

货币政策与流动性观察

资金面为何骤紧？

核心观点

资金面为何骤紧？

10月下旬以来，资金市场利率快速上行。此次利率的快速收紧，是多重因素共同作用的结果。除传统上10月底“跨月+税期”的叠加外，还有信贷回暖以及财政行为的影响，机构高杠杆进一步加剧了资金波动。

主导因素：跨月+税期

市场历来存在“月末效应”和“季末效应”的说法。究其原因，与监管机构对银行的考核有直接联系。在诸多监管指标中，对资金面影响较大的是“流动性风险”。银保监会考核的形式为月度报送、时点考核，商业银行为满足监管要求，通常在月末时点对流动性加强管控，融出意愿下降，市场上随之而来的流动性波动被称为“月末效应”。

此外，10月份受国庆假期影响，缴税截至日期相应延后至25日，对资金面的扰动可能延续至27-28日，与“月末效应”叠加后使10月底资金面呈现偏紧的情况。

其它因素：信贷投放与财政行为

在政策的鼓励和引导下，信贷投放持续回暖。10月信贷投放大概率将延续修复态势，此前沉淀在银行体系内的超额流动性将随信贷扩张被逐步消耗。

财政行为方面，一是财政收支缺口扩大拖累支出增速。考虑到财政支出一般在月末较为集中，10月若支出力度减弱也将加剧资金面的紧张。二是地方结存专项债限额将在10月底前集中发行完毕，政府债发行小高峰也将对资金面构成扰动。

前瞻：年内资金面将保持稳定

前瞻地看，在“宽货币”向“宽信用”转换的关键进程中，央行仍将呵护货币市场流动性的基本稳定。年内资金仍将维持“合理充裕略微偏多”的状态，随着“宽信用”的逐步落地，资金利率或温和向政策利率锚靠拢，四季度小幅降准的可能性依然存在。

流动性观察

外部环境方面，欧央行加息75bp，日央行坚守宽松的货币政策。

国内利率方面，上周（10月24-28日）超短端利率上行，商业银行同业存单发行利率基本稳定。

国内流动性方面，上周（10月24-28日）央行重启千亿级别逆回购，净投放8400亿元。

债券发行方面，上周（10月24-28日）政府债净融资1502.3亿元；同业存单净融资-3618.2亿元；企业债券净融资-170.4亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

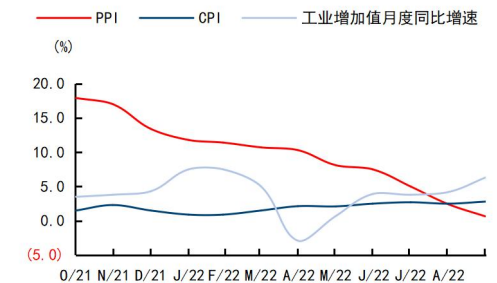
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.90
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	5.70
M2	12.10

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-10月以来国信宏观扩散指数维持震荡格局》——2022-10-25
- 《货币政策与流动性观察-MLF 等额续作的下一步》——2022-10-25
- 《货币政策与流动性观察-关注“宽信用”持续性》——2022-10-17
- 《宏观经济宏观周报-四季度国内通胀同比或保持偏低水平》——2022-10-17
- 《货币政策与流动性观察-年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡》——2022-10-11

内容目录

周观点：资金面为何骤紧？	4
主导因素：跨月+税期	4
其它因素：信贷投放与财政行为	5
前瞻：年内资金面将保持稳定	5
流动性观察	6
外部环境：各国央行政策分化	6
国内利率：利率小幅上行	7
国内流动性：央行重启千亿级别逆回购	9
债券融资：政府融资边际放缓	11
汇率：美元指数小幅回落	12
免责声明	13

