

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

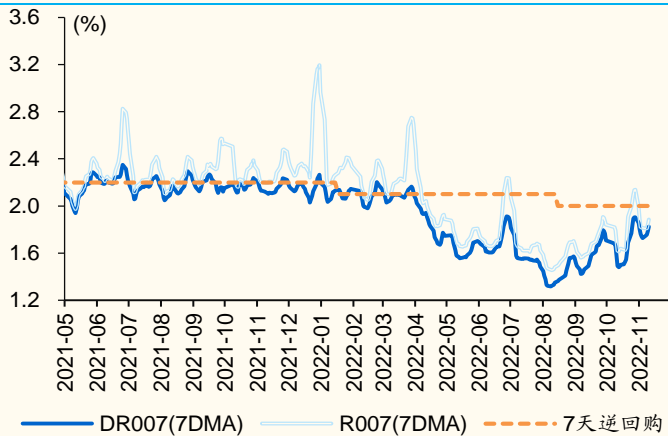
图表目录

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

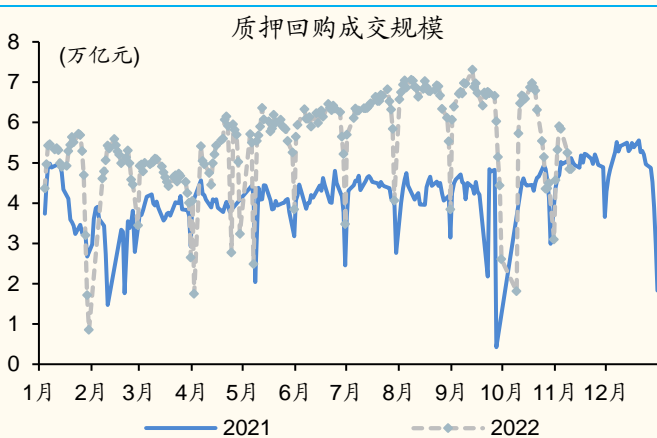
图表 2: R007 盘中一度突破 2%



来源: Wind、国金证券研究所

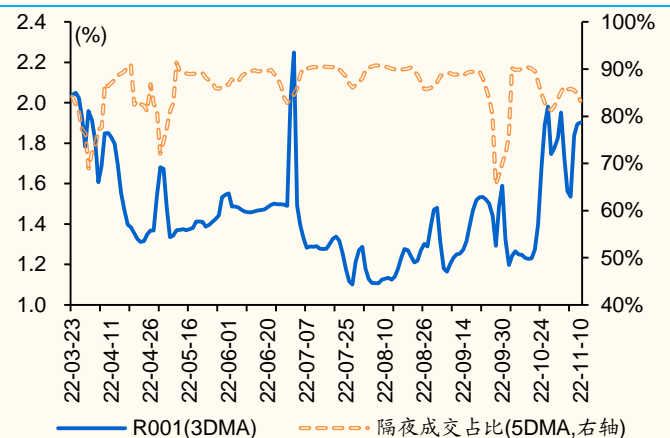
资金面趋紧下，银行间质押回购成交规模明显回落、尤其是隔夜资金。货币市场利率回升下，10月的银行间日均质押回购成交规模为5.6万亿元左右、11月前10日的均值已降至5.2万亿元，日均成交同比增量也由此前的1.1万亿元降至不足0.4万亿元。尤其是隔夜质押回购成交占比中枢明显下移，由此前的90%下滑至83%左右。

