

资金紧张，还会持续吗？

近期利率明显回升，背后原因为何、后续或如何演绎？本文梳理，供参考。

■ 近期市场利率有何变化？货币市场利率中枢回升，存单发行利率明显上涨

11月以来，货币市场利率中枢明显抬升，DR007上涨至1.8%左右、盘中资金一度明显紧张。跨过10月后，资金利率并未出现类似于此前两月月初的季节性回落、反而有所上涨，以DR007为代表的货币市场利率中枢明显回升、由9月的1.6%上涨20BP以上至1.8%附近，盘中一度突破2%，引发市场对于资金面趋紧的担忧。资金面趋紧下，银行间质押回购成交规模明显回落、尤其隔夜资金。

流动性趋紧、市场资金利率抬升的同时，存单发行利率也明显回升、尤其是1年期，较月底上涨26BP。伴随资金利率回升，存单发行利率整体上涨，其中，1年期存单利率较上月底上涨至2.3%左右；3个月和6个月分别上涨5.9BP和9.2BP至2.13%和2.31%；1个月的短端存单发行利率涨幅也较大、15BP以上。

■ 资金利率上行的原因？银行、非银资金供需变化，及部分季节性因素扰动等

资金面波动、叠加大规模MLF到期等使得大行往外融钱更加谨慎，或使得流动性环境边际趋紧。年内11月、12月合计MLF到期1.5万亿元，其中，11月到期1万亿元、创历史新高。MLF到期高位下，银行往外融钱或更加谨慎、尤其是国有大行，10月质押回购成交占比较上月回落1.9个百分点至21.9%左右。此外，“双11”导致在途资金较多、叠加缴税等季节性因素，也或对资金面造成扰动。

除资金利率外，供需的角度上，存单滚动续发压力、货基减持等，共同推升存单利率上涨。部分发行利率锚定资金利率下，存单利率也“水涨船高”。同时，10月、11月存单到期规模合计3.7万亿元、单月同比多增4000亿元至5000亿元左右，滚动续发压力较大。除供给侧外，需求端上，货基份额近月有所减少、反映在非银存款上，9月来新增规模均明显低于往年同期、同比少增均超6200亿元。

■ 流动性环境如何演化？短期资金波动无需过虑，利率中枢回归节奏仍需跟踪

短期来看，伴随季节性扰动的减弱，及大规模财政存款投放等，或有助于平抑资金短期波动。资金面波动下，央行已然小幅加码逆回购平抑资金波动，月中以来单日净投放小幅转正。往后来看，伴随缴税等季节性因素对资金面的干扰或在年底明显减弱；同时，年底是财政“花钱”大月，财政存款的下拨也有利于维持流动性充足平稳、往年年底两月财政存款投放月均规模在7000亿元左右。

中期来看，实体需求逐步修复等，或带动前期淤积在银行体系的资金流出，利率中枢回归节奏仍需跟踪。4月中下旬以来，资金滞留金融体系现象较为突出，表现为市场利率持续低位、DR007一度下探至1.3%以下。伴随稳增长加力，财政端发力主动刺激需求等带动资金流出实体、资金利率已有所回升；往后来看，内生需求逐步修复等也或使得资金流入实体增多，带动市场利率向政策利率回归。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 分析师 SAC 执业编号：S1130522080007
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一、近期市场利率有何变化？	3
二、资金利率上行的背后原因？	4
三、流动性环境或将如何演化？	6
4、风险提示：	7

