

2023年以来，货币市场流动性整体宽松，DR001一度连续多日保持在1%以下，但非银感受到的资金面并不像银行端宽松，货币市场流动性分化的情况明显。

➤ **当前资金面呈现异象，银行与非银流动性现显著“分层”。**

所谓流动性“分层”，是指银行间资金利率维持历史低位，然而银行与非银融资利差却攀至历史偏高水平。

描述流动性分层的典型指标有两个利差，R007与DR007，GC007和DR007，两者均在近期快速走高。

开年前两周，R007与DR007平均差值为34BP，为18年以来同期最高值；GC007与DR007平均差值是57BP，也是历史同期偏高值。

流动性分层意味着当前中国资金面现状是银行不缺资金，而非银资金相对偏紧。

➤ **流动性分层的底层原因，中国拥有一个分层的货币市场架构。**

中国回购市场中主要有三类参与主体。大型商业银行资金充裕，为主要融出方。中小银行从大行融入资金，同时对非银融出资金。可将中小行视为大行与非银之间资金流通的“中介”，扮演资金传递的桥梁角色。非银机构和产品（统称非银）为最终资金融入方，同时也是资金融通市场中的“价格接受者”。

中国的资金市场客观上存在一条分层的流动性传导机制：“央行—大行—中小行—非银金融机构”，非银处于流动性分层传导末端。

从流动性分层传导机制理解当前银行和非银之间存在的流动性分层现象，问题症结更可能出在非银环节。

➤ **当前流动性分层的诱发因素，理财赎回和现金管理类理财产品整改到期。**

银行间债券回购定价的核心变量是：质押品和交易对手。在交易对手方不变下，流动性分层的原因可能是抵押品。

其一，非银大规模赎回过程中，利率债更多被抛，利率债抛售之后非银持有更多信用债，导致用于质押式回购的抵押品综合等级下降，进而推升非银融资利率。

其二，现金管理类理财产品整改过渡期结束，部分产品年末集中整改，可能对同业融资业务的抵押品条件进行调整，导致依赖理财进行融资的模式成本抬升。

同时，类似的监管扰动后续可能仍会出现，例如如果新版巴塞尔协议Ⅲ在2023年逐步推行落地，客观上，导致非银持有的抵押品质量下降，推升非银整体融资利率。

➤ **后市展望，短期内流动性分层或将持续。**

当前流动性分层的核心变量是居民资产配置行为以及监管层面的扰动，但这两大因素可能在短期内无法消退：

其一，理财赎回现象暂未完全结束，短期内资金流向仍是从非银回流银行。

其二，巴Ⅲ新规一旦正式落地，商业银行监管指标和业务将面临较长时间调整，因此造成的流动性分层或延续。

展望后市，流动性分层的情况在短期内或仍将持续，资金面整体的波动或将加大。

➤ **风险提示：**新版巴塞尔协议Ⅲ推行进度不及预期，理财规模变动超预期，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. 美联储2月议息会议点评：警惕海外宽松交易退潮-2023/02/02
2. 2022年12月财政数据点评：年底税收大增为哪般？-2023/01/31
3. 中国式财政货币化系列研究（一）：中国式财政货币化对资金面影响-2023/01/30
4. 高频系列研究：消费修复成色几何-2023/01/30
5. 全球大类资产跟踪周报：全球风险资产情绪共振-2023/01/29

目录

1 当前资金面异象：流动性分层现象愈演愈烈	3
2 分析框架：中国拥有一个分层的货币市场架构	4
3 诱发因素：理财赎回和监管扰动加剧流动性分层	6
4 后市展望：短期内流动性分层或持续	9
5 风险提示	11
插图目录	12