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

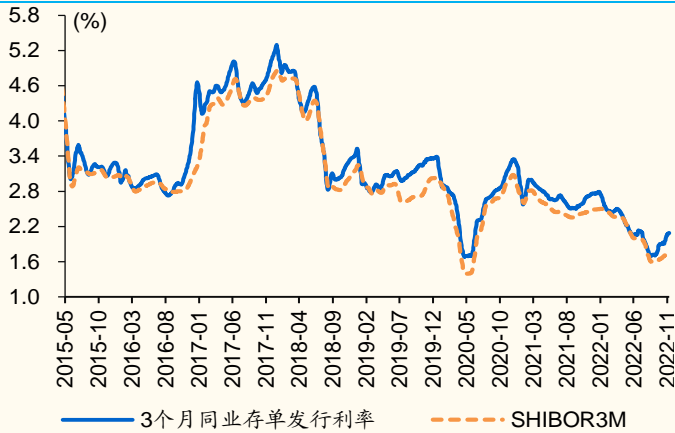
图表 4: 隔夜质押成交占比由 90% 降至 83% 左右



来源: 中国货币网、Wind、国金证券研究所

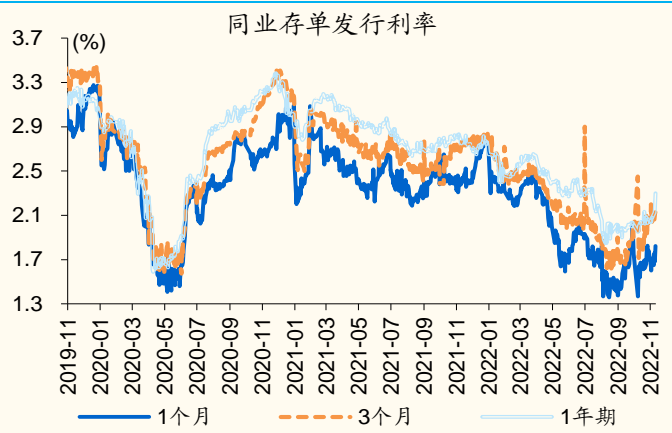
流动性趋紧、资金利率抬升下，存单发行利率明显回升、尤其是 1 年期，较月底上涨 26BP。伴随资金利率回升，存单发行利率整体上涨，其中，1 年期存单利率较上月底上涨超 20BP 至 2.3% 左右，一定程度也与宽信用预期升温补充补充负债等有关；3 个月和 6 个月分别上涨 5.9BP 和 9.2BP；1 个月的短端涨幅也较大，15BP 以上，除受资金利率影响外，与跨年等季节性因素也有关。

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

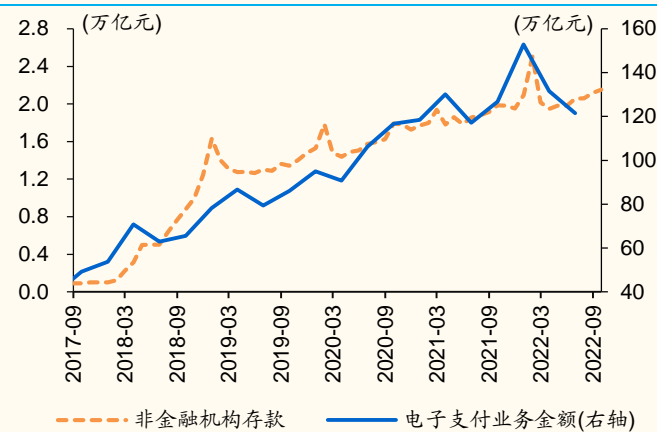


来源：Wind、国金证券研究所

二、资金利率上行的背后原因？

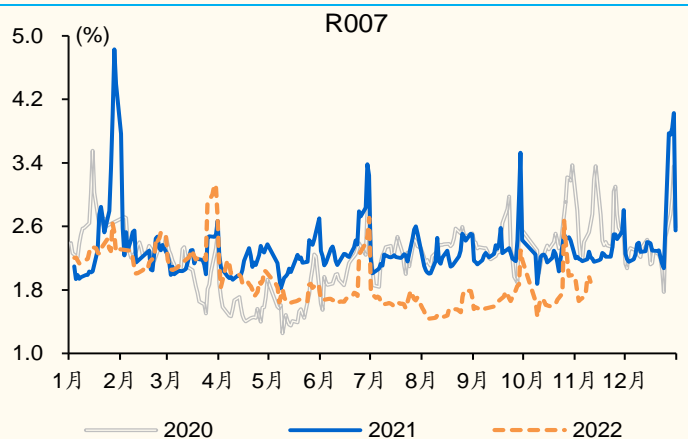
猜想 1：“双 11”居民网购导致在途资金较多、叠加月中缴税等季节性因素，或对资金面造成一定扰动。2019 年初以来，备付金开始集中缴存，居民“双 11”网购支付货款先成为支付机构手中的备付金再上缴至央行，阶段性造成资金紧缩。同时，月中集中缴税等也或对资金面造成一定季节性扰动，例如，近 5 年 11 月中旬 R007 较月初均明显上涨、涨幅均值 15BP 左右。

