

货币政策与流动性观察

跨季周央行净投放转正

核心观点

资金利率温和回升

海外方面，上周（3月25日-3月30日）全球主要央行货币政策无重大变化。3月27日，美联储理事克里斯托弗·沃勒表示，近期通货膨胀数据令人失望，为美联储提供了推迟降息的理由，但不排除今年晚些时候降息的可能性。联邦资金利率期货隐含5月FOMC降息25bp的可能性为4.2%，不降息的可能性为95.8%。

国内流动性方面，上周（3月25日-3月29日）受跨季因素影响，央行周度净投放月内首次转正，短端资金利率显著抬升，非银-银行利差（R007-DR007）明显走阔。国信货币政策力度指数较前一周（3月18日-3月22日）边际下降0.02至100.81，已连续四周收紧。其中价格指标贡献1087%，数量指标贡献-987%。价格指数下降（紧缩）主要由上周全周标准化后的R001利率、R加权利率偏离度和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，同业存单加权利率环比下行支撑。数量上，央行上周逆回购超额续作，对数量指标形成支撑。

央行公开市场操作：上周（3月25日-3月31日），央行净投放流动性资金8280亿元。其中：7天逆回购净投放8280亿元（到期220亿元，投放8500亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。本周（4月1日-4月7日），央行逆回购将到期8500亿元，其中7天逆回购到期8500亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（4月1日）央行7天逆回购净投放-480亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为8020亿元。

银行间交易量：银行间市场质押回购平均日均成交6.14万亿，较前一周（3月18日-3月22日）减少0.96万亿。隔夜回购占比为80.3%，较前一周（89.1%）下降8.8pct。

债券发行：上周政府债净融资-87.4亿元，本周计划发行2794.0亿元，净融资额预计为1198.4亿元；上周同业存单净融资-650.1亿元，本周计划发行87.2亿元，净融资额预计为-435.9亿元；上周政策银行债净融资1277.0亿元，本周计划发行410.0亿元，净融资额预计为-1483.6亿元；上周商业银行次级债券净融资-475.0亿元，本周计划发行400.0亿元，净融资额预计为400.0亿元；上周企业债券净融资-788.8亿元（其中城投债融资贡献约20.78%），本周计划发行702.3亿元，净融资额预计为-589.8亿元。

上周五（3月29日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月22日）上行0.48至99.78，同期美元指数基本不变，位于104.51。3月29日，美元兑人民币在岸汇率较3月22日汇率维持稳定，位于7.22；3月28日，离岸汇率较3月22日维持稳定，位于7.25。

风险提示：需求改善不及预期，海外经济进入衰退。

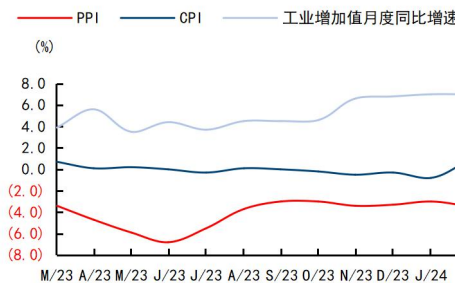
经济研究·宏观周报

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

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-3月PMI重回荣枯线上方，高技术制造业加速增长或是主因》——2024-03-31
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数保持不变》——2024-03-28
- 《货币政策与流动性观察-资金利率温和回升》——2024-03-26
- 《宏观经济宏观周报-国内以投资、房地产为主导的旧经济或持续走弱》——2024-03-24
- 《高技术制造业宏观周报-国信周频高技术制造业扩散指数小幅回落》——2024-03-21

内容目录

周流动性回顾：跨季周央行净投放转正	4
流动性观察	6
外部环境：美联储 5 月降息预期依然较低	6
国内利率：短端利率小幅上行	7
国内流动性：上周央行超量续作	9
债券融资：上周政府债券净融资大幅回落	11
汇率：美元兑人民币基本稳定	12

