

债市大跌背后：流动性缘何收紧？

2022年11月17日

近期，1年期AAA商业银行同业存单利率从月初的2.02%飙升至2.65%，债券市场出现大幅调整，10年期国债利率快速上行，突破2.80%重要支撑位。

债市大跌背后固然有地产政策点燃经济增长预期，但本轮债市大跌还伴随着理财赎回，流动性快速收紧。近期流动性表现颇为反常，后续流动性如何演绎？

➤ 资金利率偏紧已持续一段时间，不同寻常的是大行流动性结构紧缺

同业存单利率从8月一路上行，10月以来多数时间保持在2%以上。值得注意的是，当前同业存单利率走高伴随着两个特殊现象，值得思考：**国有商业银行质押式回购市场交易量大幅萎缩。此外，国有商业银行同业存单发行占比明显提高，10月份尤为明显**，相较城商行，国有商业银行同业存单发行利率上行幅度较快。

➤ 我们理解近期流动性紧张的核心原因：今年财政收支节奏牵引流动性

我们之前就明确提示，今年流动性主要受财政牵引。如果说上半年财政对货币市场影响更偏流动性宽松效果，9月以后财政对货币市场影响更偏流动性收紧。

财政对流动性的虹吸作用加强，体现在两个层面：

一) 财政融资导致准财政相关债券供给增加，国有大行承接了大量专项债和政策性银行债，这些债券10月下旬密集发行，是短期内造成资金面紧张的原因之一。

二) 今年节奏迥异的财政支出行为导致国有大行负债端承压。10月四家大型国有银行单位活期存款现超季节性下降，同比去年多降了约5100亿。或有解释在于第四批集中供地之下，城投土拍拿地，城投活期存款转为财政收入。加上10月财政支出偏弱，从而吸收流动性，是短期内造成资金面紧张的原因之一。

财政对流动性的虹吸作用加强，但近期央行流动性投放偏紧，未能有效对冲，是流动性紧张原因之三。近期MLF出现缩量续作，逆回购投放节奏偏缓。

➤ 流动性紧张原因之四，大行信贷投放存在结构性压力，背后也是财政发力

今年信用扩张主要依靠政府，尤其三季度以后预算内财政收支乏力，基建、涉农涉小等政策支持力度持加大的领域，其融资依赖银行信贷渠道。

9月以后结构性信贷投放主要通过国有大行展开，而中小银行贷款投放偏弱，这种信贷投放结构必然带来大行流动性结构性紧缺。

➤ 流动性紧张原因之五，银行间资金紧缺与债市大跌形成共振

首先是9月以来银行存款利率下调，理财产品收益率不佳，活期存款和理财产品转向定期存款趋势加重，银行负债端成本因此抬升。

此外，理财现金管理类产品新规过渡期即将结束，部分现金类理财产品面临压降压力，同业存单面临抛售压力。

最后，同业存单利率快速上升，货币市场基金需要偏离度调整并面临赎回压力，此时货基不得不抛售资产，加剧债市波动。

➤ 近期资金面急速扰动联动债市大跌或将结束。

我们理解近期资金利率上行底层原因在于9月以后财政节奏异动。叠加央行总量流动性供给相对不足，地产政策点引发债市走熊担忧，再加上理财和货基行为放大，引发近期资金利率快速上行，债市大跌。当财政扰动褪去，或央行流动性投放增多，资金面紧缺格局将得到缓解，这一刻可能并不遥远。

➤ 风险提示：疫情发展超预期，海外通胀超预期，货币政策超预期



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.宏观事件点评：本轮地产政策救助的未尽之路-2022/11/15
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内外风险资产热度持续-2022/11/13
- 3.宏观事件点评：三个关键数据的拐点意义-2022/11/12
- 4.美国10月CPI数据点评：海外风险资产“反转”了吗？-2022/11/11
- 5.民营企业债券融资工具点评-民企融资“第二支箭”意在地产-2022/11/10

目录

前言	3
1 近期银行间资金利率上行，大行流动性更紧张	4
2 流动性紧张的原因之一，央行流动性投放偏弱	5
3 流动性紧张原因之二，财政融资导致债券供给增加，被动吸收流动性	6
4 流动性紧张原因之三，国有大行负债端承压	7
5 流动性紧张原因之四，信贷投放存在结构性压力	8
6 流动性收紧原因之五，监管因素扰动	9
7 结论：本轮流动性收紧的底层原因在财政	10
8 风险提示	12
插图目录	13

前言

近期，1 年期 AAA 商业银行同业存单利率从月初的 2.02% 飙升至 2.65%，债券市场出现大幅调整，10 年期国债利率快速上行，突破 2.80%。

当前债券市场波动快速放大，似乎与 10 月份偏弱的经济和金融数据“格格不入”，当前债券市场定价似乎与经济基本面不匹配。本文将阐述：在信贷和实体经济偏弱的情况下，本轮资金利率抬升与债券市场调整缘何而来，未来又将如何演绎。

