

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。

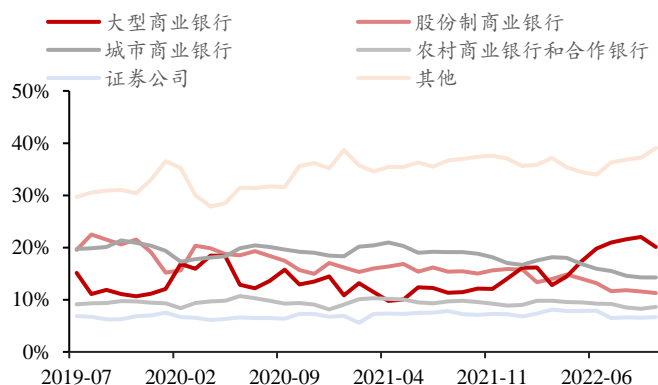
今年3月以来，国有商业银行在银行间质押式回购市场交易占比为12.8%，9月其占比一度上升至22.0%，创有数据记录以来的最高值，但10月占比明显见顶回落，下降至20.1%，而自10月以来，资金利率也开始逐步走高。

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。

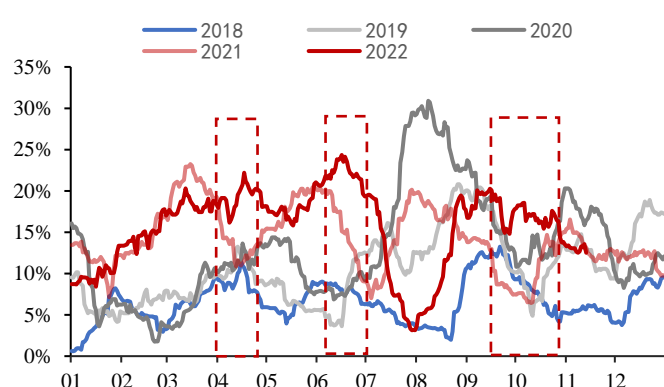
以上两点意味着当前资金利率抬升，其实与国有大行资金收紧密切相关。

图1：大型商业银行质押式回购交易占比下降



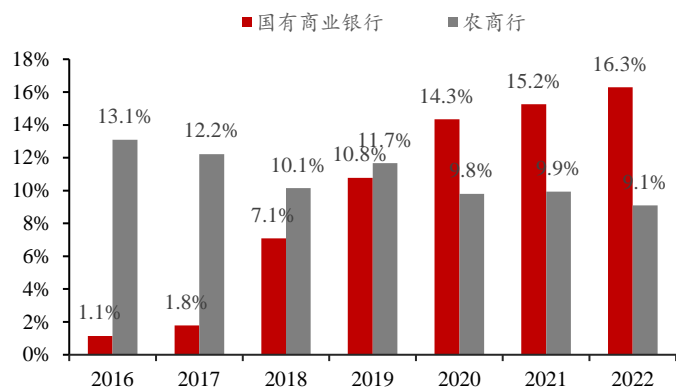
资料来源：CFETS，民生证券研究院

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。

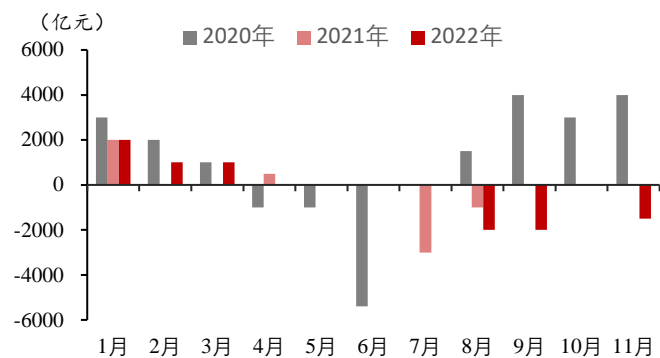
10 月是缴税大月，2020 年和 2021 年的 10 月财政存款环比增加规模都超过了 1 万亿，今年 10 月财政存款环比增加规模也超过了 0.9 万亿。