1 当前资金面异象：流动性分层现象愈演愈烈

2023 年以来，货币市场流动性整体宽松，DR001 一度连续多日保持在 1% 以下。然而有意思的是，总量流动性维持宽松同时，货币市场流动性分层现象却愈发明显。

当前流动性分层主要表现为，银行间资金利率维持历史低位，然而银行与非银融资利差却攀至历史偏高水平。

当前 DR001 仍在 1.3% 左右，远低于过去 5 年历史同期水平，说明当前银行间资金面处于历史较为宽松时期。

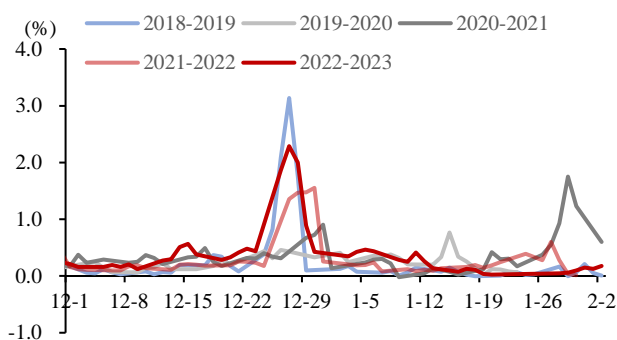
R007 与 DR007 差值却明显高于往年同期。自 2022 年 12 月中旬以来二者差值就开始明显高于历史经验。1 月前两周，R007 与 DR007 平均差值为 34BP，为 18 年以来同期最高值，过去两年相同时期，R007 和 DR007 利差均值分别是 14BP、17BP。

交易所融资利率与银行间市场融资利率利差同样有所抬升。1 月前两周，GC007（上交所质押式回购利率）与 DR007 平均差值是 57BP，也是历史同期偏高水平。

综合上述三个资金利率表现，我们基本可以厘清当下资金面的一个事实。货币市场整体流动性充裕，然而不同市场参与者资金充裕程度分化极大。

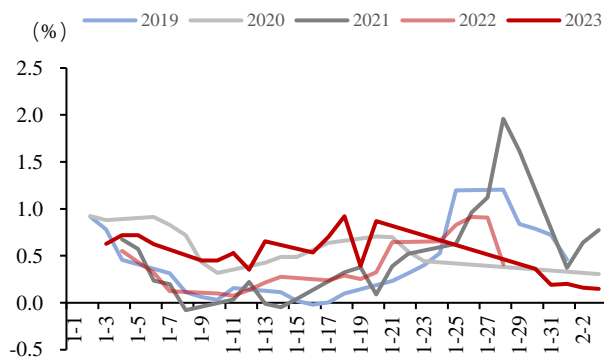
流动性分层显现较为明显，存款类机构（主要是银行）流动性充裕显著优于非银金融机构。

图1：R007-DR007 差值对比



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：GC007-DR007 差值对比



资料来源：wind，民生证券研究院

2 分析框架：中国拥有一个分层的货币市场架构

中国货币市场存在较为明显的层级结构，这既是理解货币市场微观运行机制的基础，也是我们理解流动性分层的出发点。

中国银行间债券回购市场，存在独有的流动性分层传导机制。

首先，银行间市场资金融出方主要是大型商业银行，尤其是国有商业银行。

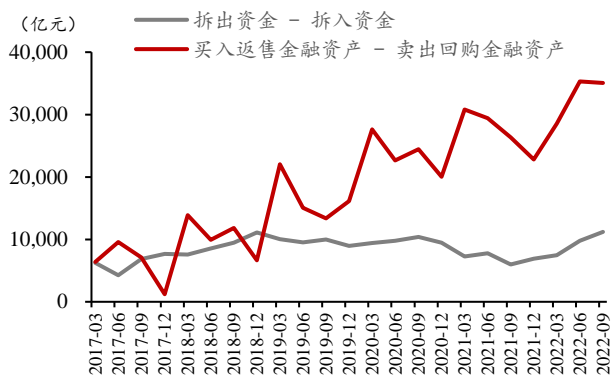
国有商业银行存款体量庞大，并且是央行公开市场操作直接的对手方，获取流动性极为便利，资金充沛。中国货币市场中，大行往往扮演资金融出方角色。

