

**分析师：周君芝**

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理：吴彬

执业证号：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

本周以来，资金利率快速上行。首先可以排除的是季节性因素，因为2月并非传统缴税大月。然而令市场参与者疑惑的是，近期资金面收紧同时，还伴随着不同以往的市场结构特征，例如资金主要紧在大行，资金利率上行然而信用利差却在收窄。

近期资金面缘何骤然收紧，如何理解市场结构特征，未来资金面又该如何把握？

➤ 节后资金骤然转紧，即使央行大规模投放也未能缓解。

DR001近四个交易日上行110BP，从2月3日的1.27%上升至2月8日的2.37%。

DR001与DR007也一度倒挂，债券市场整体情绪偏弱，各期限利率均有所调整。

2月8日央行开展大力度流动性投放，单日净投放4860亿元。然而遗憾的是，即便如此大规模单日净投放，市场流动性紧张局面仍未缓解，资金利率继续上行。

➤ 令人困惑的是，本轮资金面偏紧，主要紧在大行。

中国资金市场存在一条“大行-中小型银行-非银”流动性传导机制。一般情况下，资金紧张多发在流动性传导机制的末端——非银环节。然而近期资金面收紧却不同以往，资金面主要紧在大行。

大行是市场的主要资金融出方，然而2月以来，六大国有商业银行在质押式回购市场净融出规模明显下滑，说明大行近期资金偏紧。

以质押式回购为例，选取逆回购-正回购的规模作为净融出资金指标，2月以来，国有商业银行的净融出规模远不如1月。2月前5个交易日平均净融出规模为2.5万亿，而1月同期是3.1万亿，环比下降近20%。

大行资金偏紧的另一个例证是，国有商业银行同业存单持续大量净发行，大行同业存单发行占比创历史同期新高。

2月以来，国有商业银行同业存单已经累计净发行1706亿元。2月以来国有商业银行，同业存单发行规模占比约20%，远超历史同期。

➤ 同样令人困惑的是，资金面偏紧，然而信用债利差反而下行。

因为存在一个流动性梯次传导环节，所以流动性紧张容易发生在非银环节。非银偏好持有信用债，一般情况下，当市场总量资金收紧时，信用利差往往上行。

然而此次资金面紧张同样打破了一般规律。2月以来资金利率上行同时，信用债利差却在持续收窄，似乎对资金紧张“脱敏”。

节前短债更受欢迎，近期这一趋势发生扭转。春节前表现良好的短期限信用债，近期受制于资金面压力，表现一般，部分品种利率甚至有所上行。

近期长期信用债表现反而好于短期限品种，并带动信用利差快速走低。信用债节奏快速切换，信用市场给出的信号似乎是当下“并不缺钱”。

相关研究

- 1.宏观专题研究：大宗商品怎么看？关注交易节奏-2023/02/07
- 2.全球大类资产跟踪周报：国内复苏交易暂缓，海外紧缩交易再起-2023/02/04
- 3.宏观专题研究：流动性分层的因和果-2023/02/04
- 4.美国1月非农就业数据点评：解密“疯狂”的非农数据-2023/02/04
- 5.宏观事件点评：2023年的财政“小算盘”-2023/02/04

2月以来令人费解的资金面收紧，主要有两点原因，一是财政节奏，二是理财波动。

➤ **节后资金面偏紧原因之一，财政跨年因素。**

财政存款是市场流动性的对立面。财政存款多增，市场流动性便会减少；反过来财政开始投放，财政存款减少，市场流动性多增。这就是财政存款对市场流动性的“虹吸效应”。近期资金面骤然收紧，有年初财政异动的因素。

首先是年初财政多收少支，财政虹吸市场流动性。

2021年四季度和2022年一季度，当时财政部给予中小企业延缓缴纳税费，累计约7000亿元。然而这些当时延期缴纳的税费，在今年1-2月需要补缴，规模共计4729亿元。