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。

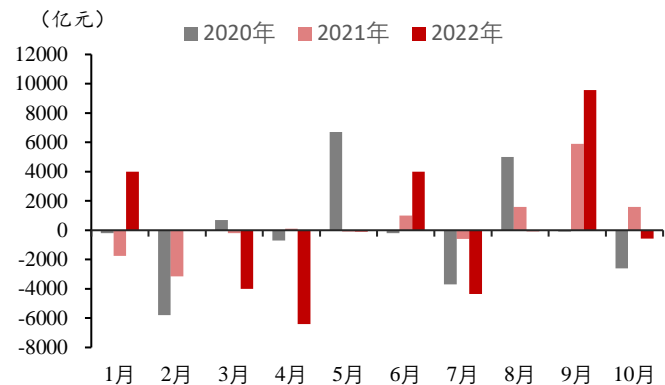
从公开市场投放来看，央行 8 月、9 月 MLF 净投放连续缩量，10 月也只是等量续作；逆回购投放节奏也逐步放缓，一度投放规模维持在每个工作日 20 亿，尽管当前有所增加，但这也意味着像 7 月、8 月极宽的流动性的状况是不会持续的。

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。

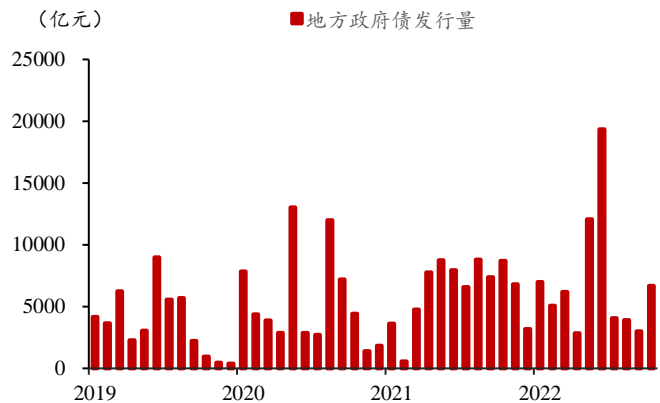
首先是，政策性金融工具集中发力，而实际上这部分资金可能来源于国有大行。目前，7399亿金融工具资金已全部投放完毕，而这些资金有一部分是政策性金融工具通过发行政策性金融债来进行融资，而承接这部分债券的是国有大行。

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。

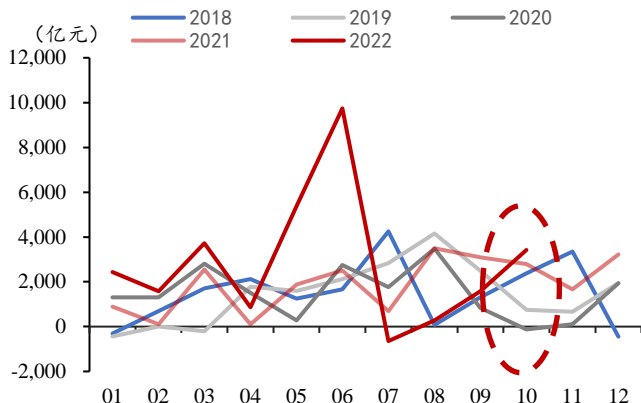
以上两点短期内造成，国有大行资金形成压力，这也与四大行10月新增债券投资多增规模创同期新高，这一事实相吻合。