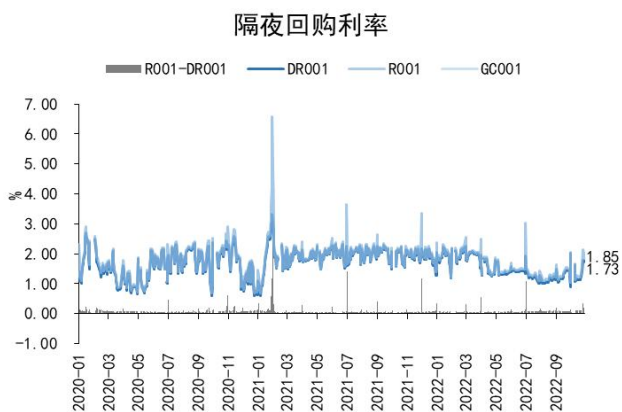
图表目录

图 1: 近期隔夜回购利率快速上行	4
图 2: 近期 7 天回购利率快速上行	4
图 3: 央行 9 月投放流动性次月回收	5
图 4: 9 月土地出让金再度回落	5
图 5: 美联储关键短端利率	6
图 6: 欧央行关键短端利率	6
图 7: 日央行关键短端利率	6
图 8: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 9: 央行关键利率	7
图 10: LPR 利率	7
图 11: 短端市场利率与政策锚	8
图 12: 中期利率与政策锚	8
图 13: 短端流动性分层观察	8
图 14: 中长端流动性分层观察	8
图 15: SHIBOR 报价利率	8
图 16: 中美利差	8
图 17: “三档两优”准备金体系	9
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图 19: 7 天逆回购到期与投放	9
图 20: 14 天逆回购到期与投放	9
图 21: MLF 投放跟踪	10
图 22: MLF 投放季节性	10
图 23: 银行间回购成交量	10
图 24: 上交所回购成交量	10
图 25: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 26: 政府债券与同业存单净融资	11
图 27: 企业债券净融资与结构	11
图 28: 主要货币指数走势	12
图 29: 人民币汇率	12

周观点：资金面为何骤紧？

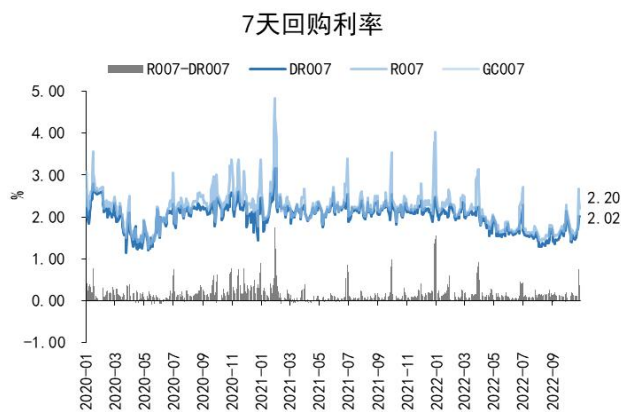
10月下旬以来，资金市场利率快速上行。央行随即加大逆回购投放力度，25日（上周一）重启千亿级投放，上周净投放资金8400亿。但截至10月27日（上周四），代表存款类金融机构质押回购融资成本的DR001和DR007较前一周分别上升57bp和50bp；代表非银机构的上交所质押式回购利率GC001和GC007上行幅度更为明显，分别上升59bp和57bp。

图1：近期隔夜回购利率快速上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：近期7天回购利率快速上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

此次货币市场利率的快速收紧，是多重因素共同作用的结果。除传统上10月底“跨月+税期”的叠加外，还有信贷回暖以及财政行为的影响，机构高杠杆进一步加剧了资金波动。

主导因素：跨月+税期

在我国“央行—一级交易商—商业银行—非银机构—实体经济”的流动性传导体系下，作为重要的货币传导和派生枢纽，理解商业银行的行为是理解货币市场波动的关键之一。

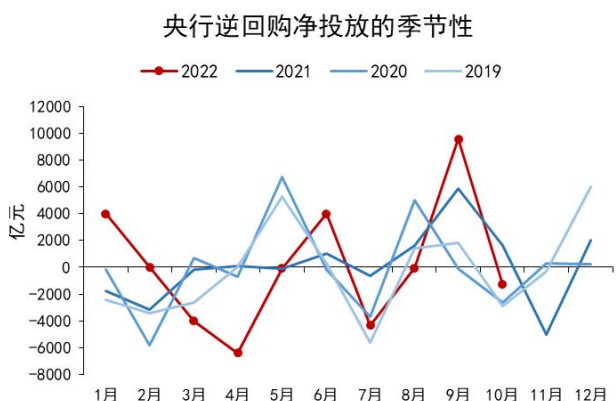
市场历来存在资金面“月末效应”和“季末效应”的说法。究其原因，与银保监会与人民银行两大监管机构对银行的考核有直接联系。10月并非季末，因此“月末效应”更为突出。银保监会根据去年9月颁布的《商业银行监管评级办法》，对银行开展月度考核。《商业银行监管评级办法》是在原先“CAMELS+”7指标监管体系上发展而来，共有9项考核要素，包括：资本充足（15%）、资产质量（15%）、公司治理与管理质量（20%）、盈利状况（5%）、流动性风险（15%）、市场风险（10%）、数据治理（5%）、信息科技风险（10%）、机构差异化要素（5%）。