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

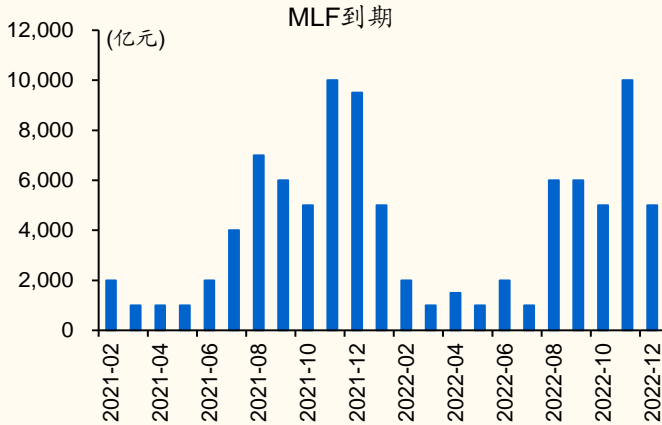
图表 8：11 月中，资金利率有一定季节性扰动



来源：中国人民银行、国金证券研究所

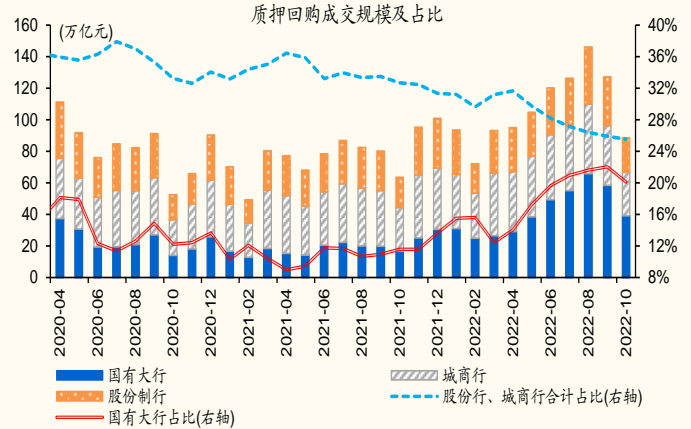
猜想 2: 资金面波动、叠加大规模 MLF 到期等使得大行往外融钱更加谨慎, 或使得流动性环境边际趋紧。年内 11 月、12 月合计 MLF 到期 1.5 万亿元, 其中, 11 月到期 1 万亿元、创历史新高。MLF 到期高位下, 银行往外融钱或更加谨慎、尤其是国有大行, 从 10 月的质押回购成交规模已能看到一些迹象。10 月的质押回购成交规模合计 194 万亿元、较上月减少 71 万亿元, 国有大行参与占比较上月回落 1.9 个百分点至 21.9% 左右。

图表 9: 11 月, MLF 到期创历史新高



来源: Wind、国金证券研究所

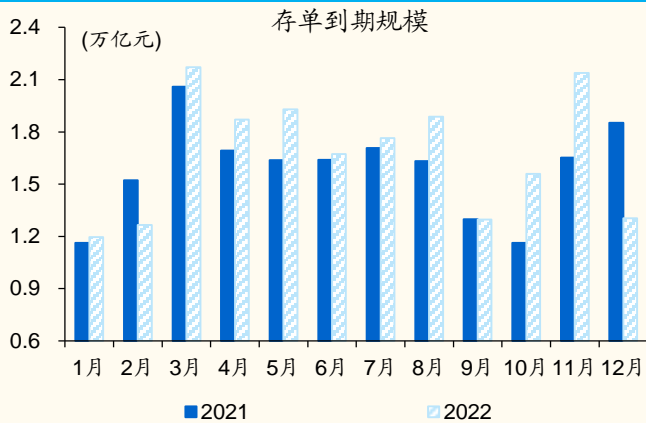
图表 10: 10 月, 大行往外融钱已明显减少



来源: Wind、国金证券研究所

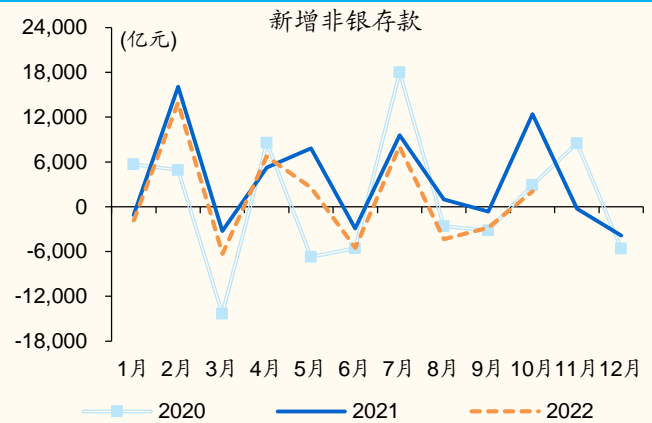
猜想 3: 除资金利率外, 供需的角度上, 存单滚动续发压力、货基减持等, 共同推升存单利率上行。10 月、11 月存单到期规模合计 3.7 万亿元、单月较去年同期多增 4000 亿元至 5000 亿元左右, 滚动续发压力较大。除供给侧外, 需求端上, 货基份额近月有所减少、反映在非银存款上, 9 月以来的单月新增规模均明显低于往年同期、月均同比少增超 6200 亿元。

