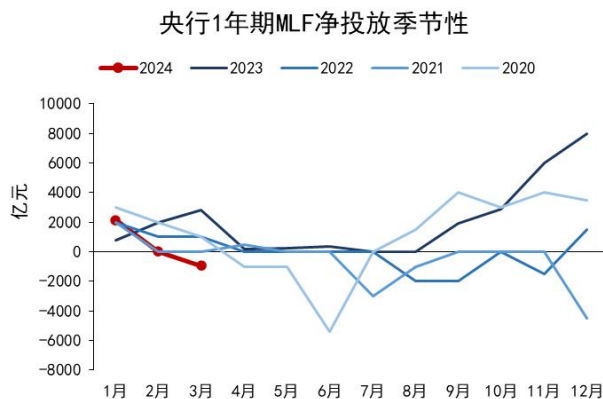
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: MLF 投放跟踪



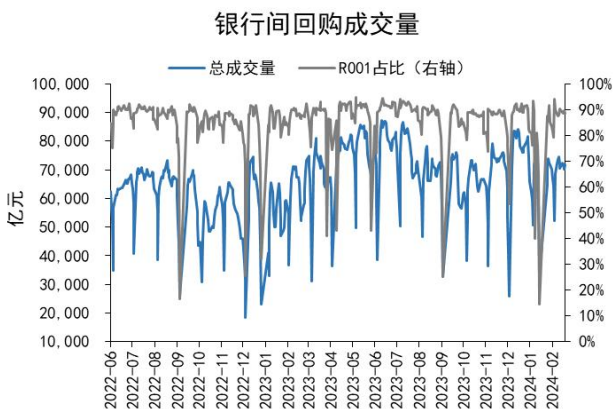
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放季节性



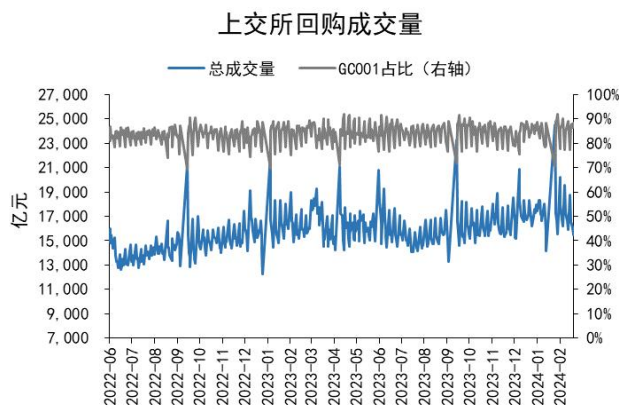
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 银行间回购成交量



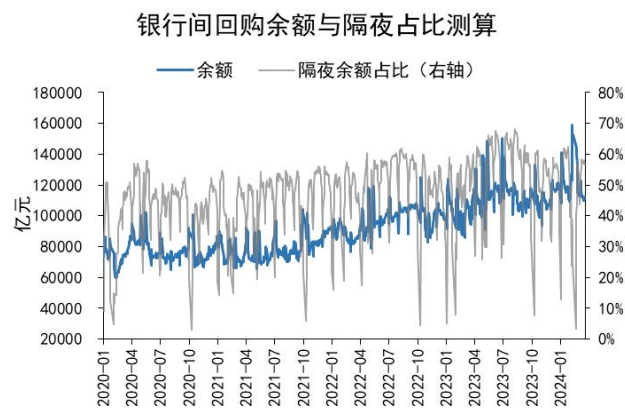
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 上交所回购成交量



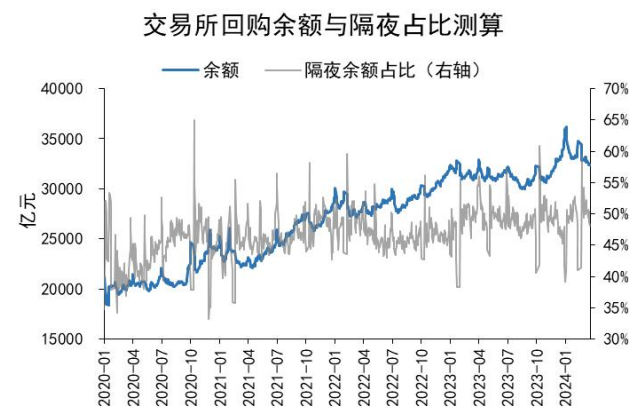
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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：上周政府债券净融资大幅减少

政府债上周（3月11日-3月15日）共计发行4205.3亿元，净融资274.8亿元，较前一周（3月4日-3月8日）的1155.5亿元大幅减少。本周计划发行4987.7亿元，净融资额预计为2231.3亿元。

同业存单上周（3月11日-3月15日）共计发行6661.9亿元，净融资-3225.6亿元，较前一周（3月4日-3月8日）的-687.4亿元大幅下降。本周计划发行2880.6亿元，净融资额预计为-4376.9亿元。本周同业存单到期量超7000亿元，提示关注对于流动性的扰动。

政策银行债上周（3月11日-3月15日）共计发行1180.0亿元，净融资1180.0亿元，较前一周（3月4日-3月8日）的1180亿元保持不变。本周计划发行110.0亿元，净融资额预计为-340.0亿元。