诸多指标中，对资金面影响较大的是“流动性风险”。因银保监会考核的形式为月度报送、时点考核，商业银行为满足监管要求，通常在月末时点对流动性加强管控，融出意愿下降，市场上随之而来的流动性波动被称为“月末效应”。以流动性覆盖率（LCR）为例：流动性覆盖率为“合格流动性资产”与“未来30天现金净流出”的商。在面对临时性考核压力时，为减少对常规业务的干扰，银行更加偏好使用“分母策略”，即减少资金市场融出或加大融入，其最终效果都会导致货币市场流动性出现波动。

此外，10月份受国庆假期影响，缴税截止日期相应延后至25日，对资金面的扰

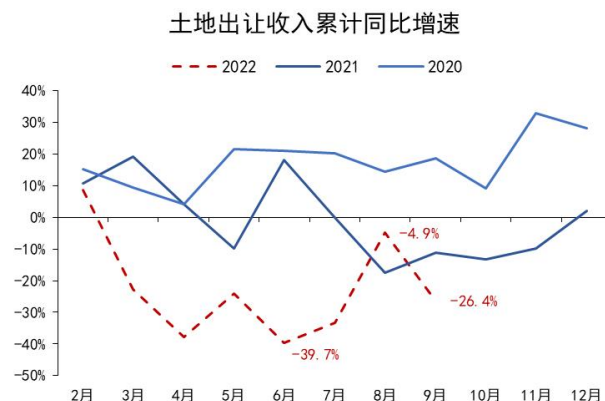
动可能延续至 27-28 日，与“月末效应”叠加后使 10 月底资金面呈现偏紧的情况。

图3：央行9月投放流动性次月回收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：9月土地出让金再度回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

其它因素：信贷投放与财政行为

除“跨月+税期”的传统因素外，今年 10 月底流动性趋紧还受到两个额外因素的影响：信贷投放与财政行为。

在政策的鼓励和引导下，信贷投放持续回暖。9 月新增信贷 2.47 万亿，创下历史同期新高，且信贷结构有所改善。在“金融支持实体经济”的总方针指引下，叠加央行结构性信贷工具、政策性开发性金融工具的撬动，**10 月信贷投放大概率将延续修复态势，此前沉淀在银行体系内的超额流动性将随信贷扩张被逐步消耗。**

财政行为方面，主要包括政府支出下滑和专项债集中发行两方面因素。

一是财政收支缺口扩大拖累支出增速。9 月财政收入再度回落（剔除退税的一般公共预算收入增速环比下行 0.9pct 至 8.4%；土地出让收入增速环比下行 21.5pct 至 -26.4%），叠加今年“财政前置”特征，四季度财政支出压力较大。10 月初发布的《财预 126 号文》可能进一步约束地方政府卖地及非税收入。考虑到财政支出一般在月末较为集中，10 月若支出力度减弱也将加剧资金面的紧张。二是地方结存专项债限额将在 10 月底前集中发行完毕，政府债发行小高峰也将对资金面构成扰动。

前瞻：年内资金面将保持稳定

前瞻地看，在“宽货币”向“宽信用”转换的关键进程中，央行仍将呵护货币市场流动性的基本稳定。年内资金仍将维持“合理充裕略微偏多”的状态，随着“宽信用”的逐步落地，资金利率或温和向政策利率锚靠拢，四季度小幅降准的可能性依然存在。

流动性观察

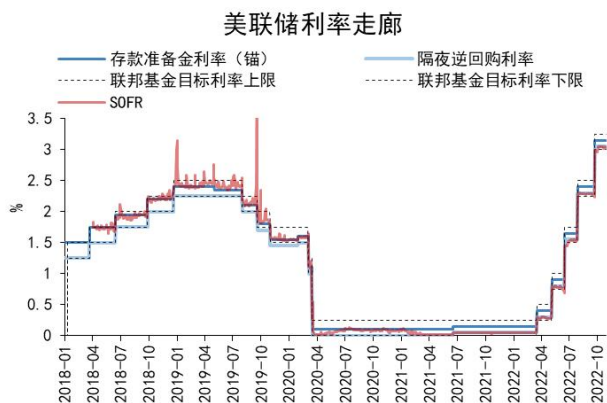
外部环境：各国央行政策分化

美联储

美国政策利率目标区间保持在 3-3.25%，两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.15%和 3.05%。上周四（10月27日）SOFR 利率较前一周（10月20日）基本保持稳定，上升 1bp 至 3.04%。

