流动性跟踪

3 月初资金面或转松

评级及分析师信息
分析师：肖金川
邮箱：xiaojc@hx168.com.cn
SAC NO：S1120524030004
联系电话：

联系人：龙海文
邮箱：longhw@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

► 概况：资金面整体偏紧，银行供给回升

资金面整体偏紧，不过时常出现“上午紧、下午松”的情况，银行资金供给也出现回升迹象。2 月 24-28 日，银行体系日均净融出 1.52 万亿元，较前一周的 1.18 万亿元有所回升，周内整体呈现稳步上升的态势，从周一的 1.06 万亿元升至 1.85 万亿元，跨月前夕小幅回落至 1.71 万亿元，这是 2 月以来的首度回升。**往后看，下周（3 月 3-7 日）利好资金面的因素偏多，有望阶段性转松。一是** 2 月末财政支出，将对 3 月初资金面形成一定支撑；**二是**两会即将召开，资金面可能也以维稳为主；**三是**政府债发行高峰已过，3 月 3-7 日政府债净缴款规模 2485.5 亿元，较前期单周 5000 亿水平大幅下降，对资金面扰动较小。此外从季节性规律来看，往年 3 月初资金面也往往维持较宽松状态。**偏利空的因素，**主要是逆回购到期量仍然达到 1.6 万亿元以上，资金面波动可能也受到央行回笼节奏的影响。但我们倾向于认为，两会期间资金回笼节奏可能相对缓和。

综合来看，伴随银行融出回升，3 月初资金面或边际转松，但考虑到银行负债端压力仍存，如果没有降准、央行重启买卖国债等情况发生，资金利率显著下行的概率也不大，隔夜利率更有可能是从目前的 1.9-2.0%回落至 1.8%附近。

►公开市场：3 月 3-7 日逆回购到期 16592 亿元

2 月 24-28 日，央行净投放 4331 亿元，其中逆回购投放 16592 亿元，到期 15261 亿元，MLF 投放 3000 亿元。**截至 2 月 28 日，逆回购余额 16592 亿元，**较 2 月 21 日的 15261 亿元再度上升。**3 月 3-7 日，央行逆回购到期 16592 亿元。**

2025 年 2 月，央行未开展买卖国债操作，累计开展 1.4 万亿元买断式逆回购操作，其中 3 个月（91 天）和 6 个月（182 天）分别为 9000 亿元、5000 亿元，2 月有 8000 亿元买断式回购到期，因而净投放 6000 亿元。

► 票据市场：票据利率再度下行接近 0，大行持续买票

1 个月期票据利率再度下行至接近 0，大行持续买票。2 月 28 日相对 21 日，1M 转贴现票据利率大幅下行 74bp 至 0.01%，再度接近 0 利率，3M 和 6M 分别下行 55bp、16bp 至 0.9%、1.05%。2 月 24-28 日，大行持续买票，累计净买入 625 亿（2025 年 2 月累计净买入 2080 亿，而 2024 年 2 月累计净买入 155 亿）。**票据再现零利率以及大行买票规模显著超出往年同期，2 月信贷投放可能仍然偏弱。**

►政府债：3 月 3-7 日**净缴款降至 2485.5 亿元**

3 月 3-7 日，政府债计划发行 4805.2 亿元，其中国债 2630 亿元、地方债 2175.2 亿元。**按缴款日计算，政府债净缴款 2485.5 亿元，**低于前一周的 4470.3 亿元。

►同业存单：利率继续向上突破，3 月到期压力持续高位

2 月 24-28 日，同业存单发行 7202 亿元，净融资-4262 亿元。3 月 3-7 日到期 5854 亿元，到期压力较前一周的 1 万亿+显著下降，而后连续三周单周到期量都在 7000 亿元以上。**一级市场方面，**2 月 28 日相对 21 日，股份行 1 年期同业存单发行利率上行 9bp 至 2.02%；**二级市场方面，**3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期 AAA 同业存单收益率分别上行 8bp、5bp、5bp 和 3bp，分别收至 2.12%、2.07%、2.04%和 1.99%，而 1 个月期存单到期收益率下行 13bp 至 1.95%。