以六大国有商业银行为例，六家大行现金及存放央行款项，共占约 40% 的基础货币投放量。

截至 2022 年三季度，六家大行（中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行、邮储银行）买入返售金融资产与卖出回购金融资产差值，合计已达 3.5 万亿，拆出资金与拆入资金差值达 1.1 万亿。

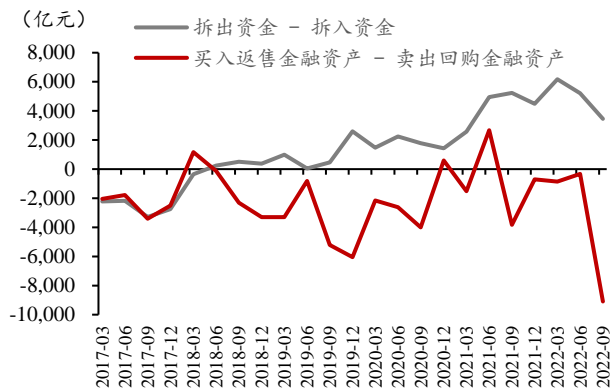
这些科目所对应的交易大部分发生在质押式回购市场，这也充分证明了，国有大行在货币市场上扮演资金融出方角色。

图3：国有大型商业银行净融出资金规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：国有大型商业银行包括：中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行、邮储银行。

图4：样本股份制商业银行净融出资金规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：样本股份制商业银行包括：中信银行、平安银行、浦发银行、招商银行、兴业银行、光大银行、浦发银行、民生银行、华夏银行。

其次，中小银行往往充当银行和非银之间的桥梁，扮演资金搬运者角色。

资金融通业务，尤其是逆回购，交易过程需要充分考虑交易对手的信用风险，所以中小银行在与大行进行资金交易时，相比于非银金融机构更具竞争力。

中小银行自身资金体量不如大型银行充裕，可以通过“从大行融入、向非银融出”的交易策略进行流动性管理。中小银行通过质押式回购，以较低价格从大行融入资金之后，再拆借给非银机构，从中获取利差。

我们选取的城商行和农商行样本银行，它们的资产负债表中，拆入资金-拆出资金，买入返售金融资产-卖出回购金融，两个轧差存在“一正一负”情况，说明中小银行在金融流动性市场充分扮演着这种角色。

最后，非银金融机构是货币市场的最终的“价格接受者”。

资金业务面临一定信用风险，银行对资金融入方一般都采取授信管理模式。许多非银机构（券商、基金、保险、信托、财务公司）无法直接从大银行融入资金，需要借道中小银行授信来融入资金。

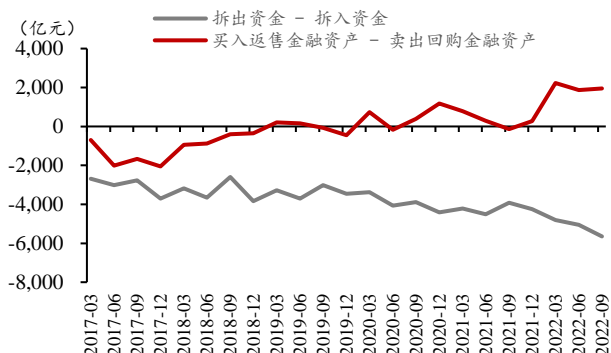
正因为存在这一流动性传导机制，非银机构融资成本往往高于银行融资成本。

中国当下实际的货币市场存在如下传导机制，亦构筑起了分层的流动性市场：“央行—大行—中小行—非银金融机构”。

DR007 度量存款类金融机构的融资利率（大行与中小行），R007 度量了（银行与银行，银行与非银、非银与非银）的融资利率。

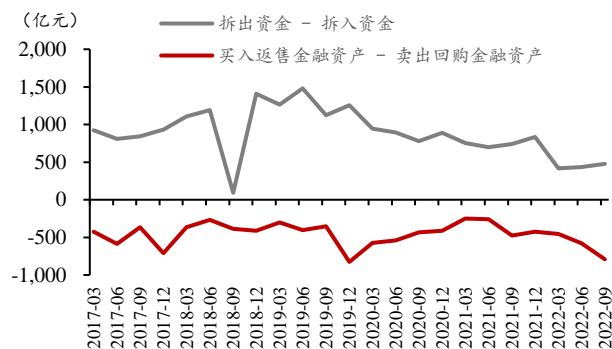
当前 DR001、DR007 水平都处于历史偏低的位置，而 R007 与交易所利率相对较高，这说明流动性分层现象明显，最大可能性在于，银行与非银或者非银与非银之间融资并不顺畅。