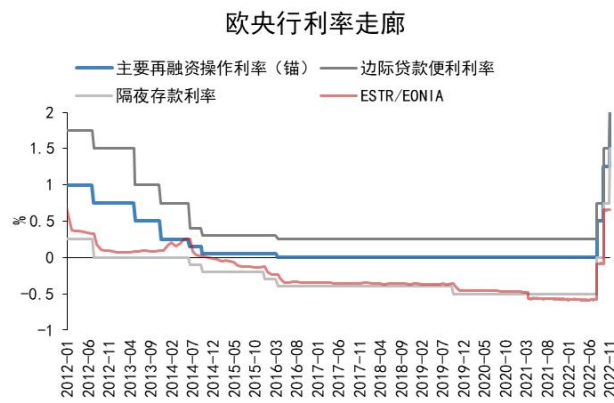
截至 10月24日，美联储资产负债表规模为 8.72 万亿美元，较前一周（10月12日）减少 208.3 亿美元，约为今年 4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 97.3%。

图5：美联储关键短端利率



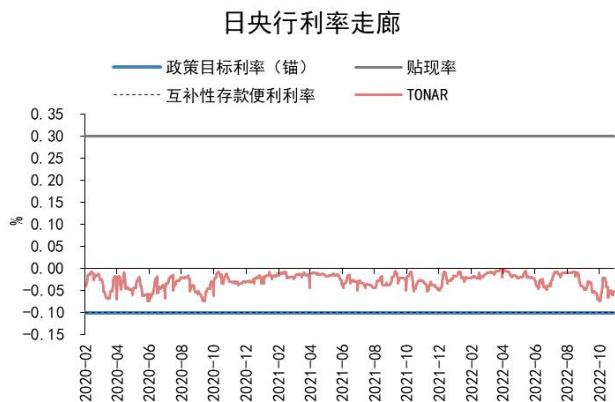
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



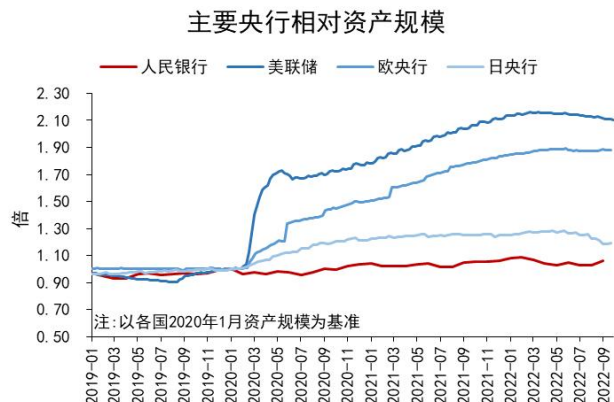
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：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8：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

中欧时间 10 月 27 日，欧央行宣布年内第三次加息，加息幅度为 75bp，生效日期为 11 月 2 日。生效后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.00%、2.25%和 1.5%。欧元短期利率（ESTR）上周四（10 月 27 日）较前一周（10 月 20 日）保持不变，位于 0.66%。

日央行

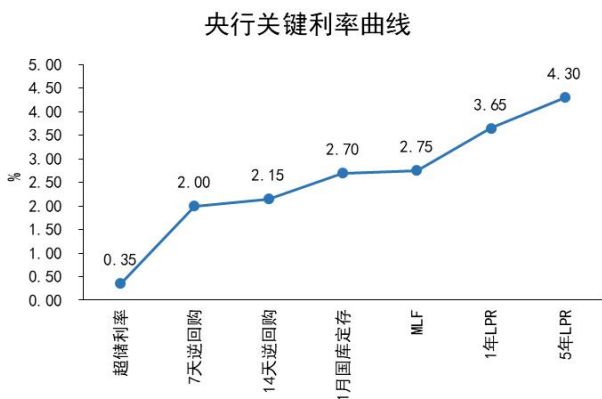
东京时间 10 月 28 日，日央行宣布维持三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，以便将 10 年期日本国债收益率维持在 0%附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（10 月 28 日）较前一周（10 月 21 日）保持不变，位于-0.05%。

国内利率：利率小幅上行

央行关键利率

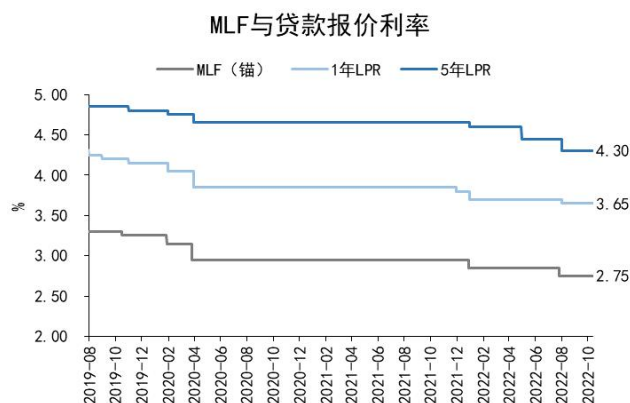
10 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR利率