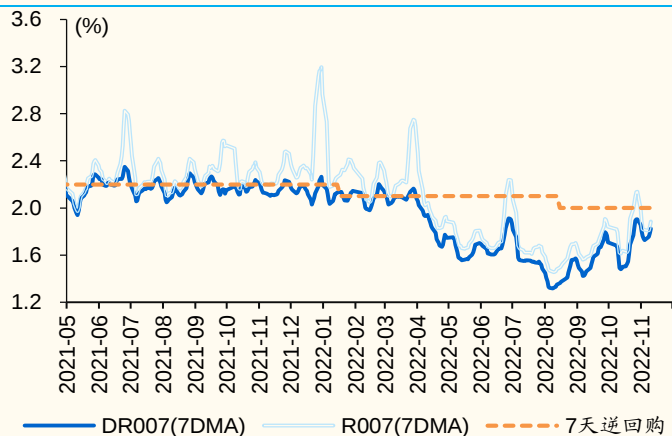
图表目录

图表 1: 11 月以来，利率中枢明显抬升	3
图表 2: R007 盘中一度突破 2%	3
图表 3: 11 月以来，质押回购成交规模明显回落	3
图表 4: 隔夜质押成交占比由 90%降至 83%左右	3
图表 5: 资金利率抬升下，存单发行利率回升	4
图表 6: 1 年期存单发行利率涨幅更大	4
图表 7: 支付机构备付金逐步集中缴存	4
图表 8: 11 月中，资金利率有一定季节性扰动	4
图表 9: 11 月，MLF 到期创历史新高	5
图表 10: 10 月，大行往出融钱已明显减少	5
图表 11: 10 月、11 月存单到期续发压力较大	5
图表 12: 非银存款低于季节性	5
图表 13: 11 月中旬以来，逆回购小幅加码	6
图表 14: 11 月中，逆回购一改此前常规 20 日均投放	6
图表 15: 11 月、12 月是财政集中花钱阶段	6
图表 16: 财政存款加快下波，资金面往往平稳	6
图表 17: 银行间、非银资金利率均明显回升	7
图表 18: 市场利率中枢向政策利率回归	7

一、近期市场利率有何变化？

11月以来，货币市场利率中枢明显抬升，DR007上涨至1.8%左右、盘中资金一度明显紧张。跨过10月后，资金利率并未出现类似于此前9至10月初的季节性回落、反而有所上涨，以DR007为代表的货币市场利率中枢明显回升、由9月的1.6%上涨20BP以上至1.8%附近，盘中一度突破2%，引发市场对于资金面趋紧的担忧。

图表 1：11月以来，利率中枢明显抬升



来源：Wind、国金证券研究所

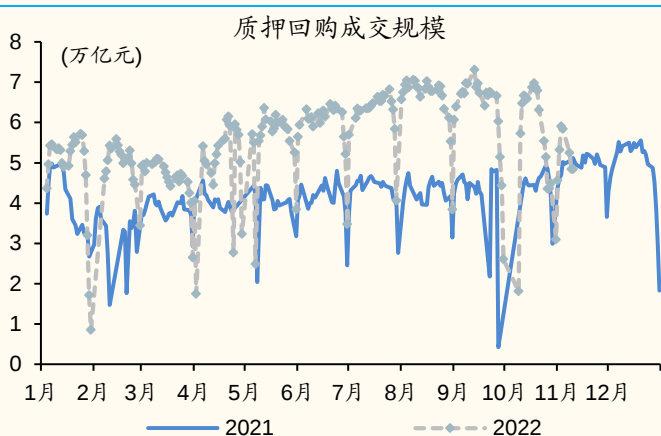
图表 2：R007 盘中一度突破 2%



来源：Wind、国金证券研究所

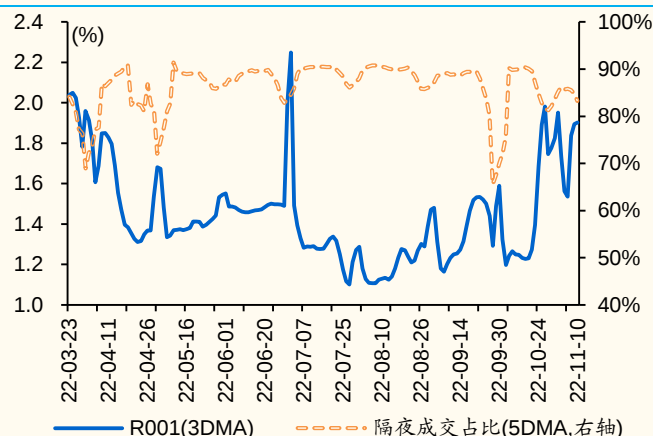
资金面趋紧下，银行间质押回购成交规模明显回落、尤其是隔夜资金。货币市场利率回升下，10月的银行间日均质押回购成交规模为5.6万亿元左右、11月前10日的均值已降至5.2万亿元，日均成交同比增量也由此前的1.1万亿元降至不足0.4万亿元。尤其是隔夜质押回购成交占比中枢明显下移，由此前的90%下滑至83%左右。