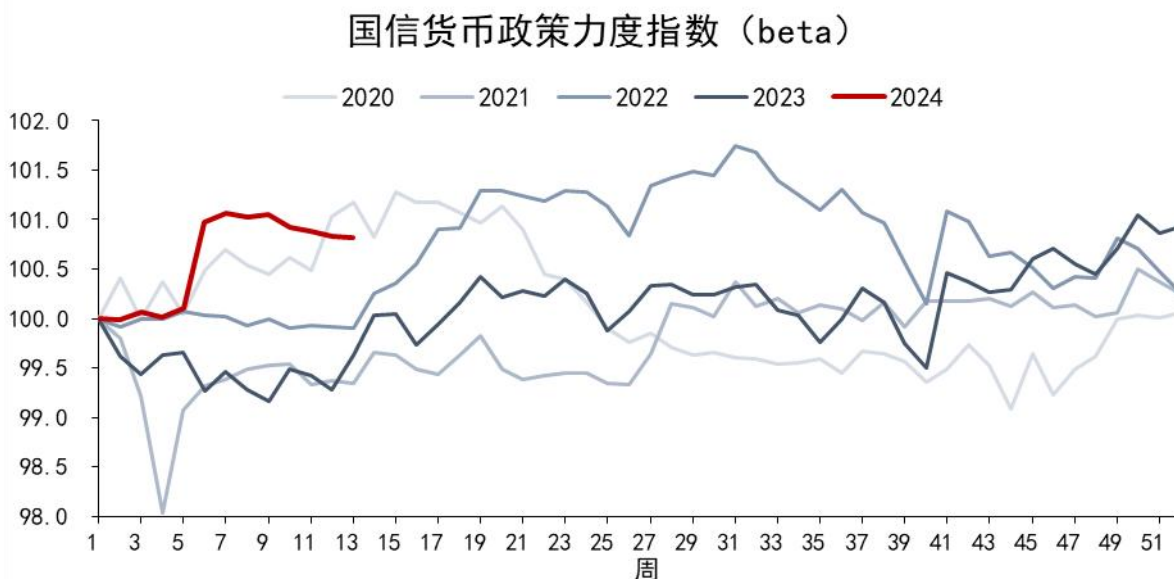
图表目录

图 1: 国信货币政策力度指数（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：跨季周央行净投放转正

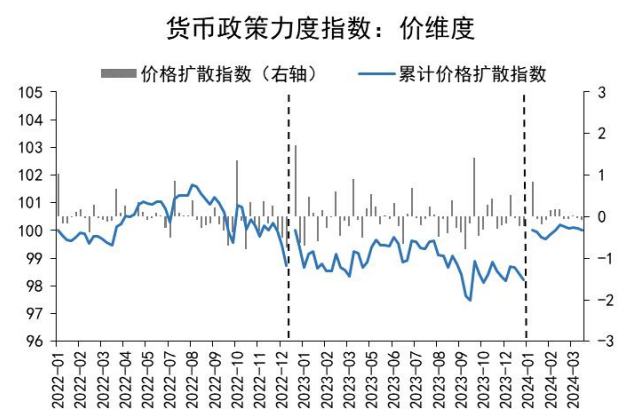
海外方面，上周（3月25日-3月31日）全球主要央行货币政策无重大变化。3月27日，美联储理事克里斯托弗·沃勒表示，近期通货膨胀数据令人失望，为美联储提供了推迟降息的理由，但不排除今年晚些时候降息的可能性。联邦资金利率期货隐含5月FOMC降息25bp的可能性为4.2%，不降息的可能性为95.8%。

图1：国信货币政策力度指数（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25日-3月29日）狭义流动性环比基本持平。国信货币政策力度指数较前一周（3月18日-3月22日）边际下降0.02至100.81。其中价格指标贡献867%，数量指标贡献-767%。价格指数下降（紧缩）主要由上全周标准化后的R001利率、R加权利率偏离度和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，同业存单加权利率环比下行支撑。数量上，央行上周逆回购超额续作，对数量指标形成支撑。

央行公开市场操作：上周（3月25日-3月31日），央行净投放流动性资金8280亿元。其中：7天逆回购净投放8280亿元（到期220亿元，投放8500亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。本周（4月1日-4月7日），央行逆回购将到期8500亿元，其中7天逆回购到期8500亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（4月1日）央行7天逆回购净投放-480亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为8020亿元。

银行间交易量：银行间市场质押回购平均日均成交6.14万亿，较前一周（3月18日-3月22日）减少0.96万亿。隔夜回购占比为80.3%，较前一周（89.1%）下降8.8pct。