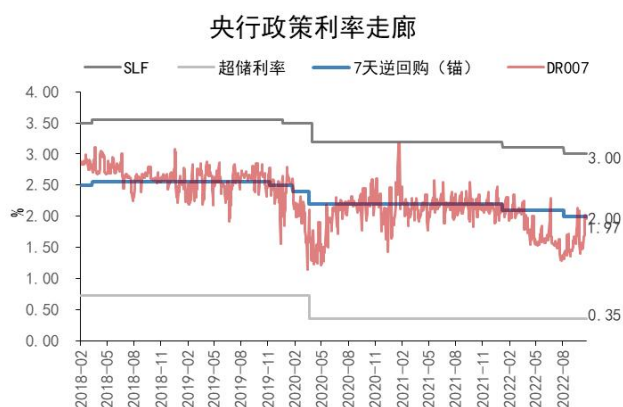
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，上周隔夜利率小幅上行，七天利率上行趋势明显。上周五（10 月 28 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（10 月 21 日）分别上升 7bp、9bp 和 7bp；而 R007、DR007、GC007 分别上升 30bp、29bp、30bp。

中长端利率方面，不同性质银行间出现分化。上周五（10 月 28 日）国有行发行利率较前一周（10 月 21 日）保持稳定，为 2.03%；股份行发行利率较前一周（10 月 21 日）小幅下行 3bp 至 2.06%；城商行发行利率较前一周（10 月 21 日）小幅上行 5bp 至 2.31%。

图11: 短端市场利率与政策锚



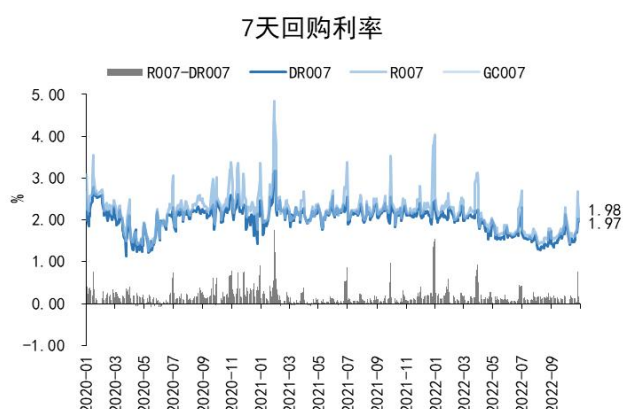
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 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13: 短端流动性分层观察



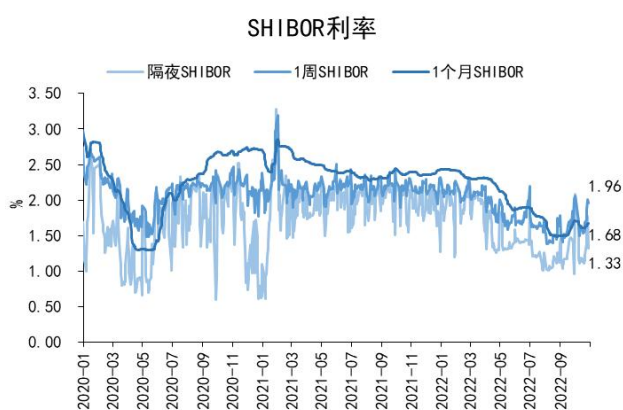
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



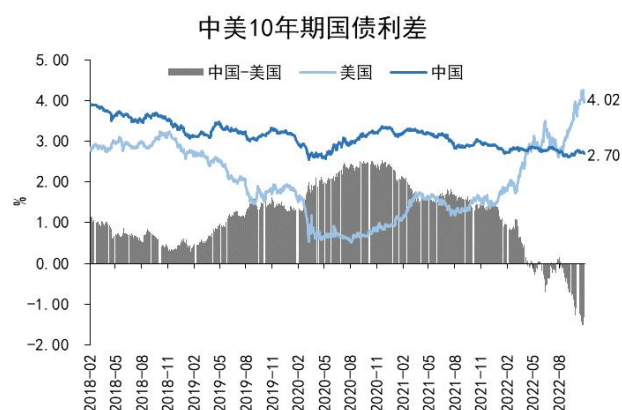
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