近两年1-2月需要缴纳税收总量约4万亿，相较之下4729亿元的税费补缴，这笔资金规模不小。何况2月本就是缴税小月，补缴税费导致今年2月税费缴纳规模显著高于往年同期水平。

此外，今年在两会之前，财政支出尚未完全发力。可以说3月初两会之前，财政呈现状态是多收少支“广积粮”，客观上导致财政虹吸了市场流动性，或是2月资金面偏紧的原因之一。

其次是“准财政”工具融资消耗市场流动性，尤其是大行流动性。

去年尚有1000元的政策性金融工具仍未使用，可在年初投放使用。算上杠杆效应，银行体系年初或投放4000亿元信贷规模。4000亿元的准财政投放必然消耗流动性，而且这笔准财政工具投放主要依靠大行，自然也就消耗了大行流动性。

我们预计今年新增准财政工具扩量，银行相关授信额度扩大。给定授信额度，银行倾向于信贷早投放，开年信贷投放规模或放量。

一个间接印证是1月票据转贴利率明显上行，国股行票据转贴利率一度上行47BP。

➤ **节后资金面偏紧原因之二，理财赎回余波暂稳，资金从大行存款撤出。**

去年11月至今年1月，理财大规模持续赎回。居民赎回理财之后，将资金转为存款，尤其是国有大行和股份制银行存款。数据上清晰显示，本轮理财赎回之后，大行和股份行存款规模增扩较多。

春节后，理财重新转为净流入，居民存款减少，理财增多。这种情况下，大行存款负债下降较快，大行负债端资金紧缺。

理财是信用债市场的主要参与方，信用债配置需求大。当理财转为净流入时，对信用债买盘增多，信用债利率下行，信用利差也随之收窄。

我们理解近期信用利差收窄，间接体现当前理财规模赎回潮暂缓。

➤ **2月资金骤然收紧之后，未来流动性怎么看？**

2月流动性表现同时受到财政和理财影响，这一影响未来或有淡化，从财政和理财因素推演3月流动性，表现会好于当下。

透过近期资金面表现，展望全年流动性趋势，我们需要把握两点。

第一，地产价格决定流动性走向。地产价格和地产销售若结束下滑趋势，则金融市场流动性便会迎来趋势性转向。在此之前，资金面变化应属波动。

第二，“中国式财政货币化”加大资金面波动。财政天然就会干扰流动性，而且不同形式的财政工具对流动性影响千差万别。预计2023年仍是财政扩张大年，但是财政投放的方向、作用方式或不同于2022年。预计2023年财政仍将牵制流动性

节奏。

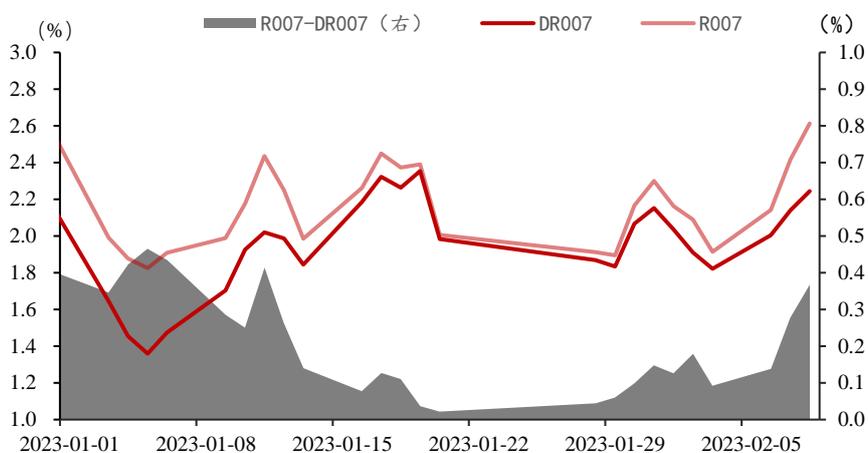
再来理解近期资金面因财政、理财等因素收紧，央行并未开展完美对冲，资金面波动客观存在，这又体现了央行怎样的意图？