图表 11: 10 月、11 月存单到期续发压力较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 非银存款低于季节性

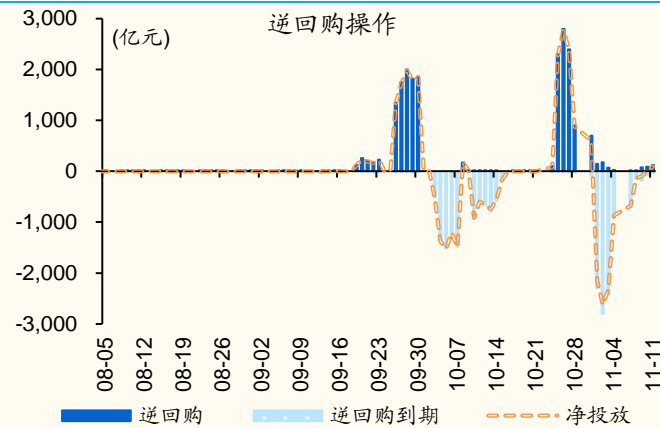


来源: Wind、国金证券研究所

三、流动性环境或将如何演化？

资金面波动下，央行已然小幅加码逆回购平抑资金波动。8月以来，除月末月初公开市场净投放波动较大外，央行日均逆回购投放多在20亿元左右、净投放也多在零附近。10月、11月中旬，央行逆回购小幅加码、平抑资金波动，例如，11月10日、11日，央行单日逆回购扩大至90亿元和120亿元，净投放转正至20亿元和90亿元。

图表 13：11月中旬以来，逆回购小幅加码



来源：Wind、国金证券研究所

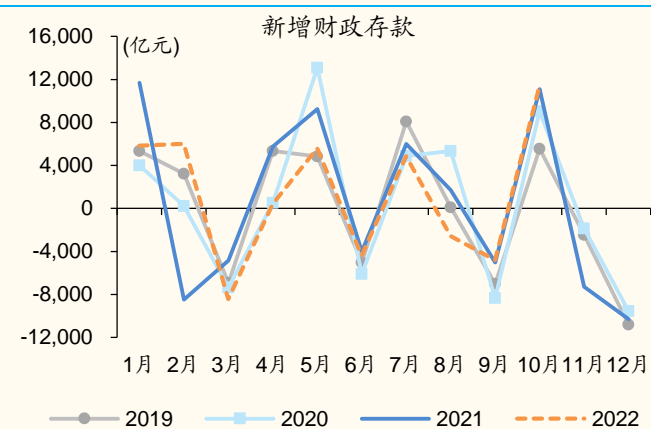
图表 14：11月中，逆回购一改此前常规20日均投放

时间	操作	期限	中标量(亿元)	中标率(%)	原因
11月11日	逆回购	7天	120	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月10日	逆回购	7天	90	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月9日	逆回购	7天	80	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月8日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月7日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月4日	逆回购	7天	30	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月3日	逆回购	7天	70	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月2日	逆回购	7天	180	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
11月1日	逆回购	7天	150	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月31日	逆回购	7天	700	2.00	维护月末流动性平稳
10月28日	逆回购	7天	900	2.00	维护月末流动性平稳
10月27日	逆回购	7天	2400	2.00	对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，维护月末流动性平稳
10月26日	逆回购	7天	2800	2.00	对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，维护月末流动性平稳
10月25日	逆回购	7天	2300	2.00	对冲税期高峰、政府债券发行缴款等因素的影响，维护月末流动性平稳
10月24日	逆回购	7天	100	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月21日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月20日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月19日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月18日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕
10月17日	逆回购	7天	20	2.00	维护银行体系流动性合理充裕...充分满足了金融机构需求
	MLF	1年	5000	2.75	