图表 3：11月以来，质押回购成交规模明显回落



来源：中国货币网、Wind、国金证券研究所

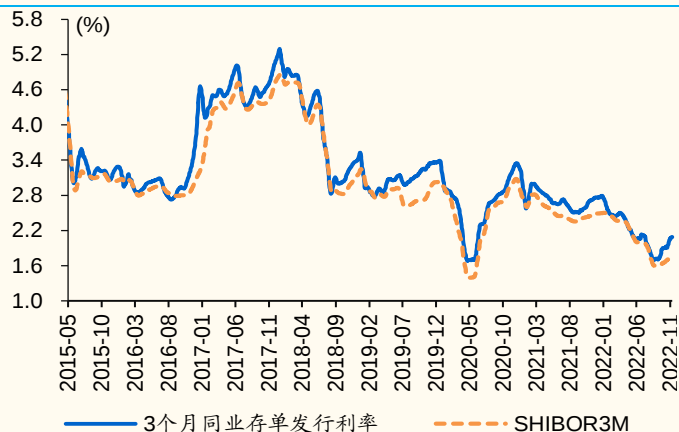
图表 4：隔夜质押成交占比由 90% 降至 83% 左右



来源：中国货币网、Wind、国金证券研究所

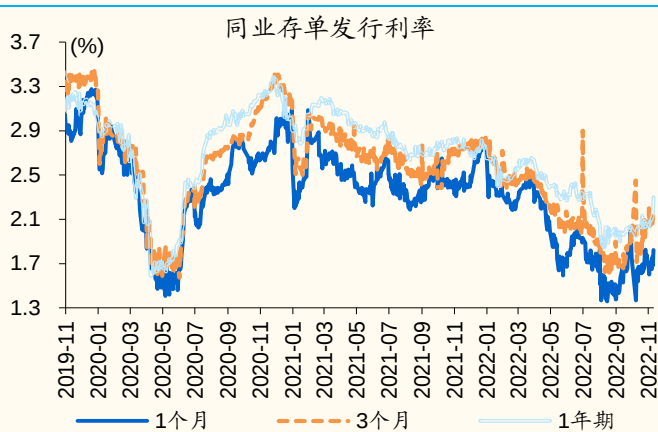
流动性趋紧、资金利率抬升下，存单发行利率明显回升、尤其是 1 年期，较月底上涨 26BP。伴随资金利率回升，存单发行利率整体上涨，其中，1 年期存单利率较上月底上涨超 20BP 至 2.3% 左右，一定程度也与宽信用预期升温补充补充负债等有关；3 个月和 6 个月分别上涨 5.9BP 和 9.2BP；1 个月的短端涨幅也较大，15BP 以上，除受资金利率影响外，与跨年等季节性因素也有关。

图表 5：资金利率抬升下，存单发行利率回升



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：1 年期存单发行利率涨幅更大

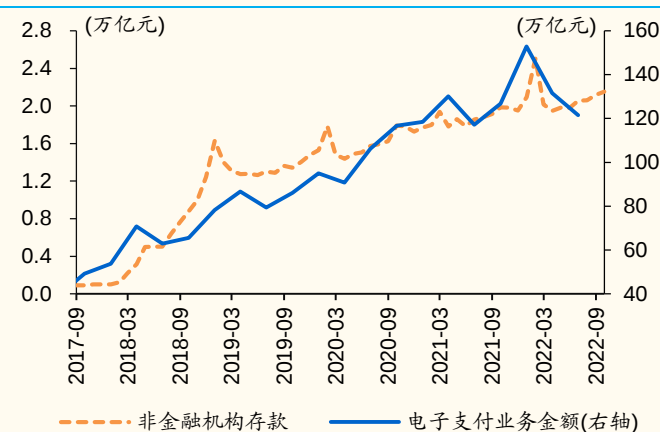


来源：Wind、国金证券研究所

二、资金利率上行的背后原因？

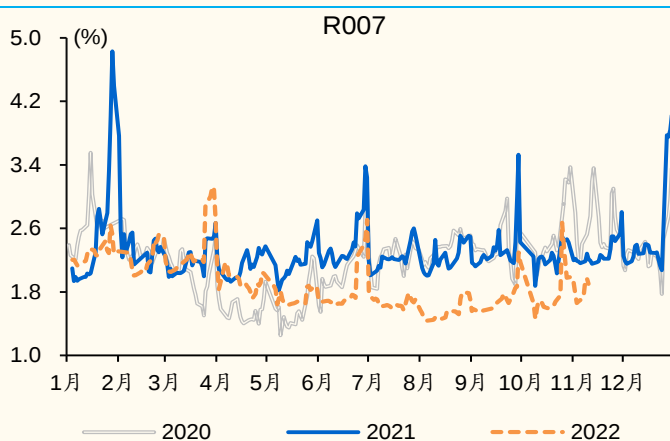
猜想 1：“双 11”居民网购导致在途资金较多、叠加月中缴税等季节性因素，或对资金面造成一定扰动。2019 年初以来，备付金开始集中缴存，居民“双 11”网购支付货款先成为支付机构手中的备付金再上缴至央行，阶段性造成资金紧缩。同时，月中集中缴税等也或对资金面造成一定季节性扰动，例如，近 5 年 11 月中旬 R007 较月初均明显上涨、涨幅均值 15BP 左右。