风险提示：流动性出现超预期变化；货币政策出现超预期调整。

正文目录

1. 资金面整体偏紧，银行供给回升 3
2. 超储更新 9
3. 公开市场：3 月 3-7 日，逆回购到期 16592 亿元 9
4.票据市场：2 月末票据利率再度下行接近 0，大行持续买票 11
5.政府债：3 月 3-7 日净缴款降至 2485.5 亿元 12
6.同业存单：利率继续向上突破，3 月到期压力持续高位 13
7.风险提示 19

图表目录

图 1：银行资金供给出现回升迹象 3
图 2：从季节性来看，3 月初资金面往往维持较宽松状态 4
图 3：利率周度平均值环比变化：隔夜利率下行，7 天和存单利率上行 5
图 4：2 月 24-28 日，R007 和 DR007 利差为 1-34bp（2 月 10-14 日为 4-10bp） 6
图 5：2 月 24-28 日，银行间质押式回购日均成交 5.0 万亿元（2 月 17-21 日为 5.0 万亿元） 6
图 6：2 月 24-28 日，SHIBOR 隔夜平均值 1.87%（-5bp），7 天 2.11%（+5bp） 7
图 7：2 月 24-28 日，上交所回购日均成交 2.21 万亿元（前一周为 2.18 万亿元） 7
图 8：2 月 28 日，FR007S1Y 为 1.79%（较 2 月 21 日上行 2bp） 8
图 9：2 月 28 日，美元兑人民币中间价为 7.1738（上周五为 7.1696），逆周期调节因子运用加大 8
图 10：截至 2 月 28 日，逆回购余额 16592 亿元，较 2 月 21 日的 15261 亿元再度上升 10
图 11：2 月 24-28 日，1M 票据利率再度下行至接近 0 11
图 12：2 月 24-28 日，大行净买入 625 亿（2025 年 2 月累计净买入 2080 亿，2024 年 2 月累计净买入 155 亿） 11
图 13：3 月 3-7 日，政府债周度净缴款 2485.5 亿元（前一周为 4470.3 亿元） 12
图 14：3 月 3-7 日，同业存单到期 5854 亿元，到期压力显著下降 14
图 15：2 月 24-28 日，同业存单加权发行利率 2.06%（较前一周上行 10bp） 14
图 16：2 月 24-28 日，同业存单募集率降至 90.5%（前一周为 92.3%） 15
图 17：2 月 28 日，股份行 1 年期同业存单发行利率 2.02%（较 2 月 21 日上行 9bp） 15
图 18：2 月 28 日，1 年期 AAA 同业存单到期收益率 1.99%（较 2 月 21 日上行 3bp） 16
图 19：1 个月以上存单收益率继续上行 16
图 20：2 月 24-28 日，同业存单加权发行期限 5.9 个月（前一周为 6.5 个月） 17
图 21：分银行类型同业存单周度期限变化：农商行基本持平，其他类型银行均下降 17
图 22：同业存单发行分期限：6M 以上期限发行占比降至 37.5%（-16.1pct） 18
图 23：国有行周度同业存单发行分期限：6M 以上期限发行占比降至 49.2%（-9.5pct） 18
图 24：股份行周度同业存单发行分期限：6M 以上期限发行占比降至 45.1%（-12.2pct） 19