债券发行：上周政府债净融资-87.4亿元，本周计划发行2794.0亿元，净融资额预计为1198.4亿元；上周同业存单净融资-650.1亿元，本周计划发行87.2亿元，净融资额预计为-435.9亿元；上周政策银行债净融资1277.0亿元，本周计划发行410.0亿元，净融资额预计为-1483.6亿元；上周商业银行次级债券净融资-475.0亿元，本周计划发行400.0亿元，净融资额预计为400.0亿元；上周企业债券净融资-788.8亿元（其中城投债融资贡献约20.78%），本周计划发行702.3亿元，净融资额预计为-589.8亿元。

上周五（3月29日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（3月22日）上行0.48至99.78，同期美元指数基本不变，位于104.51。3月29日，美元兑人民币在岸汇率较3月22日汇率维持稳定，位于7.22；3月28日，离岸汇率较3月22日维持稳定，位于7.25。

流动性观察

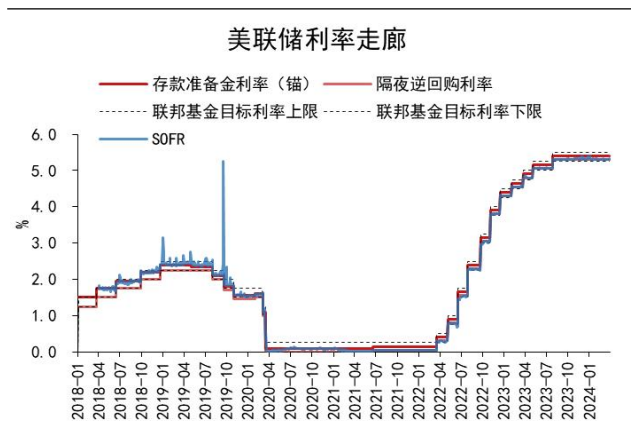
外部环境：美联储 5 月降息预期依然较低

美联储

3 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 28 日）SOFR 利率较前一周（3 月 21 日）小幅上升，位于 5.33%。3 月 27 日，美联储理事克里斯托弗·沃勒表示，近期通货膨胀数据令人失望，为美联储提供了推迟降息的理由，但不排除今年晚些时候降息的可能性。联邦资金利率期货隐含 5 月 FOMC 降息 25bp 的可能性为 4.2%，不降息的可能性为 95.8%。

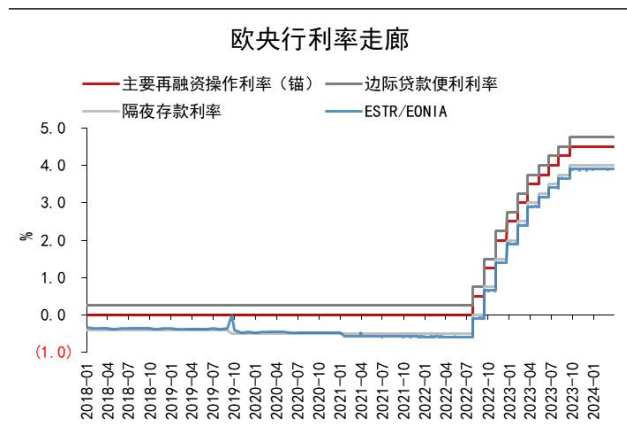
截至 3 月 27 日，美联储资产负债表规模为 7.48 万亿美元，较前一周（3 月 20 日）减少 296.09 亿美元，约为去年 4 月本次缩表初期历史最高值（8.97 万亿）的 83.49%。

图4：美联储关键短端利率



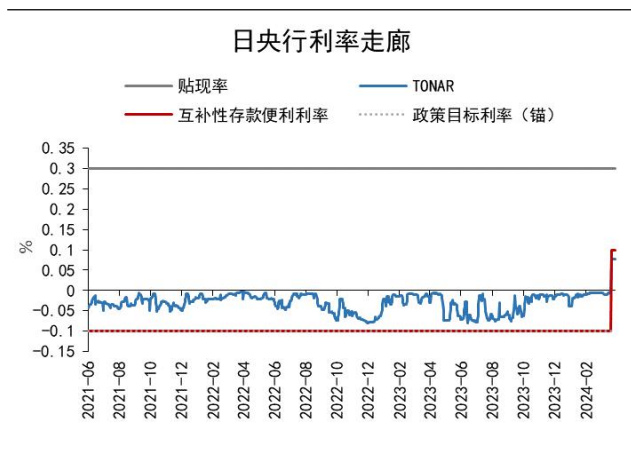
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：欧央行关键短端利率