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

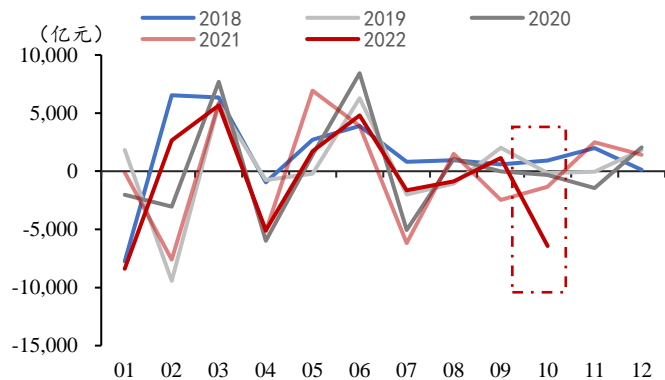
10月以来，国有大行的负债端承压。

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。

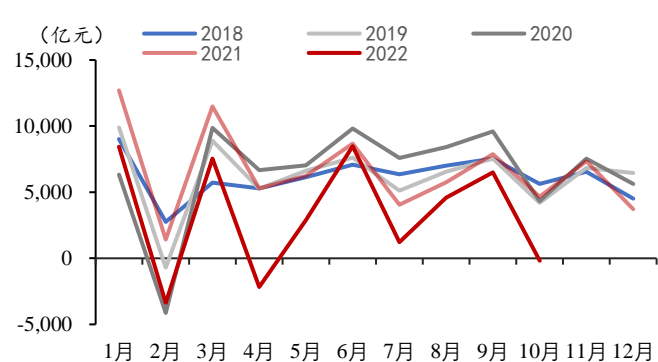
其二是，居民信贷投放偏弱。本来居民信贷扩张形成的存款，伴随居民消费尤其是购房行为，流向企业形成单位活期存款，但今年整体居民信贷偏弱，导致单位活期存款相比去年大幅下降。

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。

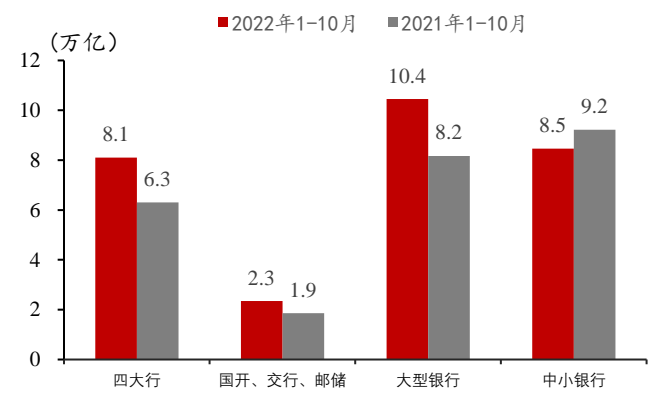
结构性工具支持的领域信贷都有大幅提升。无论是绿色贷款、涉农贷款以及普惠金融领域贷款都相较于2021年同期有大幅提升。

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。

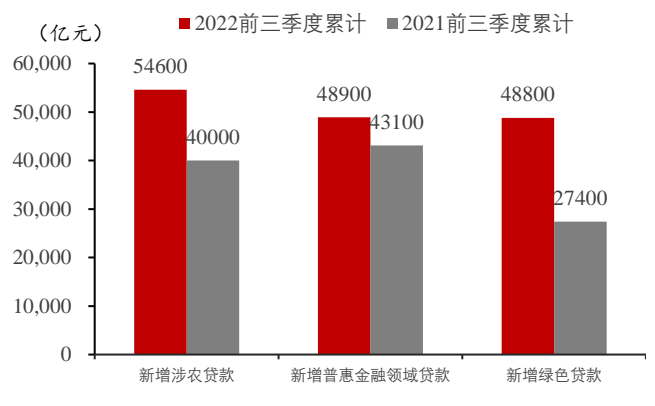
而这种现象在10月体现更加明显，四大行信贷投放略低于去年同期，而中小行比去年少投放约2000亿元。