图5：样本城商行净融出资金规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：样本城商行包括：兰州银行、北京银行、西安银行、宁波银行、郑州银行、青岛银行、江苏银行、杭州银行、贵州银行、成都银行、南京银行、上海银行、厦门银行、长沙银行、齐鲁银行、重庆银行、贵阳银行。

图6：样本农商行净融出资金规模



资料来源：wind，民生证券研究院注：样本农商行包括：苏农银行，沪农银行，紫金银行，瑞丰银行，无锡银行，张家港行，青农商行，江阴银行，渝农商行，常熟银行。

3 诱发因素：理财赎回和监管扰动加剧流动性分层

银行间质押式回购采取 OTC 交易模式，交易定价主要跟两个变量相关：1、质押品；2、交易对手。

交易对手不变情况下，流动性分层更多起因质押品。我们认为当前或存在两个原因：

原因一，非银大规模赎回后债市调整，用于质押式回购抵押品的质量下降，非银整体融资利率因此抬升。

2022 年 11-12 月理财产品大规模赎回，大量资金由非银体系回流银行，仅 11 月和 12 月居民存款分别同比多增 1.5 万亿和 1 万亿。这一过程中，银行和非银机构行为发生变化。

商业银行增持债券资产，尤其是国债等高质量债券资产。

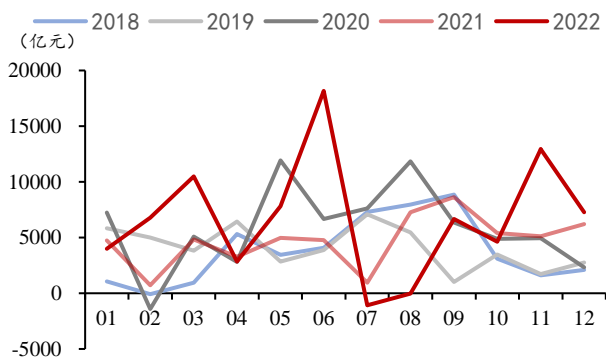
中债托管数据显示，商业银行配置债券规模 2022 年 11 月-12 月累计增加 2.0 万亿，其中国债多增 9352 亿，政策性银行债增持 7181 亿。

非银机构中的资金融出方，如现金管理类理财产品，可融出资金减少。与此同时，非法人产品大幅抛售债券资产以应对赎回压力。

理财赎回过程中，非法人机构抛售资产，不得已选择了流动性极好的优质资产，例如国债、政金债等。中债 2022 年 12 月托管数据显示，非法人产品债券托管规模 11、12 月分别下降 6963 亿、5098 亿，创历史同期最大降幅；其中，政策性银行债、商业银行债、国债 11 月-12 月累计减持规模分别为 4954 亿、3822 亿、1739 亿。

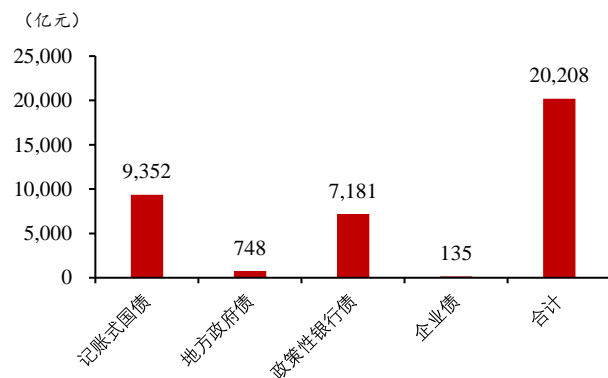
理财赎回潮余波仍在，非银持有资产质量不断降低，用于抵押的资产整体质量降低，客观上推高融资利率。