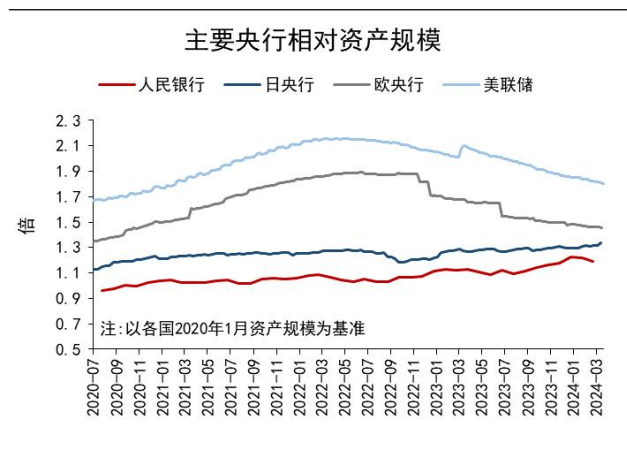
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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28日）较前一周（3月21日）保持不变，位于3.91%。

日央行

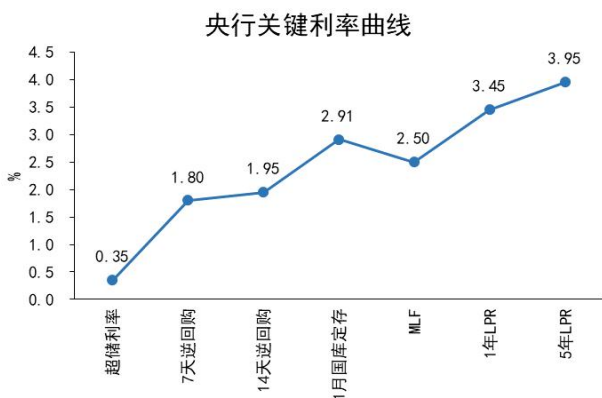
日央行3月议息会议将政策利率维持在0.0%。日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持0.0%、0.3%和0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周四（3月28日）较前一周（3月21日）保持上升1bp，位于0.08%。

国内利率：短端利率小幅上行

央行关键利率

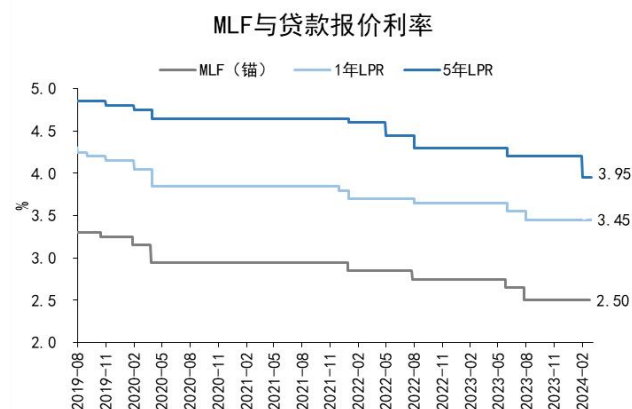
上周（3月25日-3月31日），央行关键利率无变化。

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继续上行。上周（3月25日-3月29日），R001和DR001较前一周（3月18日-3月22日）分别上升6.8bp、下降1.8bp，位于1.95%和1.75%；R007和DR007分别上升41bp、10.5bp，位于2.44%和1.98%；R007-DR007扩张至46bp，位于跨季期历史平均水平附近。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13.9bp至2.05%。

存单利率方面，各类发债主体有所分化。上周五（3月29日）国有行1年期存单发行利率较3月22日下行1.0bp，位于2.23%；股份行下行2.0bp，位于2.25%；城商行上行3.9bp，位于2.41%。