1 近期银行间资金利率上行，大行流动性更紧张

8月以来，资金利率开始逐步回升，最为典型的是同业存单利率从10月中旬开始一路上行，当前1年期的国有银行的存单发行利率已经来到2.5%的点位。

值得注意的是，本次资金利率上行有两个重要现象：

第一，国有商业银行在质押式回购市场的交易量大幅下降，或意味着资金供给减少。

作为资金市场重要的参与方，国有银行在质押式回购市场交易占比大幅提升，这种情况往往对应着资金面宽松。

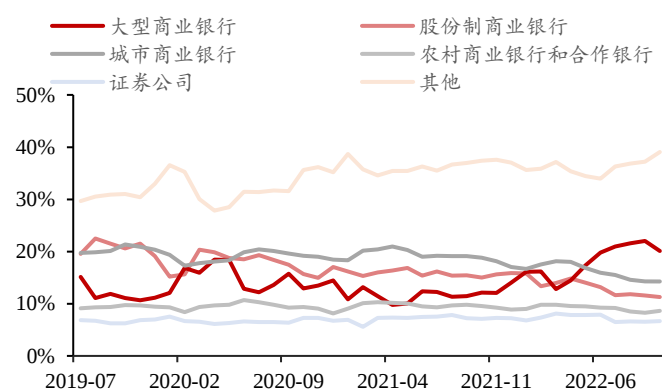
今年3月以来，国有商业银行在银行间质押式回购市场交易占比为12.8%，9月其占比一度上升至22.0%，创有数据记录以来的最高值，但10月占比明显见顶回落，下降至20.1%，而自10月以来，资金利率也开始逐步走高。

第二，国有商业银行的同业存单发行占比明显提高，这一现象在10月尤为明显，同时，其同业存单利率上行幅度较快。

截至11月13日，国有商业银行发行的同业存单占比为16.3%，高于过去两年。尤其是在10月，国有商业银行发行占比相比过去两年显著走高。进入11月后，国有银行同业存单发行利率上行幅度较大，11月初至今，国有商业银行和股份制银行的1年期同业存单发行利率上升超50BP，但1年期城商行同业存单发行利率仅上行约30BP。