图表 7：支付机构备付金逐步集中缴存



来源：Wind、国金证券研究所

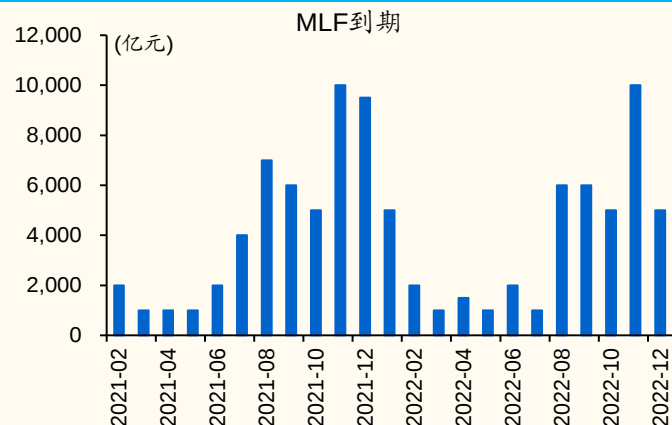
图表 8：11 月中，资金利率有一定季节性扰动



来源：中国人民银行、国金证券研究所

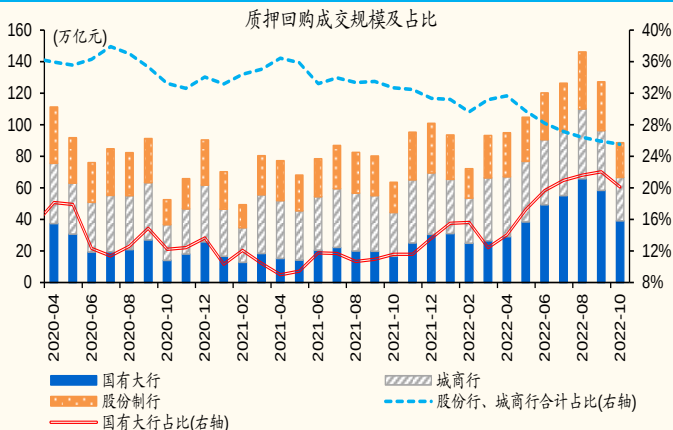
猜想 2: 资金面波动、叠加大规模 MLF 到期等使得大行往外融钱更加谨慎, 或使得流动性环境边际趋紧。年内 11 月、12 月合计 MLF 到期 1.5 万亿元, 其中, 11 月到期 1 万亿元、创历史新高。MLF 到期高位下, 银行往外融钱或更加谨慎、尤其是国有大行, 从 10 月的质押回购成交规模已能看到一些迹象。10 月的质押回购成交规模合计 194 万亿元、较上月减少 71 万亿元, 国有大行参与占比较上月回落 1.9 个百分点至 21.9% 左右。

图表 9: 11 月, MLF 到期创历史新高



来源: Wind、国金证券研究所

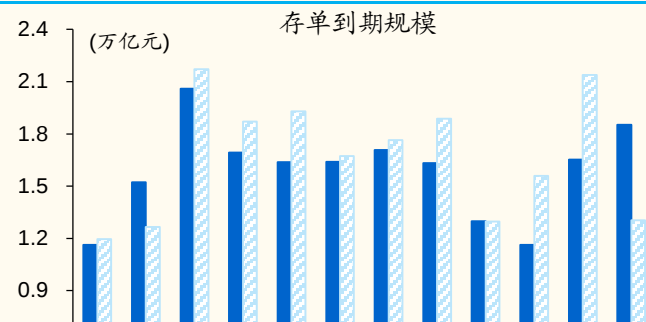
图表 10: 10 月, 大行往外融钱已明显减少



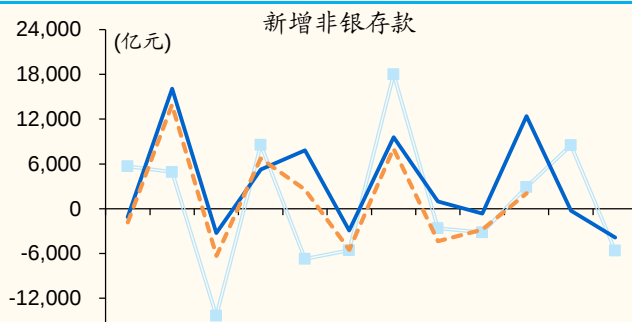
来源: Wind、国金证券研究所

猜想 3: 除资金利率外, 供需的角度上, 存单滚动续发压力、货基减持等, 共同推升存单利率上行。10 月、11 月存单到期规模合计 3.7 万亿元、单月较去年同期多增 4000 亿元至 5000 亿元左右, 滚动续发压力较大。除供给侧外, 需求端上, 货基份额近月有所减少、反映在非银存款上, 9 月以来的单月新增规模均明显低于往年同期、月均同比少增超 6200 亿元。

图表 11: 10 月、11 月存单到期续发压力较大



图表 12: 非银存款低于季节性



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48809