图10: 短端市场利率与政策锚

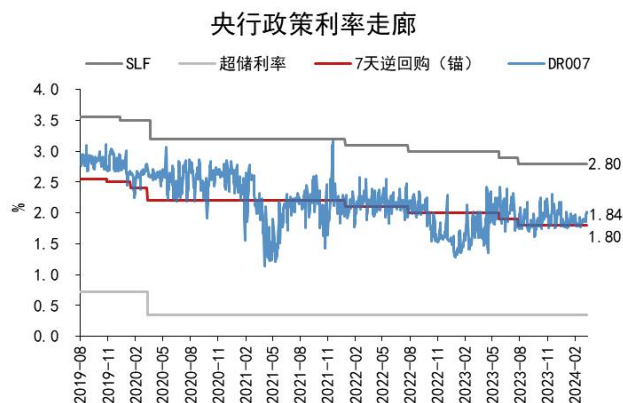


图11: 中期利率与政策锚



图12: 短端流动性分层观察

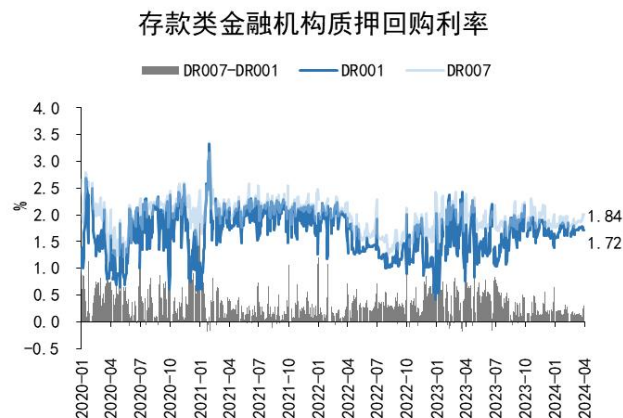


图13: 中期流动性分层观察



图14: 货币市场加权利率

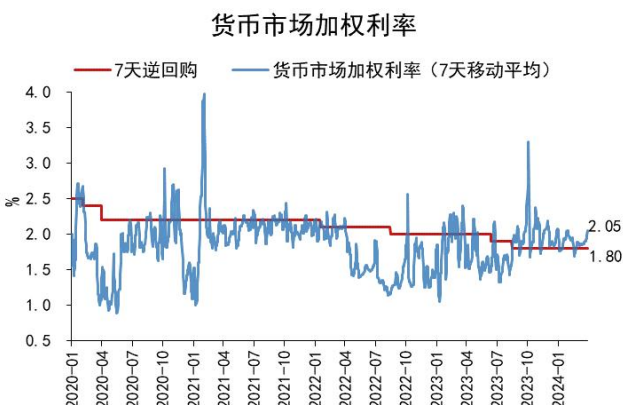
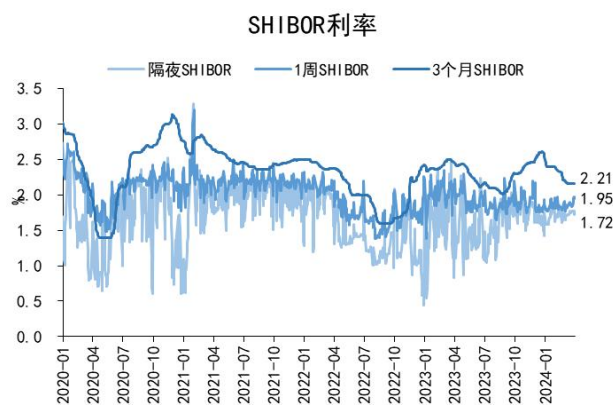


图15: SHIBOR 报价利率



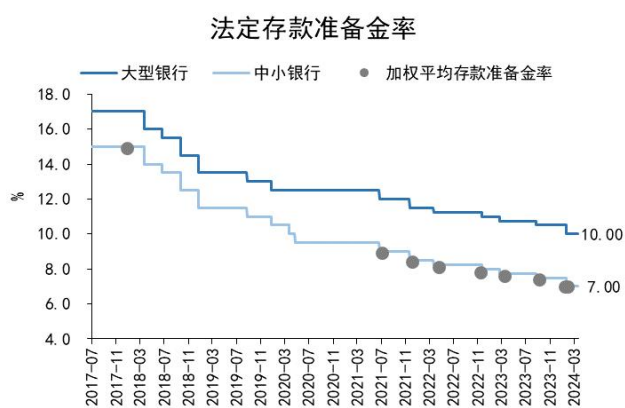
国内流动性：上周央行超量续作

上周（3月25日-3月31日），央行净投放流动性资金8280亿元。其中：7天逆回购净投放8280亿元（到期220亿元，投放8500亿元），14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（4月1日-4月7日），央行逆回购将到期8500亿元，其中7天逆回购到期8500亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（4月1日）央行7天逆回购净投放-480亿元，14天逆回购净投放0亿元，OMO存量为8020亿元。