图7：商业银行债券托管规模当月变动



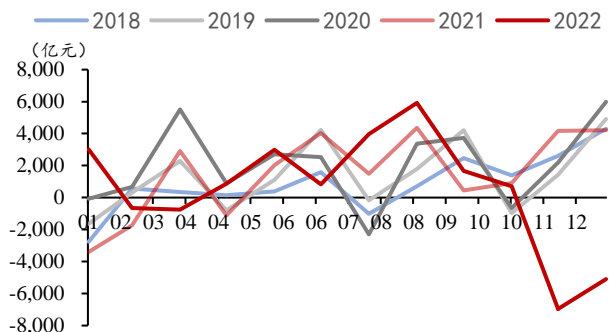
资料来源：wind，民生证券研究院

图8：商业银行债券托管规模 2022 年 11-12 月累计变动情况



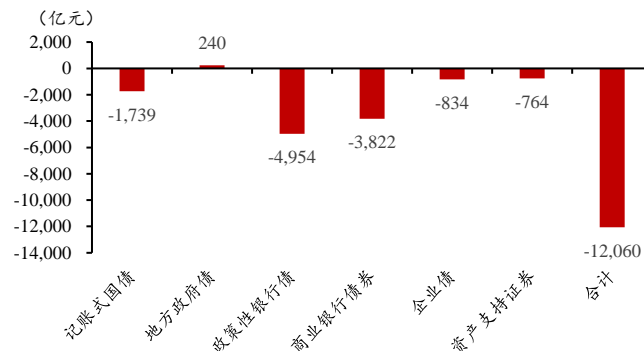
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：非法人产品债券托管规模当月变动



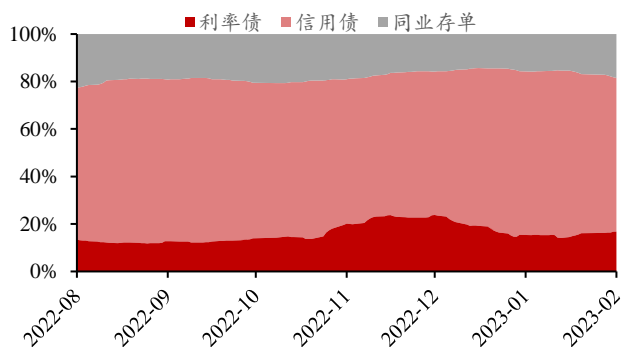
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：非法人产品债券托管规模 2022 年 11-12 月累计变动情况



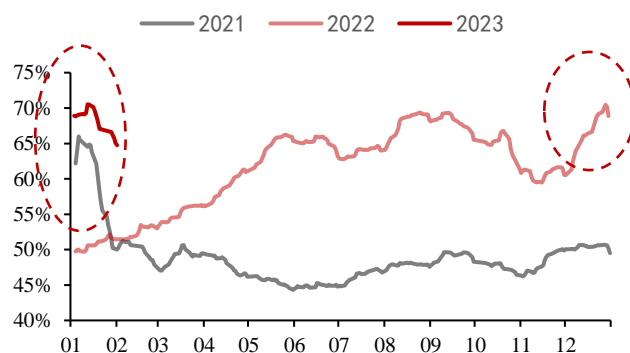
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：非银质押物结构