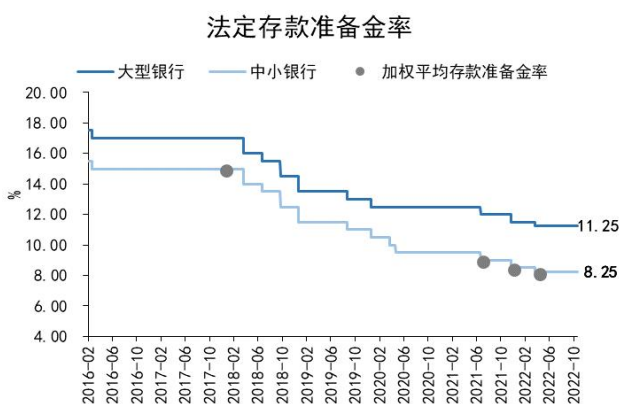
国内流动性：央行重启千亿级别逆回购

上周（10月24-30日），央行净投放上行。其中：7天逆回购净投放8400亿元（到期100亿元，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（10月31-11月6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（10月31日）央行7天逆回购净投放600亿元（投放700亿元，到期100亿元），14天逆回购投放0亿元。

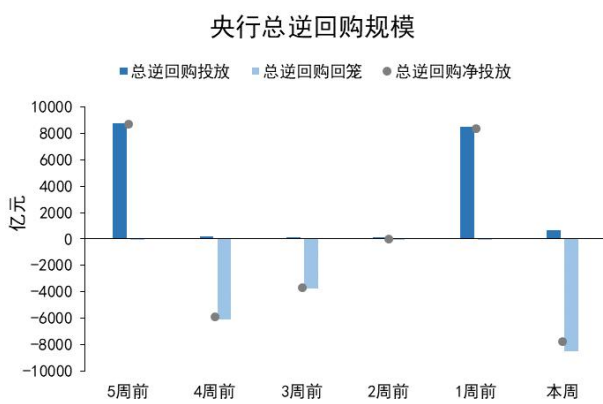
上周（10月24-28日），银行间市场质押回购平均日均成交4.78万亿，较此前一周（10月17-21日，6.77万亿）下降1.99万亿。隔夜回购占比为81.7%，较前一周（90.1%）下降8.4pct。

图17：“三档两优”准备金体系



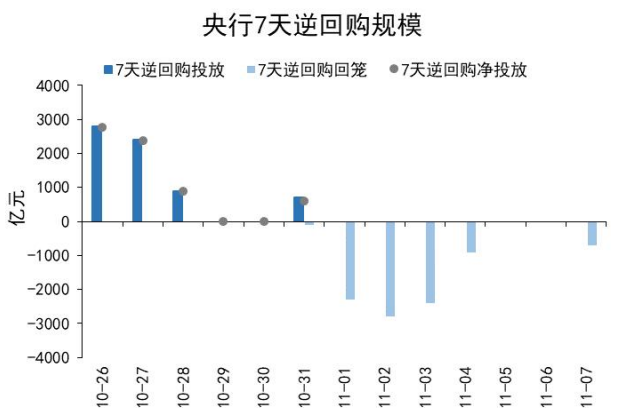
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



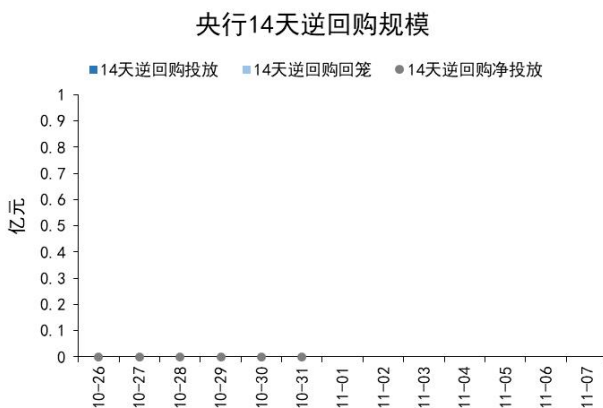
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：7天逆回购到期与投放



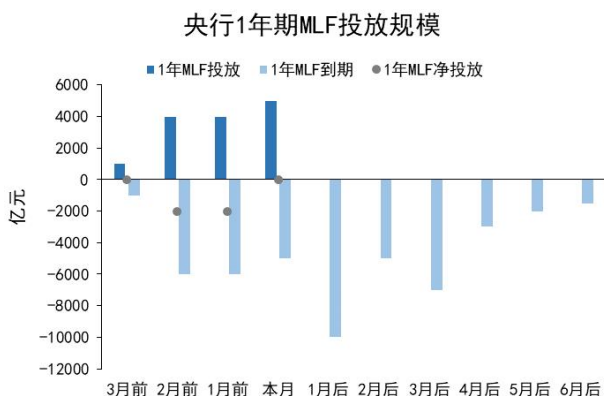
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：14天逆回购到期与投放