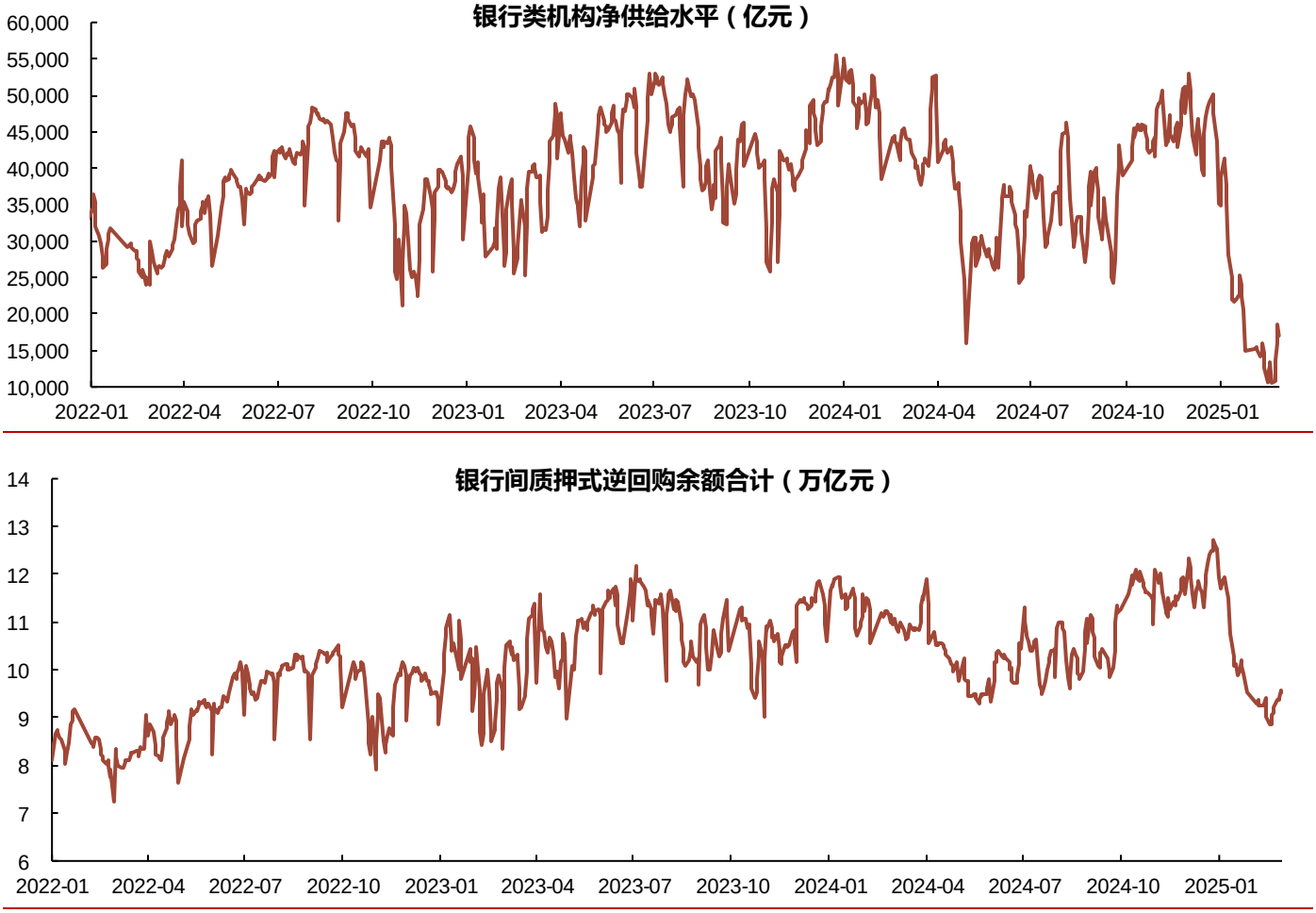
表 1：流动性日历（3 月 3-7 日，亿元） 5
表 2：3 月 3-7 日，政府债净缴款 4470.3 亿元（单位：亿元） 9
表 3：3 月 3-7 日，央行公开市场到期 16592 亿元 10
表 4：国债、地方债发行及净融资（缴款）：3 月 3-7 日政府债净缴款为 2485.5 亿元 12
表 5：2 月 24-28 日，同业存单发行 7202 亿元，净融资-4262 亿元 13