资料来源：CFETS，民生证券研究院

图12：非银质押式回购信用债占比



资料来源：CFETS，民生证券研究院

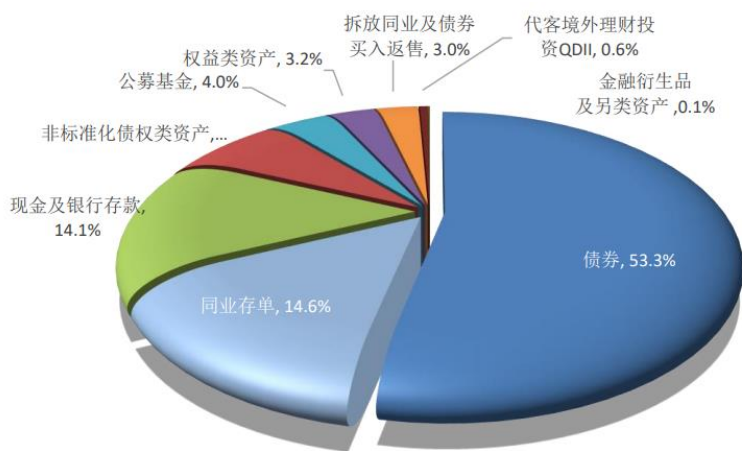
原因二，现金管理类理财产品整改过渡期结束，部分银行、理财产品对同业资金融业务的管理进行调整。

现金管理类理财产品整改过渡期在 2022 年末结束，其中要求“商业银行、理财产品采用科学合理的质押品估值方法，审慎确定质押品折扣系数，现金管理类理财产品与相关交易对手开展买入返售交易的，可接受的合格质押品应当与销售文件约定的投资范围保持一致。”

在过渡期临近结束前，部分理财产品可能仍在进行整改，对可接受的抵押品范围或抵押品折扣系数折进行调整。

而理财产品是信用债质押的重要融出方，整改结束后，非银金融机构与理财进行逆回购业务时，原先的抵押品可能不被接受，或者接受原先同样的抵押品，但利率报价有所上升，导致市场流动性分层加剧。

图13：理财产品持有现金和存款、拆放同业及买入返售资产



资料来源：2022 年上半年银行业理财产品年报，民生证券研究院

除理财产品监管扰动外，后续还有可能还有类似的扰动发生，例如新版巴塞尔协议Ⅲ逐步推行落地。

巴 III 框架下，银行二级资本债和永续债作为抵押品质量下降，而非法人产品是银行二级工具最大持有者。客观上非法人持有的资产质量下降。

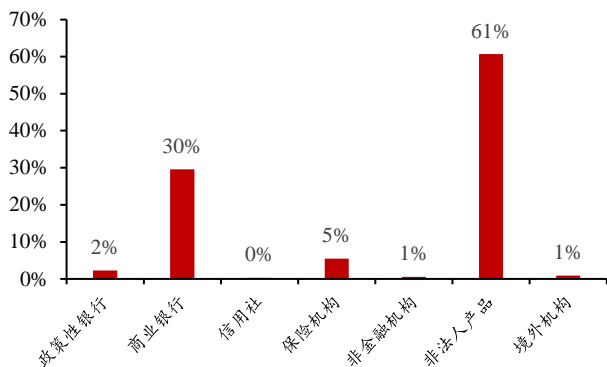
当前银行二级资本工具最大持有者是非银机构持有，这也就意味，一旦巴 III 新规推行，非银机构所持有的资产作为抵押品的质量下降，进而推升非银融资成本。

巴 III 新规还上调了银行持有同业资产的风险权重。而非法人产品如货币市场基金、理财产品等非银部门持有大量该类资产。

这意味对商业银行风险暴露（非短期风险）的风险权重从 25%上升至 40%，这样同样降低同业存单作为质押品的质量，从而提高非银融资成本。

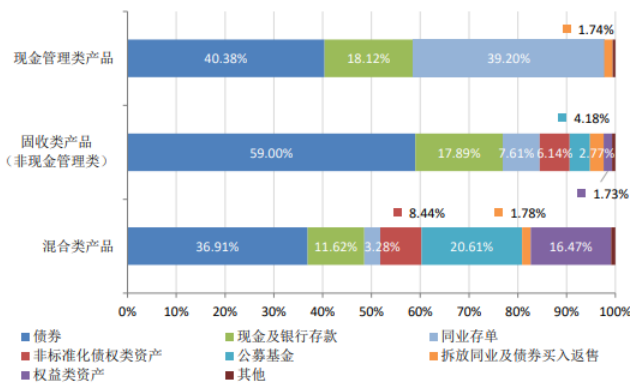
非银机构都是同业存单最大的持有者，理财产品持有的同业存单 4.64 万亿，约占同业存单市场的 50%左右。货币市场基金也持有大量的同业存单，这也意味，一旦巴 III 新规推行，非银持有的资产的质量会大幅下降，从而推升融资利率。