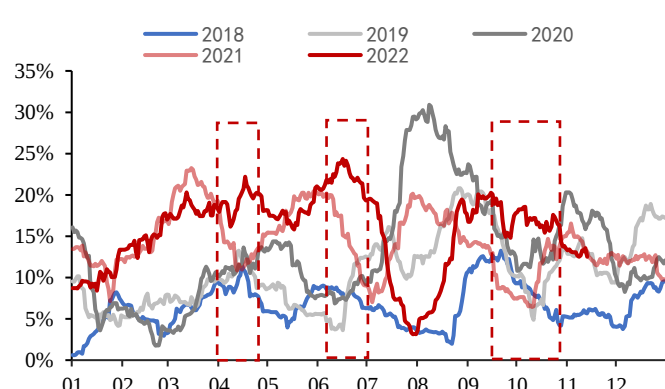
以上两点意味着当前资金利率抬升，其实与国有大行资金收紧密切相关。

图1：大型商业银行质押式回购交易占比下降

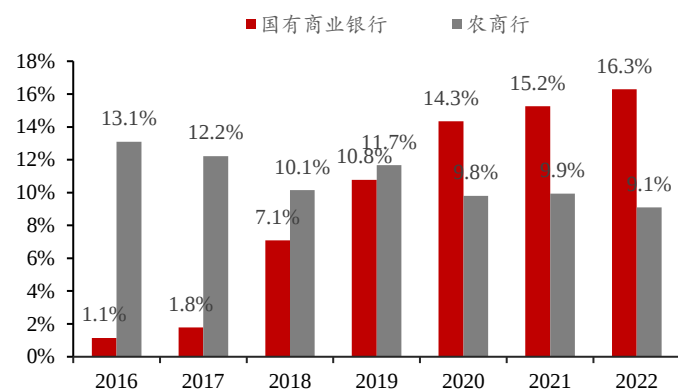


资料来源：CFETS，民生证券研究院

图2：国有商业银行同业存单发行30天移动平均占比



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：大型商业银行同业存单发行占比上升


资料来源：wind，民生证券研究院

图4：国有商业银行的同业存单利率上行幅度较大


资料来源：wind，民生证券研究院

2 流动性紧张的原因之一，央行流动性投放偏弱

今年上半年，财政大规模投放支出并做减税降费，流动性持续宽松。

进入到9月以后，财政支出减缓，财政投放带来的流动性充裕也随之消退。

然而此时央行主动投放力度不大，最终10月份出现的情况是：财政对流动性的虹吸作用加强，央行主动投放规模仍然偏弱。

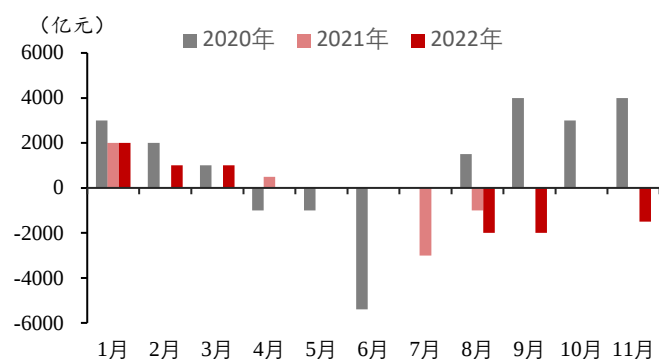
财政对流动性的虹吸作用加强。

10月是缴税大月，2020年和2021年的10月财政存款环比增加规模都超过了1万亿，今年10月财政存款环比增加规模也超过了0.9万亿。

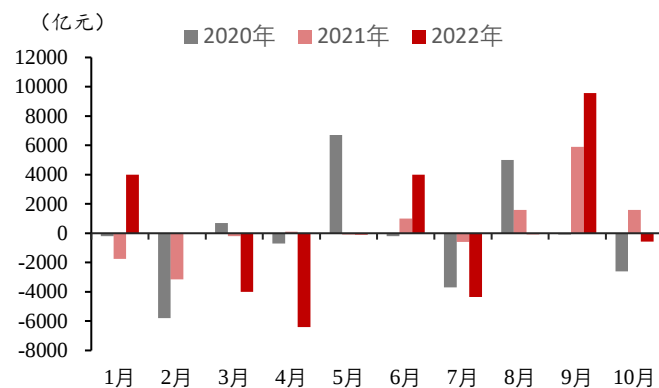
另外，今年税期有所推迟，因此25日左右成为税期冲击最大时段。同时，盘活往年结存的5000亿地方专项债额度大部分在10月份发行，导致10月份财政面流动性吸收作用加强。

央行主动投放规模持续偏弱。

从公开市场投放来看，央行8月、9月MLF净投放连续缩量，10月也只是等量续作；逆回购投放节奏也逐步放缓，一度投放规模维持在每个工作日20亿，尽管当前有所增加，但这也意味着像7月、8月极宽的流动性的状况是不会持续的。

图5：央行 MLF 净投放规模


资料来源：wind，民生证券研究院

图6：央行逆回购净投放量


资料来源：wind，民生证券研究院

3 流动性紧张原因之二，财政融资导致债券供给增加，被动吸收流动性

当前市场流动性还有一大扰动因素在于，国有大行承接了大量新发行的债券。

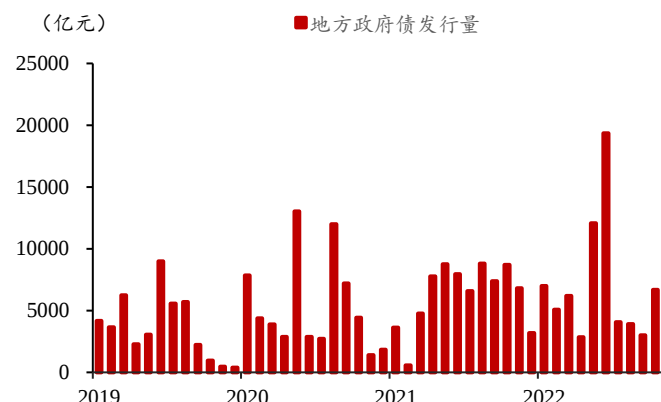
首先是，政策性金融工具集中发力，而实际上这部分资金可能来源于国有大行。目前，7399 亿金融工具资金已全部投放完毕，而这些资金有一部分是政策性金融工具通过发行政策性金融债来进行融资，而承接这部分债券的是国有大行。

以 2015 年为例，国开行、农发行曾向邮储银行定向发行专项建设债券筹集建立专项建设基金。

其次是，往年结存的专项债额度约 5000 亿元，集中在 10 月下旬发行，短期内对资金面形成压制。

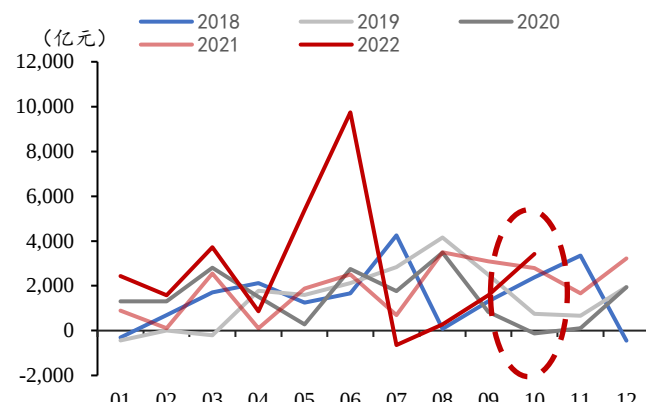
以上两点短期内造成，国有大行资金形成压力，这也与四大行 10 月新增债券投资多增规模创同期新高，这一事实相吻合。