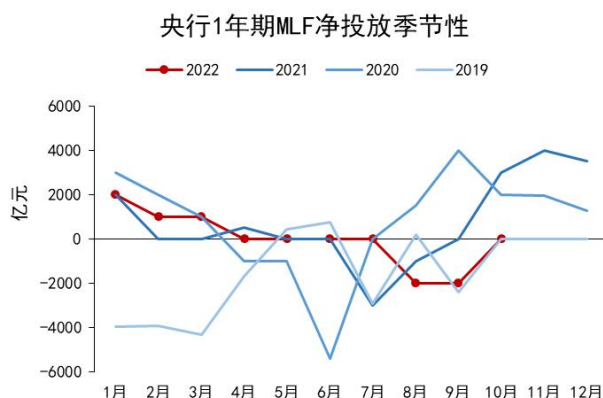
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放跟踪



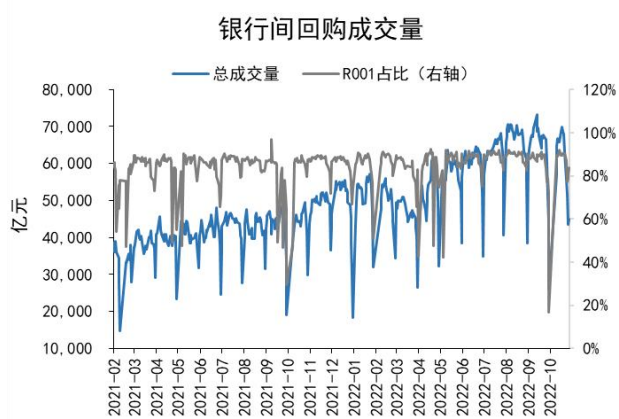
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: MLF 投放季节性



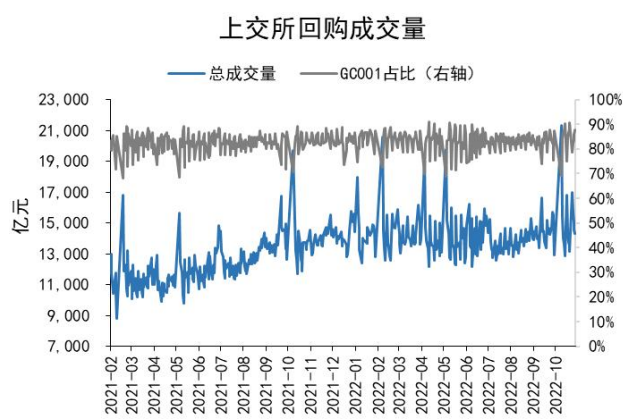
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 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24: 上交所回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

债券融资：政府融资边际放缓

政府债上周（10月24-28日）共计发行4341.6亿元，净融资1502.3亿元，较前一周（10月17-21日）的净融资（1145.7亿元）有所增长。本周计划发行2945.5亿元，净融资额预计为1104.5亿元。

同业存单上周（10月24-28日）共计发行2902.7亿元，净融资-3618.2亿元，较前一周（10月17-21日）的净融资（571.8亿元）大幅下行。本周计划发行540.6亿元，净融资额预计为-3354.8亿元。

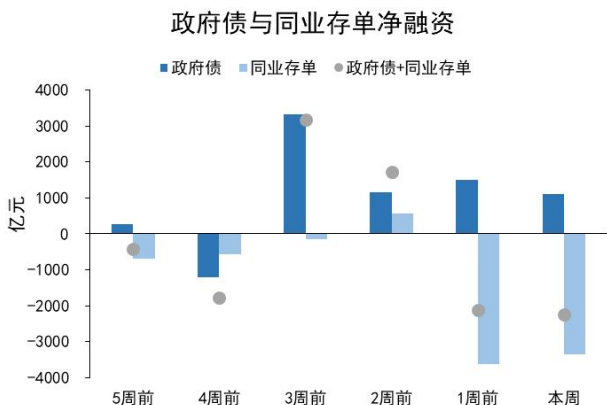
企业债券上周（10月24-28日）共计发行4590.5亿元，净融资-170.4亿元，较前一周（10月17-21日）的净融资（-86.5）边际下降。其中城投债融资贡献约-105.7%。本周计划发行716.5亿元，净融资额预计为-1434.5亿元。