图14: 截至 2021 年 2 月银行二级资本工具持有者结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

图15: 2022 年上半年理财资产配置结构



资料来源: wind, 民生证券研究院

4 后市展望：短期内流动性分层或持续

当前流动性分层，根源在于高质量的金融资产从非银流向银行体系。一则起因居民储蓄搬家，从理财回流银行存款；二则监管扰动因素，例如规范现金管理类理财产品过渡期结束以及，或有的巴 III 监管提前应对。

其一，地产实质性企稳之前居民超额储蓄尚未释放，理财赎回现象也暂未完全结束，短期内资金流向仍是从非银回流银行。

居民减少理财产品配置实际上是风险偏好下降，以及各类资产在经济低迷时期低收益降低的结果。

居民短期内从理财产品当中流出的资金并不会重新流回理财产品，这就意味着当前非银资产质量下降的情况，只能依靠重新调整资产配置结构，以缓解流动性分层的局面，而在这个过程中会相对漫长，在短期内无法调整完毕。

其二，监管层面的因素短期扰动持续实际可能较长，商业银行监管指标和业务将面临较长时间调整，因此造成的流动性分层或延续。

现金管理类理财产品过渡期结束，导致理财同业资金业务规范度提高，需要一定时间才会完全消退。

而展望未来，如果国内在 2023 年实施新版巴 III，一旦正式落地，则会对银行体系乃至整个金融体系带来影响。一旦巴 III 新规推行，流动性分层的情况可能会比当前有所加剧，并持续较长时间。

类似监管扰动有历史参照经验，例如 2017 年开始，监管对商业银行引入了 MPA 新的考核机制。当时为满足 MPA 考核中流动性考核指标，如 LCR 等，银行机构对非银机构资金融出意愿下降，拉大了银行类机构的融资利率和非银类机构

的融资利率差值, R007 与 DR007 的差值持续抬升, 且长期保持在历史偏高水平, 一直持续到 2018 年年中, 才开始下行回到政策状态。

图16: R007 与 DR007 的差值



资料来源: wind, 民生证券研究院

5 风险提示

- 1) **新版巴塞尔协议Ⅲ推行进度不及预期。**若新版巴塞尔协议Ⅲ在国内推行时间晚于预期，可能会短期内流动性分层情况不会加剧，甚至边际上缓解当前流动性分层的局面。
- 2) **理财规模变动超预期。**若理财规模短期内大幅回升，会导致非银资产的质量提升，从而缓解当前非银融资的压力。
- 3) **货币政策超预期。**若由于央行货币政策超预期，会导致资金利率演化超出历史经验，从而影响对未来流动性分层情况的判断。

插图目录

图 1: R007-DR007 差值对比.....	3
图 2: GC007-DR007 差值对比.....	3
图 3: 国有大型商业银行净融出资金规模.....	4
图 4: 样本股份制商业银行净融出资金规模.....	4
图 5: 样本城商行净融出资金规模.....	5
图 6: 样本农商行净融出资金规模.....	5
图 7: 商业银行债券托管规模当月变动.....	6
图 8: 商业银行债券托管规模 2022 年 11-12 月累计变动情况.....	6
图 9: 非法人产品债券托管规模当月变动.....	7
图 10: 非法人产品债券托管规模 2022 年 11-12 月累计变动情况.....	7
图 11: 非银质押物结构.....	7
图 12: 非银质押式回购信用债占比.....	7
图 13: 理财产品持有现金和存款、拆放同业及买入返售资产.....	8
图 14: 截至 2021 年 2 月银行二级资本工具持有者结构.....	9
图 15: 2022 年上半年理财资产配置结构.....	9
图 16: R007 与 DR007 的差值.....	10

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