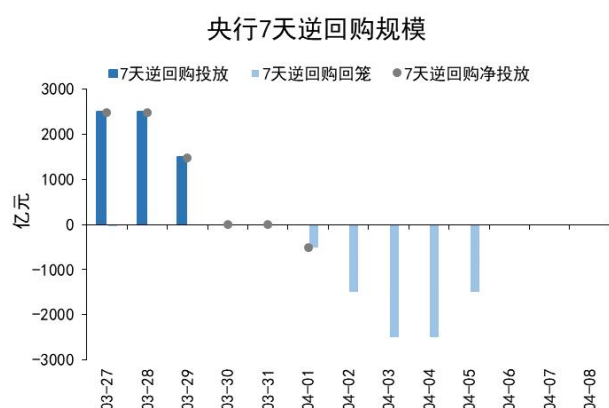
上周（3月25日-3月31日），银行间市场质押回购平均日均成交6.14万亿，较前一周（3月18日-3月22日）减少0.96万亿。隔夜回购占比为80.3%，较前一周（89.1%）下降8.8pct。

图16：“三档两优”准备金体系



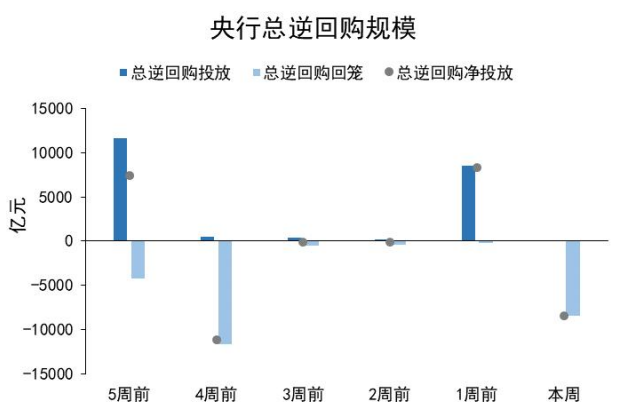
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图17：7天逆回购到期与投放



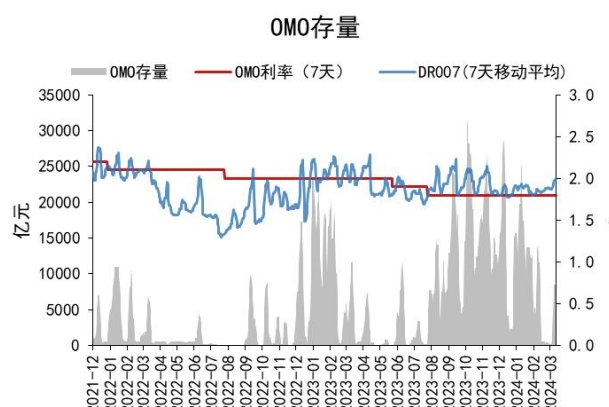
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



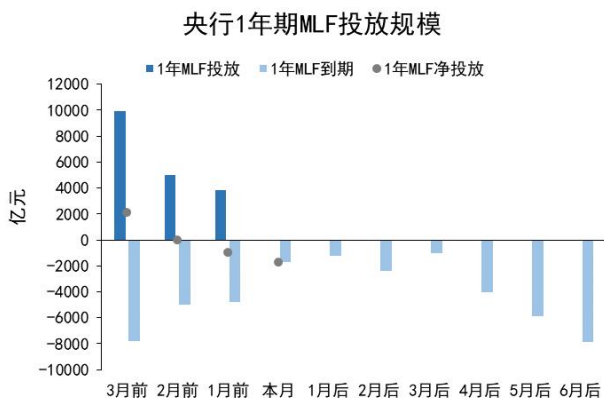
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：央行逆回购余额跟踪



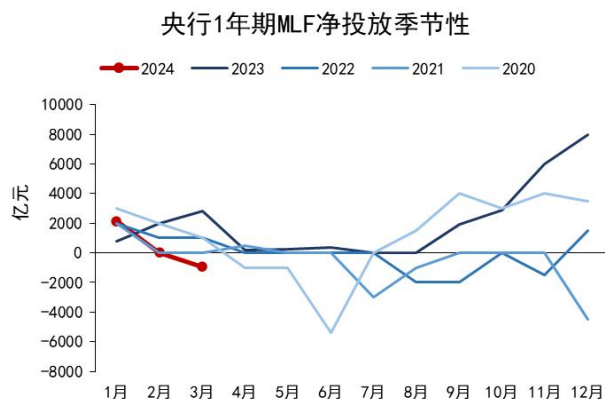
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20: MLF 投放跟踪