图25：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	816.7	209.7	127.2	-53.2	1588.8	1588.8	32.4	-146.9	380.5	126.2	2945.5	1104.5	4341.6	1502.3
国债	0.0	-607.0	0.0	0.0	1340.0	1340.0	0.0	0.0	200.0	200.0	1540.0	933.0	1516.1	-527.3
地方政府一般债	113.8	113.8	60.1	40.3	144.8	144.8	0.0	-153.3	144.6	-46.7	463.2	-250.0	284.4	-151.1
地方政府专项债	702.9	702.9	67.1	-93.5	104.0	104.0	32.4	6.4	35.9	-27.1	942.3	421.5	2541.1	2180.7
同业存单	540.6	540.6	0.0	-298.3	0.0	-293.0	0.0	-1377.0	0.0	-1677.6	540.6	-3354.8	2902.7	-3618.2
企业债	322.9	-384.5	224.9	-38.9	98.2	-78.7	66.9	-201.6	3.6	-257.6	716.5	-1434.5	4590.5	-170.4
城投债	179.0	-83.6	43.0	-70.4	28.5	-41.8	1.0	-157.9	0.0	-145.7	251.5	-630.3	1289.3	180.0
产业债	143.9	-300.8	181.9	-12.9	42.8	-63.9	65.9	-43.7	3.6	-126.9	438.1	-890.3	3331.2	-406.8

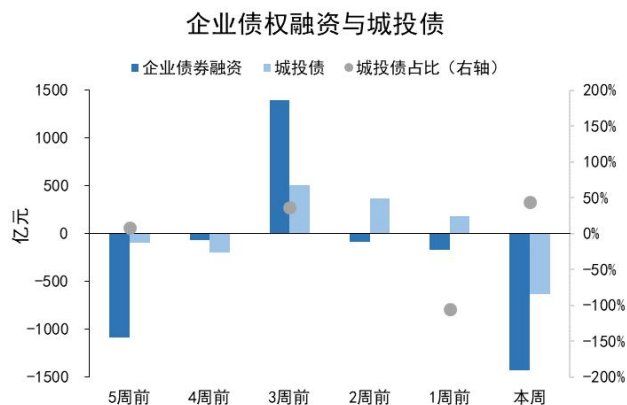
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：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27：企业债券净融资与结构

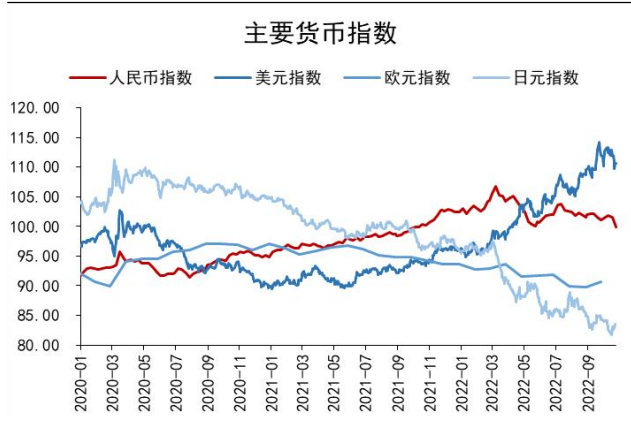


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

汇率：美元指数小幅回落

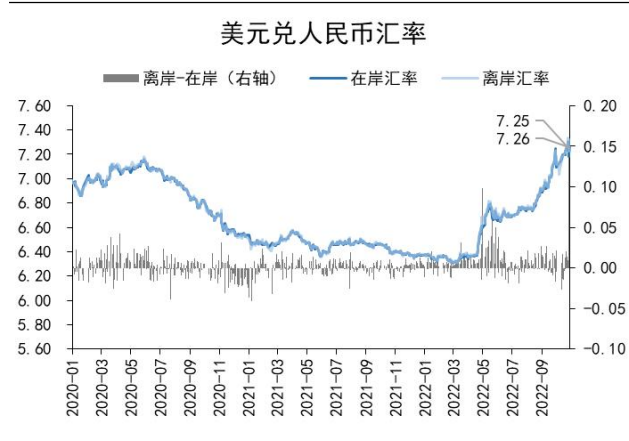
上周五（10月28日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（10月21日）回落1.73至99.87，同期美元指数下降1.17至110.68。10月28日，美元兑人民币在岸汇率较10月21日的7.25上升约71基点至7.26，离岸汇率从7.26下降约159基点至7.25。

图28：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29：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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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