1.资金面整体偏紧，银行供给回升

资金面整体偏紧，不过时常出现“上午紧、下午松”的情况。从加权利率看，资金价格还是明显偏贵，R001 在 1.95-2.05%区间波动，较 7 天逆回购利率高出 35-45bp，不过午后常由于部分银行融出增加回落至 1.8%附近。相较前一周，隔夜资金利率有所好转，全周均值较前一周环比下行 12bp；R007 进入跨月周之后维持高位，在 2.1-2.4%区间波动，周均值环比上行 9bp。资金面分层仍然较低，大多在 10bp 以内。

银行资金供给回升。2 月 24-28 日，银行体系日均净融出 1.52 万亿元，较前一周的 1.18 万亿元有所回升，周内整体呈现稳步上升的态势，从周一的 1.06 万亿元升至 1.85 万亿元，跨月前夕小幅回落至 1.71 万亿元，这是 2 月以来的首度回升。资金需求也从低位小幅反弹，2 月 24-28 日银行间质押式逆回购资金余额在 9.3-9.6 万亿元区间浮动（前期低点在 8.8 万亿元左右）。

图 1：银行资金供给出现回升迹象



资料来源：WIND，华西证券研究所

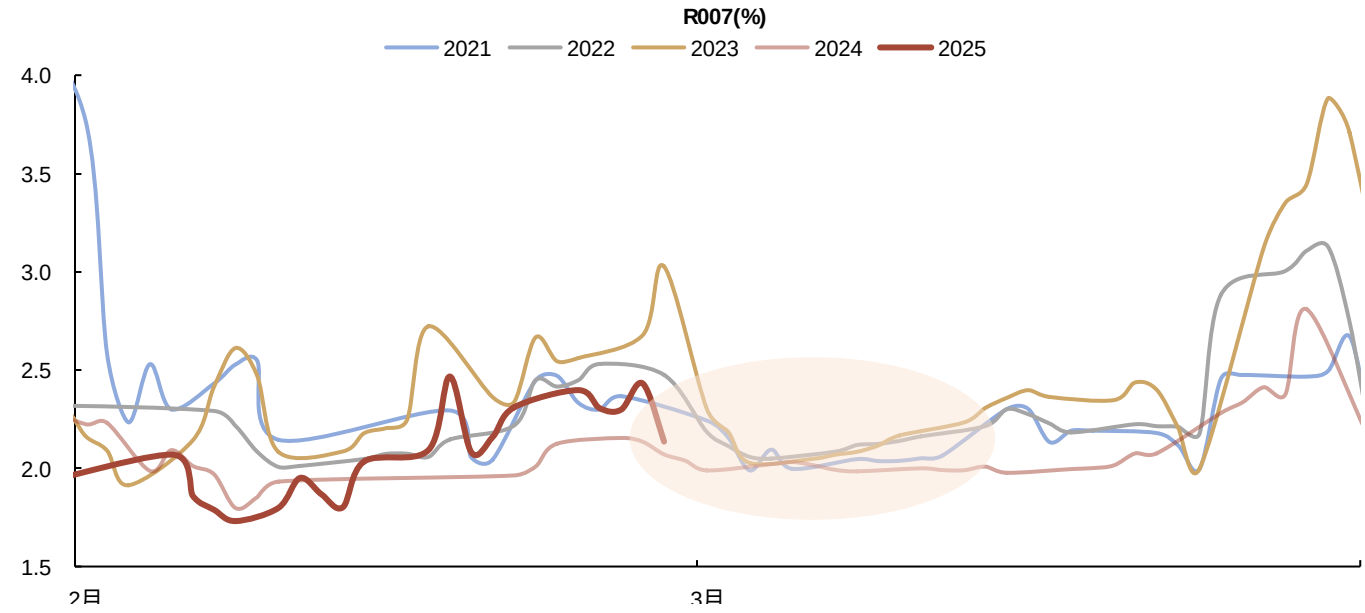
往后看，下周（3 月 3-7 日）利好资金面的因素偏多，有望阶段性转松。一是2 月末财政支出，将对 3 月初资金面形成一定支撑；**二是**两会即将召开，资金面可能也