商业银行次级债券上周（3月11日-3月15日）共计发行700.0亿元，净融资700.0亿元，较前一周（3月4日-3月8日）的-3.0亿元大幅上升。本周计划发行0.0亿元，净融资额预计为-545.0亿元。

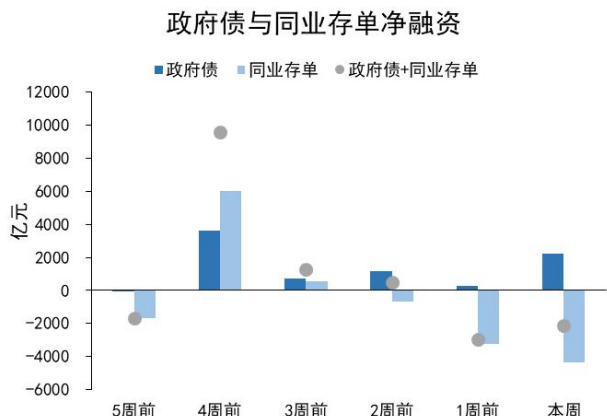
企业债券上周（3月11日-3月15日）共计发行3903.7亿元，净融资289.8亿元，较前一周（3月4日-3月8日）的1659.1亿元大幅下降。上周城投债融资贡献约-139.07%。本周计划发行1432.9亿元，净融资额预计为-1930.0亿元。

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	1042.1	94.0	430.2	430.2	2140.0	1234.8	185.5	-189.5	1190.0	1091.0	4987.7	2231.3	4205.3	274.8
国债	0.0	-509.9	0.0	0.0	2140.0	1290.3	0.0	0.0	1190.0	1190.0	3330.0	1970.4	2620.0	-802.6
地方政府一般债	402.2	402.2	71.0	71.0	0.0	-20.4	61.6	13.7	0.0	-24.0	534.8	30.0	733.1	596.7
地方政府专项债	639.9	201.7	359.2	359.2	0.0	-35.1	123.9	-203.1	0.0	-75.0	1122.9	230.8	852.2	480.7
同业存单	2877.6	1633.4	3.0	-723.7	0.0	-2850.3	0.0	-831.1	0.0	-1460.9	2880.6	-4376.9	6661.9	-3225.6
政策银行债	110.0	110.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-180.0	0.0	0.0	110.0	-340.0	1180.0	1180.0
商业银行次级债	0.0	0.0	0.0	-530.0	0.0	0.0	0.0	-15.0	0.0	0.0	0.0	-545.0	700.0	700.0
企业债	881.3	90.7	407.6	-94.7	55.9	-290.1	46.9	-255.4	41.2	-766.1	1432.9	-1930.0	3903.7	289.8
城投债	203.0	-115.3	88.5	-80.7	10.6	-61.2	0.0	-83.9	0.0	-250.9	302.1	-816.5	1028.3	-403.1
产业债	678.3	205.9	319.1	-4.0	45.4	-248.9	46.9	-270.0	41.2	-535.1	1130.9	-1238.1	2863.4	569.1

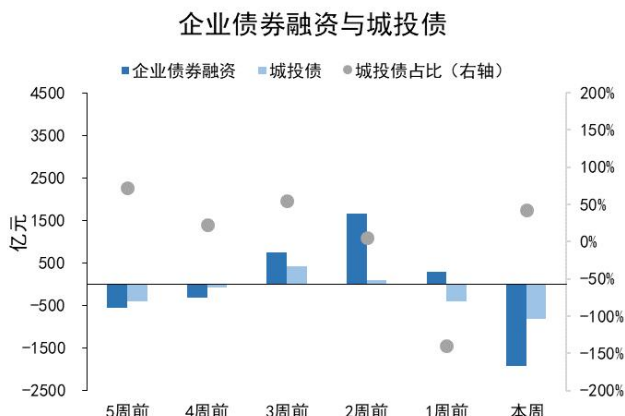
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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: 企业债券净融资与城投债



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

汇率：人民币汇率基本稳定

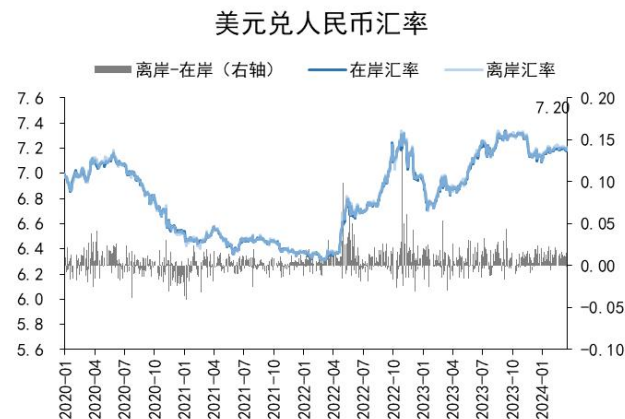
上周五(3月15日)人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周(3月8日)上行0.15至98.87, 同期美元指数上行0.71, 位于103.45。3月15日, 美元兑人民币在岸汇率较3月8日的7.20基本维持不变; 离岸汇率基本维持不变位于7.20。

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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