图11：各类银行1-10月信贷投放分



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：信贷投向领域对比



资料来源：wind，民生证券研究院

6 流动性收紧原因之五，监管因素扰动

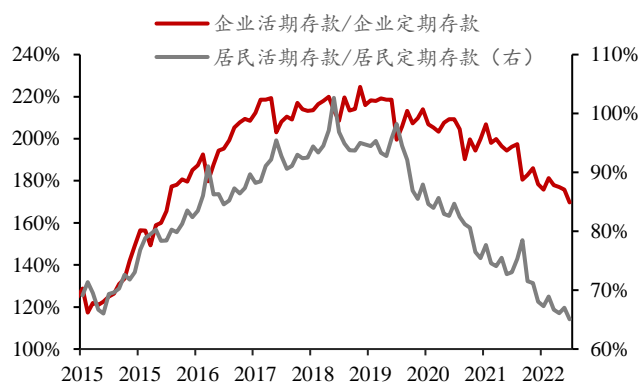
除去以上因素影响之外，监管层面对资金利率形成扰动，

其一是九月以来银行存款利率下调，导致活期转定存的趋势加剧，抬升银行负债端成本。

一方面，9月银行下调存款利率，活期存款转向定期存款，部分银行出现大额存单供不应求。

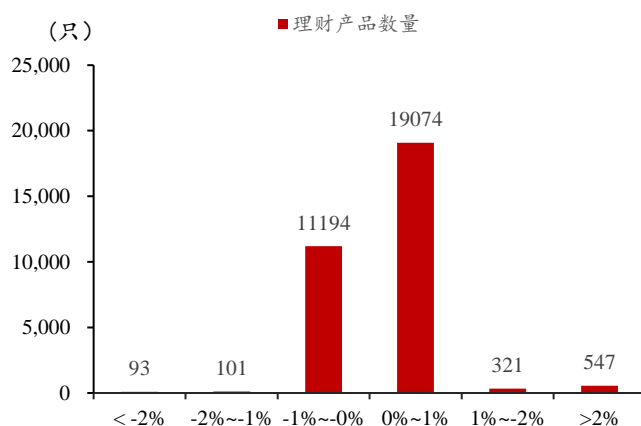
另一方面，在近期理财产品破净比例提升，甚至部分银行大额存单收益率高于理财产品预期收益率，部分资金由理财产品转向定期存款。

图13：活期存款定期化



资料来源：wind，民生证券研究院

图14：2022.10.9—2022.10.16 理财产品收益率分布



资料来源：wind，民生证券研究院

其二是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。

截至2021年末，现金管理类理财产品占全部理财产品比重超过了30%。

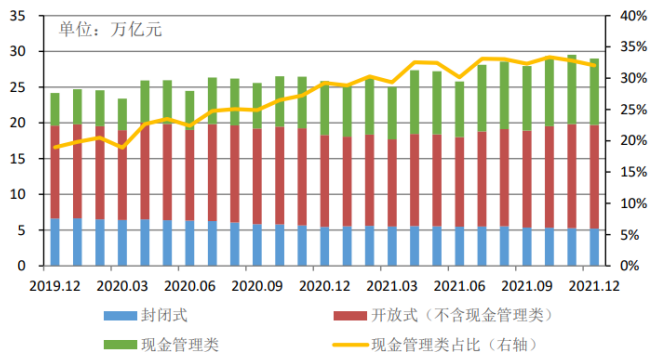
当前部分理财公司的现金管理类产品规模占比较大，要在年底之前将规模占比压降至30%以下，可能需要压降部分现金管理类产品规模，而现金类管理产品，有39.2%的资产配置在同业存单上，这部分压降的压力直接提高了同业存单的需求减少，抬升存单利率。