以维持平稳为主；**三是**政府债发行高峰已过，3 月 3-7 日政府债净缴款规模 2485.5 亿元，较前期单周 5000 亿水平大幅下降，对资金面扰动较小。此外从季节性规律来看，往年 3 月初资金面也往往维持较宽松状态。

偏利空的因素，主要是逆回购到期量仍然达到 1.6 万亿以上，资金面波动可能也受到央行回笼节奏的影响。但我们倾向于认为，两会期间资金回笼节奏可能相对缓和。

综合来看，伴随银行融出回升，3 月初资金面或边际转松，但考虑到银行负债端压力仍存，如果没有降准、央行重启买卖国债等情况发生，资金利率显著下行的概率也不大，隔夜利率更有可能是从目前的 1.9-2.0%回落至 1.8%附近。

图 2：从季节性来看，3 月初资金面往往维持较宽松状态



资料来源：WIND，华西证券研究所

3 月 3-7 日，资金面关注的因素：

第一，2 月末财政支出，或对 3 月上旬资金面形成支撑；

第二，全周逆回购到期 16592 亿元，其中 5 日（周三）到期规模达到 5000 亿元以上；

第三，政府债净缴款 2485.5 亿元，规模不大，对资金面影响较小；

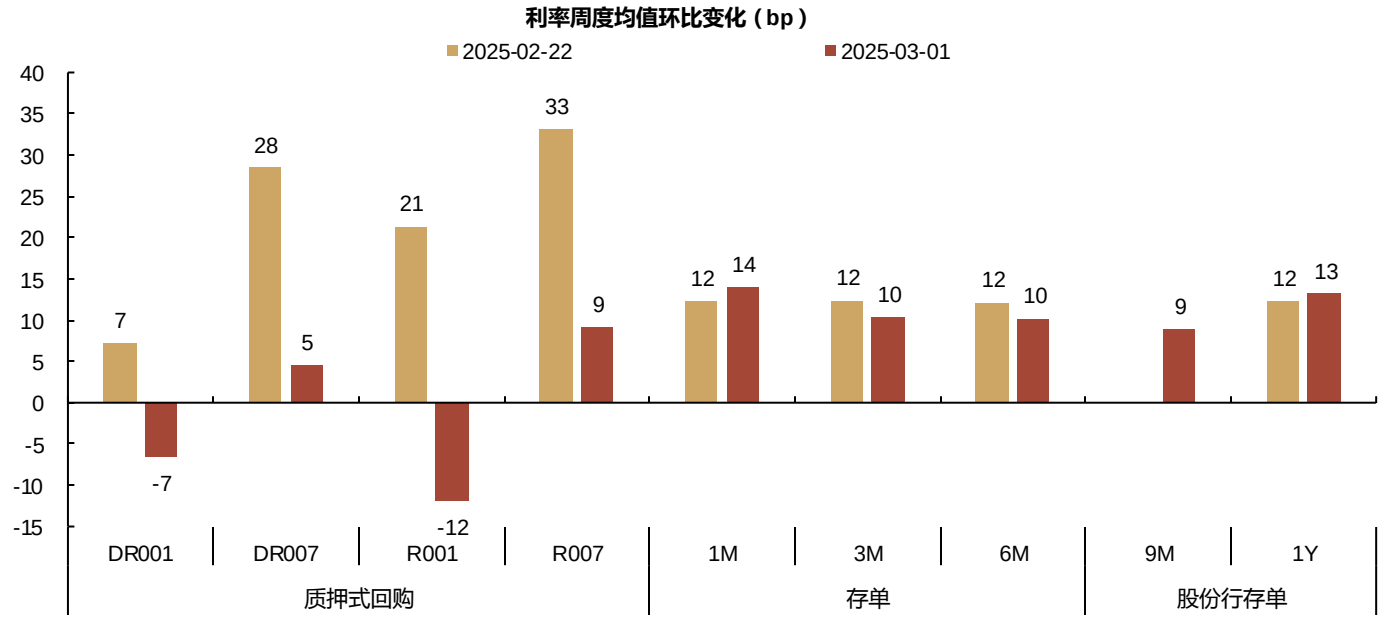
第四，同业存单合计到期 5854.2 亿元，较前一周的 11470.1 亿元大幅下降。