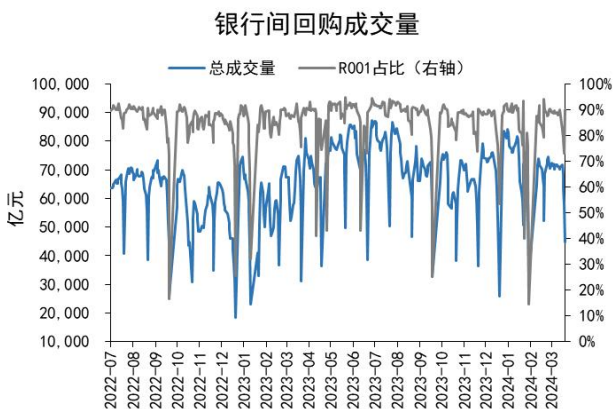
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放季节性



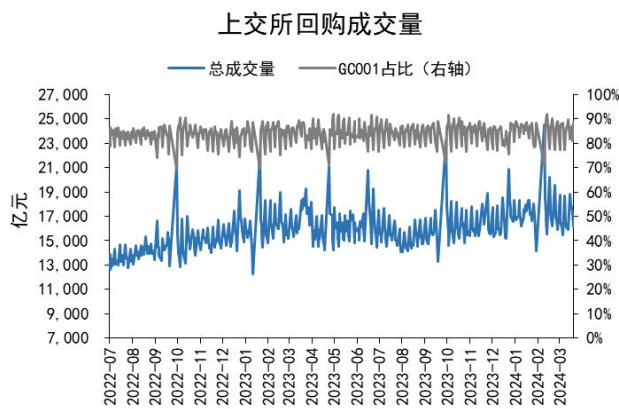
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: 银行间回购成交量



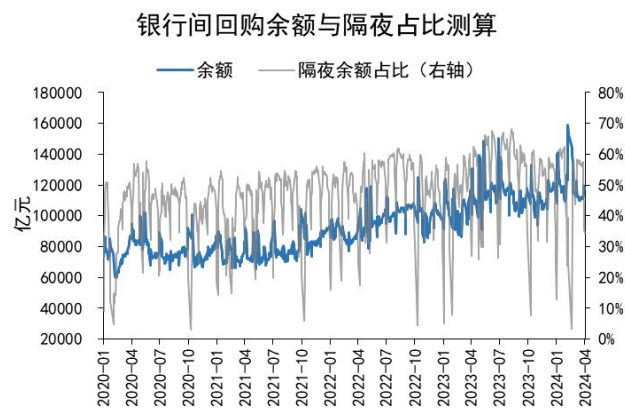
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 上交所回购成交量



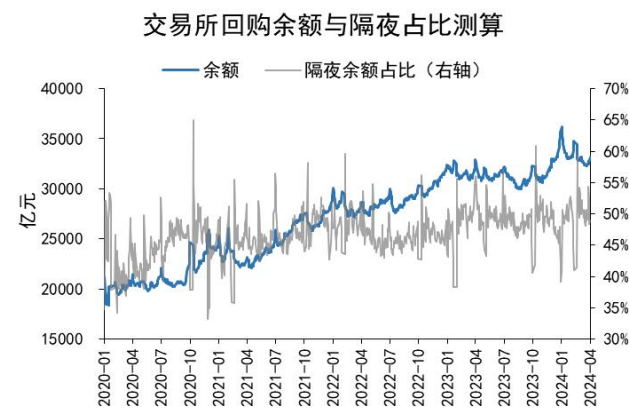
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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回落

政府债上周（3月25日-3月29日）共计发行2472.7亿元，净融资-87.4亿元，较前一周（3月18日-3月22日）的2631.3亿元大幅下降。本周计划发行2794.0亿元，净融资额预计为1198.4亿元。

同业存单上周（3月25日-3月29日）共计发行4445.6亿元，净融资-650.1亿元，较前一周（3月18日-3月22日）的4006.9亿元大幅下降。本周计划发行87.2亿元，净融资额预计为-435.9亿元。

政策银行债上周（3月25日-3月29日）共计发行1277.0亿元，净融资1277.0亿元，较前一周（3月18日-3月22日）的1277.0亿元保持不变。本周计划发行410.0亿元，净融资额预计为-1483.6亿元。