其三是货币市场基金本身的自我反馈机制。

由于货币市场基金主要配置同业存单资产，一旦同业存单利率快速上行，采用摊余成本法进行核算的货币市场基金，将面临极大的偏离度压力和赎回压力，不得

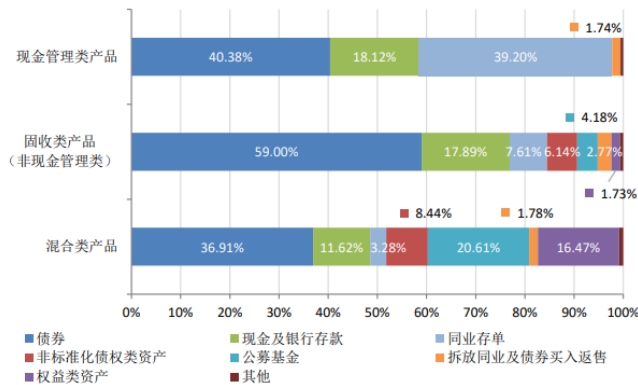
不抛售资金，进一步加剧债券市场的波动。

图15：理财产品按产品类型分类



资料来源：2021年中国银行业理财市场报告，民生证券研究院

图16：2022年上半年各类理财产品配置结构



资料来源：2022年上半年中国银行业理财市场报告，民生证券研究院

7 结论：本轮流动性收紧的底层原因在财政

基于以上分析，可以得出自10月以来的资金面和债券市场的演绎逻辑：

首先，财政需求从两方面吸收大行流动性压力。第一是债券发行，大行承接新发行的专项债和政策性金融债；第二是，超去年同期规模的土拍数量，又吸收了企业的活期存款，主要以城投的企业为主。

但与上半年不同的是，当前财政支出力度大幅减弱，从而对流动性产生虹吸作用，导致大行流动性收紧，大行减少资金融出规模，并多发行同业存单补充负债。

其次，监管压力开始显现。一方面是现金管理类理财产品规模压降，抛售同业存单，导致同业存单需求减少。

同业存单供需短期内不平衡，推动同业存单利率快速上行，资金利率抬升，同时触发货币市场基金大规模赎回，进一步加剧同业存单上行压力。

最后，叠加地产和疫情政策调整，债券利率整体上行，并触发负反馈机制。负反馈机制的原理是“债券利率上升——理财产品和货币市场基金净值下降——赎回压力加大——债券利率进一步上升”的自我反馈机制。

回溯本轮资金面抬升引发债券市场调整，其源头是下半年财政对流动性的虹吸作用，导致银行流动性收紧。解决这一问题的核心在于，对冲财政对流动性的扰

动。

当前资金利率上升以及债券市场的调整很大程度上是财政下半年“开源节流”所致。一旦财政对资金面扰动褪去，10月以来银行间流动性偏紧，尤其近期债市大跌现状，便会得到缓解。

图17：10年期国债利率与 DR007



资料来源：wind，民生证券研究院

8 风险提示

1) 疫情发展超预期。若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

2) 海外通胀超预期。若海外通胀持续或进一步加剧，引发全球金融市场进一步动荡，当前对人民币汇率的冲击压力或更大，从而制约央行货币政策。

3) 货币政策超预期。若货币政策大幅度调整，一方面货币市场流动性可能会超预期变动，另一方面，可能会导致债券市场的波动，从而对金融市场产生更大的冲击。

插图目录

图 1: 大型商业银行质押式回购交易占比下降	4
图 2: 国有商业银行同业存单发行 30 天移动平均占比	4
图 3: 大型商业银行同业存单发行占比上升	5
图 4: 国有商业银行的同业存单利率上行幅度较大	5
图 5: 央行 MLF 净投放规模	6
图 6: 央行逆回购净投放量	6
图 7: 10 月地方政府债券发行迎来小高峰	7
图 8: 四大行 10 月债券投资同比多增规模创同期新高	7
图 9: 四大国有大行的单位活期存款变动规模	7
图 10: 10 月居民信贷同比大幅少增	7
图 11: 各类银行 1-10 月信贷投放分	8
图 12: 信贷投向领域对比	8
图 13: 活期存款定期化	9
图 14: 2022.10.9—2022.10.16 理财产品收益率分布	9
图 15: 理财产品按产品类型分类	10
图 16: 2022 年上半年各类理财产品配置结构	10
图 17: 10 年期国债利率与 DR007	11

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026