图7：10月地方政府债券发行迎来小高峰



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：四大行10月债券投资同比多增规模创同期新高



资料来源：wind，民生证券研究院

4 流动性紧张原因之三，国有大行负债端承压

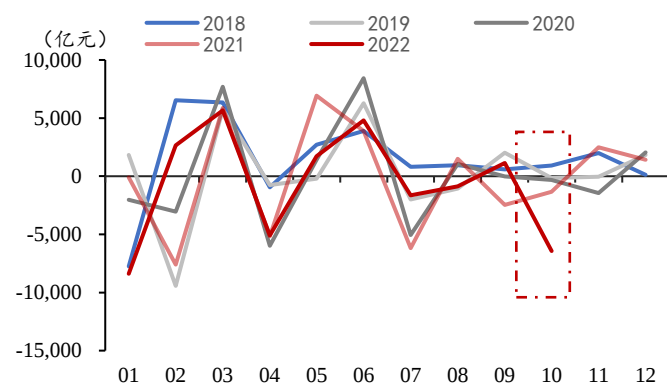
10月以来，国有大行的负债端承压。

今年10月，四家大型国有银行的单位活期存款现超季节性下降，同比去年多降了约5100亿，负债端承压直接影响了大行银行流动性，主要有两点原因：

其一是，今年10月份财政赤字同比去年下降约2500亿，主要是今年10月土地出让数量远高于去年，而土地市场主要是城投参与，导致部分活期存款转化为了财政收入，吸收了国有大行的流动性。

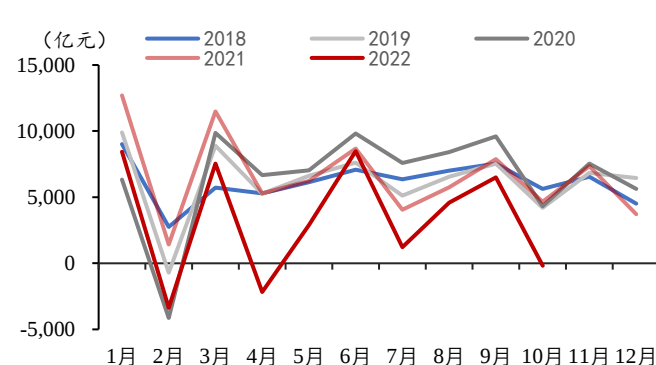
其二是，居民信贷投放偏弱。本来居民信贷扩张形成的存款，伴随居民消费尤其是购房行为，流向企业形成单位活期存款，但今年整体居民信贷偏弱，导致单位活期存款相比去年大幅下降。

图9：四家国有大行的单位活期存款变动规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：10月居民信贷同比大幅少增



资料来源：wind，民生证券研究院

5 流动性紧张原因之四，信贷投放存在结构性压力

今年信用扩张驱动力在于政府部门，9月以来财政对流动性影响方向转变。

上半年主要是政府债券融资，但央行上缴利润，加上大规模的减税降费，流动性充裕。然而9月以来财政对流动性的影响方向开始转变。

一则国库投放资金减少，财政对流动性的正向供给缩量；二则财政“花钱”更多通过政策性银行途径展开，反而消耗银行间超额准备金。

这种情况下，央行若在流动性总供给端没有给足流动性对冲，货币市场流动性承压。

9月以来信贷投放增量主要集中在政策导向较强的领域。

基建、制造业等领域信贷增速较好，制造业和工业部门中长期贷款增速在二季度开始回升，基建相关信贷在政策性金融工具的支持也有较好的表现。

结构性工具支持的领域信贷都有大幅提升。无论是绿色贷款、涉农贷款以及普惠金融领域贷款都相较于2021年同期有大幅提升。

与之对应，今年贷款投放另一大特征，国有大行的信贷投放较强，而中小银行贷款投放偏弱。

截至到今年10月，全国中资大型银行的新增贷款规模同比多增约2.2万亿，其四大行同比多增1.8万亿，国开行、交通银行和邮储银行三家合计同比多增约0.4万亿。中资中小型银行贷款规模同比少增约0.7万亿，外资和农村金融机构等同比均录得小幅少增。

而这种现象在10月体现更加明显，四大行信贷投放略低于去年同期，而中小行比去年少投放约2000亿元。

图11：各类银行1-10月信贷投放分

图12：信贷投向领域对比

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_48888