商业银行次级债券上周（3月25日-3月29日）共计发行30.0亿元，净融资-475.0亿元，较前一周（3月18日-3月22日）的-545.0亿元无较大波动。本周计划发行400.0亿元，净融资额预计为400.0亿元。

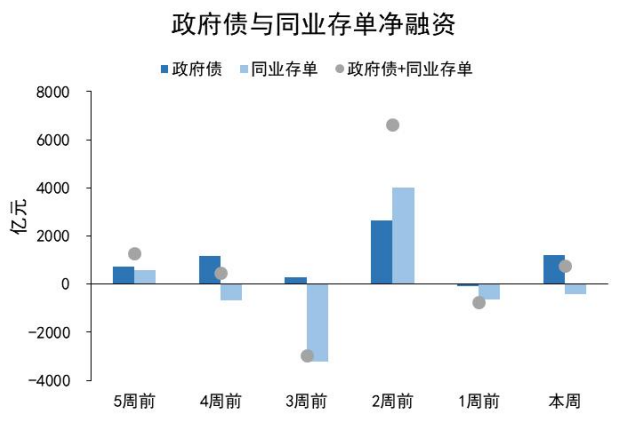
企业债券上周（3月25日-3月29日）共计发行4067.4亿元，净融资-788.8亿元，较前一周（3月18日-3月22日）的1340.1亿元大幅下降。上周城投债融资贡献约20.78%。本周计划发行702.3亿元，净融资额预计为-589.8亿元。

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	0.0	-1072.6	194.0	-50.5	2600.0	2598.8	0.0	-248.0	0.0	0.0	2794.0	1198.4	2472.7	-87.4
国债	0.0	-235.3	0.0	0.0	2600.0	2600.0	0.0	-200.0	0.0	0.0	2600.0	2164.7	0.0	-1656.0
地方政府一般债	0.0	-286.2	54.0	-75.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	54.0	-373.0	424.5	198.7
地方政府专项债	0.0	-551.1	140.0	25.0	0.0	-1.2	0.0	-48.0	0.0	0.0	140.0	-593.3	2048.2	1370.0
同业存单	87.2	-21.4	0.0	-25.7	0.0	-64.4	0.0	-39.3	0.0	-25.8	87.2	-435.9	4445.6	-650.1
政策银行债	410.0	410.0	0.0	-1003.6	0.0	-890.0	0.0	0.0	0.0	0.0	410.0	-1483.6	1277.0	1277.0
商业银行次级债	0.0	0.0	400.0	400.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	400.0	400.0	30.0	-475.0
企业债	414.4	101.1	269.9	95.5	18.0	-203.2	0.0	-68.1	0.0	-104.5	702.3	-589.8	4067.4	-788.8
城投债	99.8	-92.0	30.9	-21.4	0.0	-65.2	0.0	-18.7	0.0	-6.0	130.7	-332.5	1135.2	-163.9
产业债	305.9	186.0	229.0	107.0	18.0	-133.5	0.0	-49.4	0.0	-98.5	552.9	-253.8	2877.9	-680.8

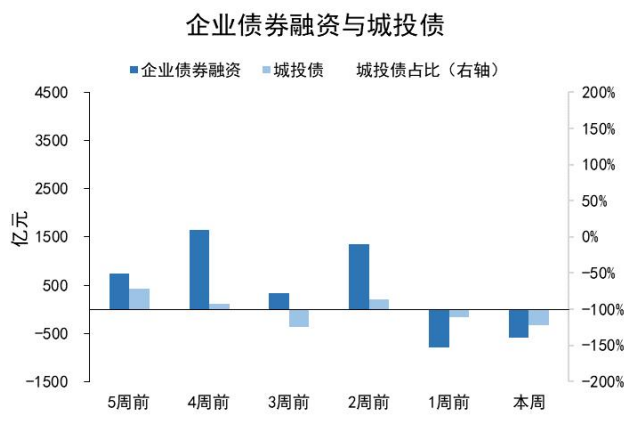
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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: 美元兑人民币基本稳定

上周五 (3月29日) 人民币 CFETS 一篮子汇率指数较前一周 (3月22日) 上行 0.48 至 99.78, 同期美元指数基本不变, 位于 104.51。3月29日, 美元兑人民币在岸汇率较3月22日汇率维持稳定, 位于 7.22; 3月28日, 离岸汇率较3月22日维持稳定, 位于 7.25。

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