表 1：流动性日历（3 月 3-7 日，亿元）

		3 月 3 日 周一	3 月 4 日 周二	3 月 5 日 周三	3 月 6 日 周四	3 月 7 日 周五	合计
央行投放与到期	逆回购到期	2925	3185	5487	2150	2845	到期 16592
发行	国债	0	0	0	0	2630	2630
	地方债	75.6	0	0	1149.6	950	2175.2
	国债+地方债	75.6	0	0	1149.6	3580	4805.2
发行缴款	国债	0	0	0	0	0	0
	地方债	1755.6	75.6	0	0	1149.6	2980.9
	国债+地方债	1755.6	75.6	0	0	1149.6	2980.9
净缴款	国债	0	0	0	-400	0	-400
	地方债	1682	53.9	0	0	1149.6	2885.5
	国债+地方债	1682	53.9	0	-400	1149.6	2485.5
存单到期	存单	212.7	1145.4	498.2	1883.7	2114.2	到期 5854.2

数据来源：WIND，华西证券研究所

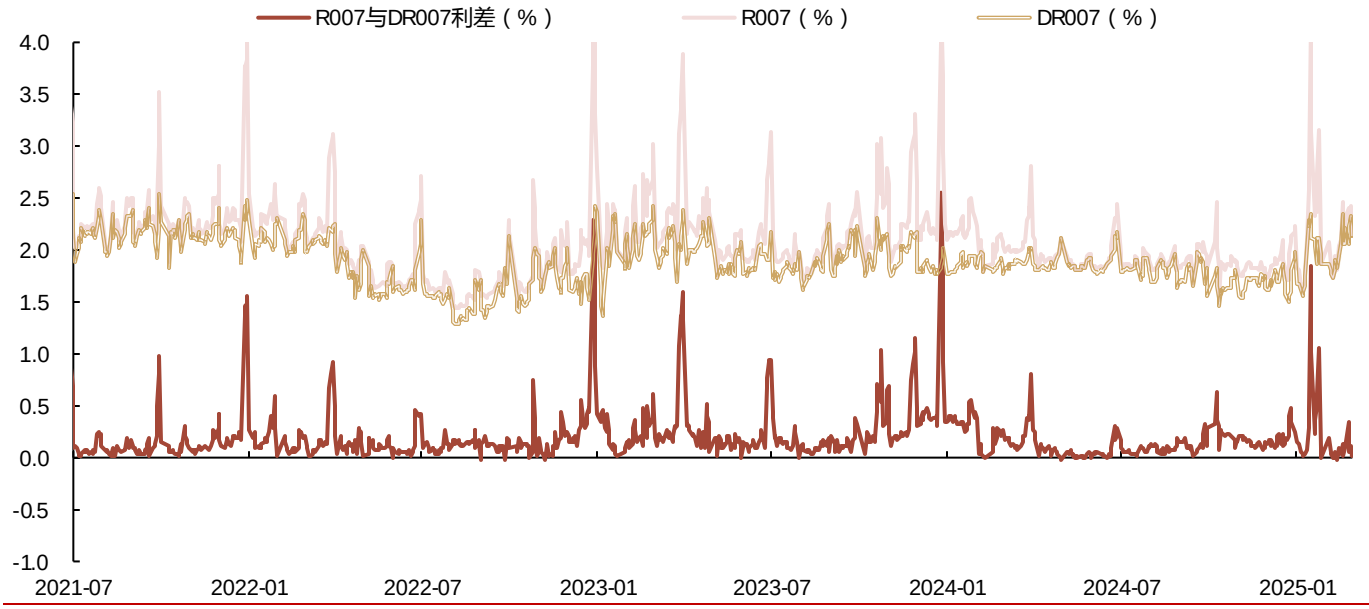
图 3：利率周度平均值环比变化：隔夜利率下行，7 天和存单利率上行



注：本周时间为 2 月 24-28 日，前一周时间为 2 月 17-21 日。

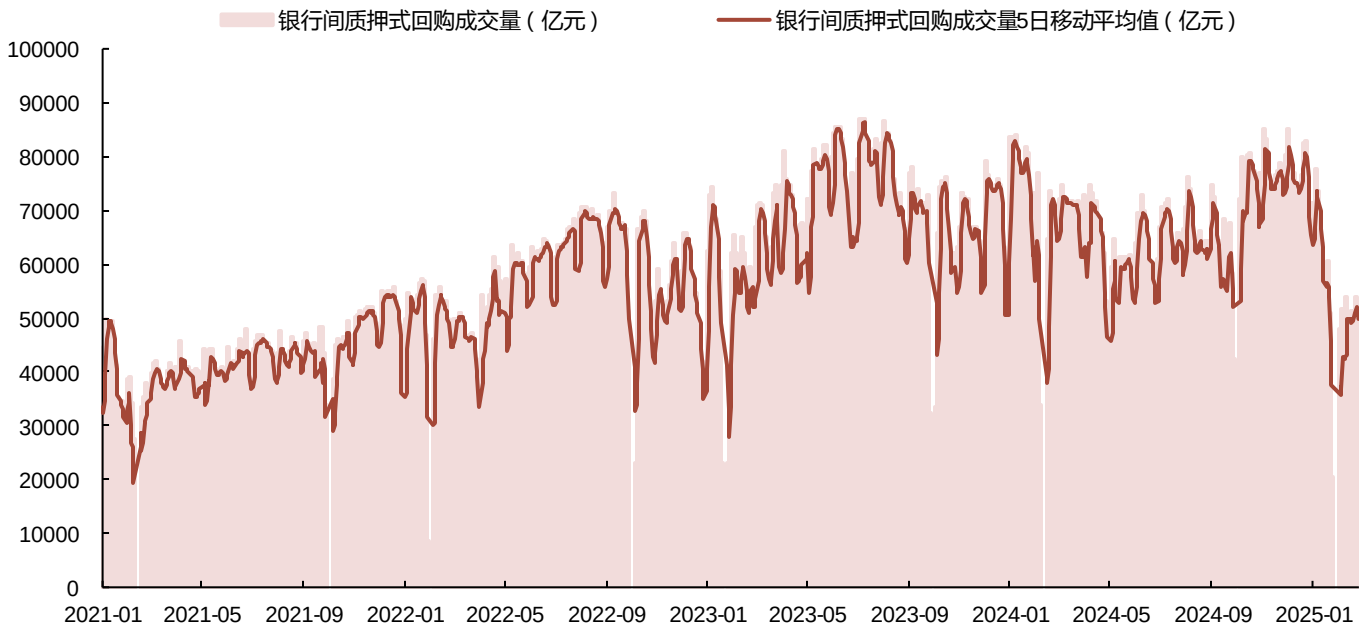
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4：2 月 24-28 日，R007 和 DR007 利差为 1-34bp（2 月 10-14 日为 4-10bp）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5：2 月 24-28 日，银行间质押式回购日均成交 5.0 万亿元（2 月 17-21 日为 5.0 万亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：https://d.book118.com/847124002132010042