来源：中国人民银行、国金证券研究所

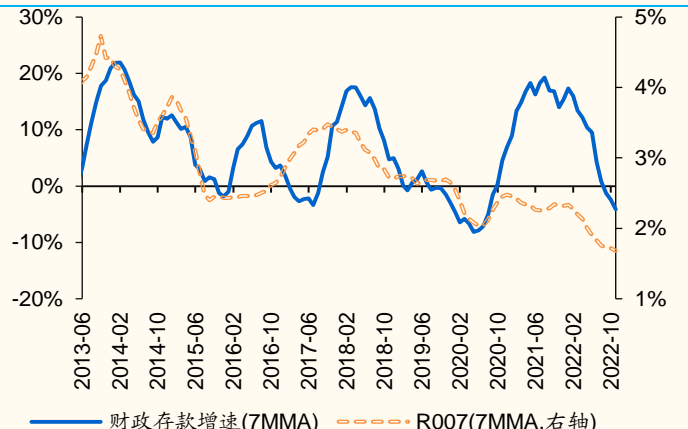
伴随季节性扰动的减弱，及大规模财政存款投放等，或有助于平抑资金短期波动。缴税等季节性因素对资金面的干扰或在年底明显减弱，年底缴税规模往往是全年最低的时间节点、往年缴税资金均值不足500亿元。同时，年底是财政“花钱”大月，财政存款的下拨也有利于维持流动性充足平稳、往年年底两月财政存款投放月均在7000亿元左右。

图表 15：11月、12月是财政集中花钱阶段



来源：Wind、国金证券研究所

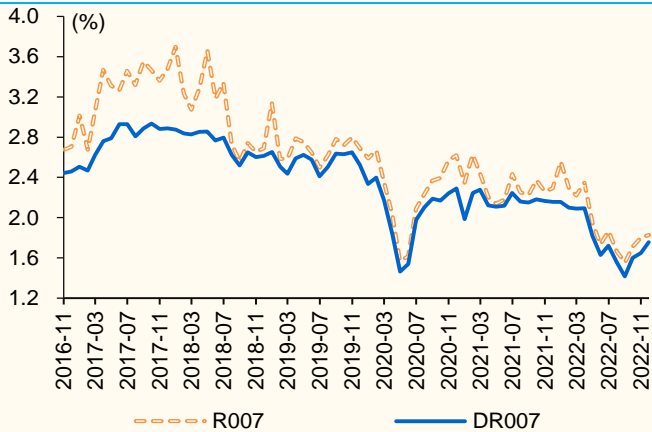
图表 16：财政存款加快下拨，资金面往往平稳



来源：Wind、国金证券研究所

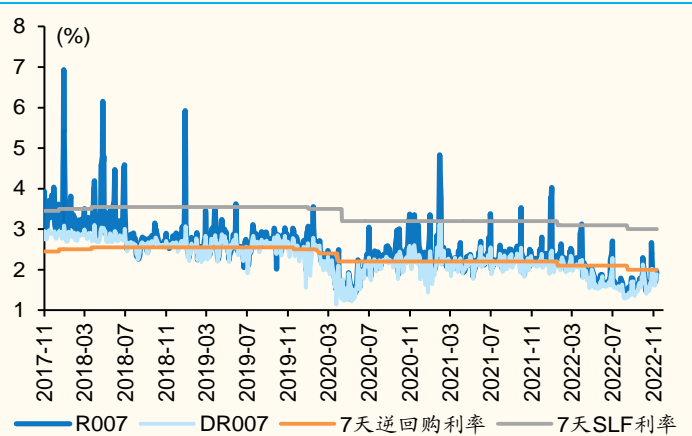
中期来看，实体需求逐步修复等，或带动前期淤积在银行体系的资金流出，利率中枢回归节奏仍需跟踪。4月中下旬以来，降准、大规模留抵退税，叠加实体需求修复“平缓”等，使得资金滞留金融体系现象较为突出，表现为市场利率持续低位、DR007一度下探至1.3%以下。伴随稳增长加力，财政端发力主动刺激需求等或带动资金流出实体；往后来看，内生需求的逐步修复也或使得资金流入实体增多，带动市场利率向政策利率回归。

图表 17: 银行间、非银资金利率均明显回升



来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 市场利率中枢向政策利率回归



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

- 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; 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。
- 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; 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。
- 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; 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、风险提示:

- 1、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放, 资金滞留在金融体系; 疫情潜在反复风险, 对项目开工、生产经营活动等的抑制。
- 2、疫情反复。疫情局部阶段性反复或干扰经济修复的节奏等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402