去年理财赎回之后，为平抑金融市场波动，央行压低利率并保证资金面平稳。若2023年市场迎来一个利率上行趋势，那么当下应该给予信号，提醒市场未来资金面的趋势变化。

我们理解节后资金面波动加大，或许也是央行的一个信号：过去三个月的低利率、低波动资金面，未来或将迎来变化。

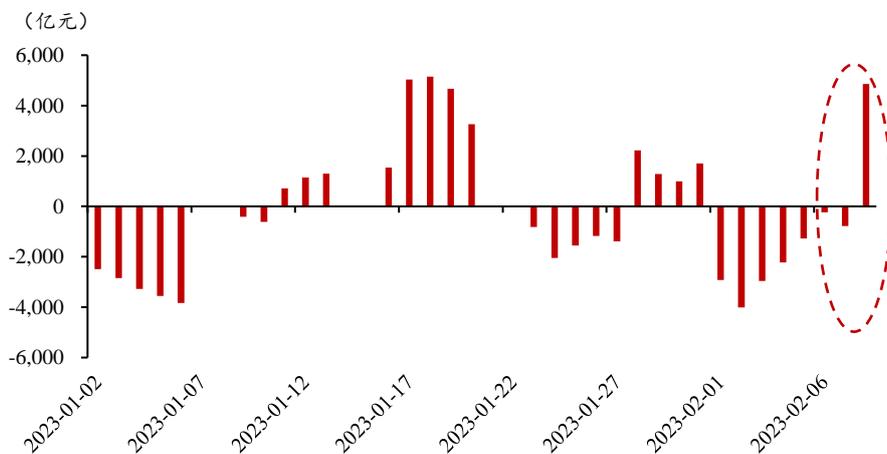
➤ **风险提示：央行净投放超预期，财政支出不及预期，理财赎回超预期**

图 1：资金利率上行



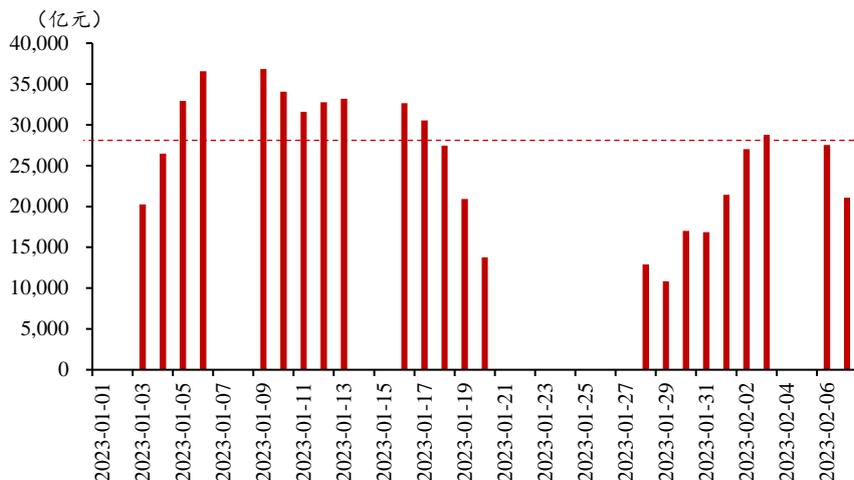
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 2：央行公开市场操作净投放规模



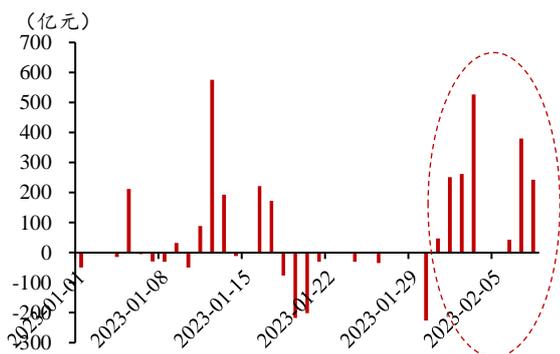
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 3：国有大型商业银行质押式回购净融出规模



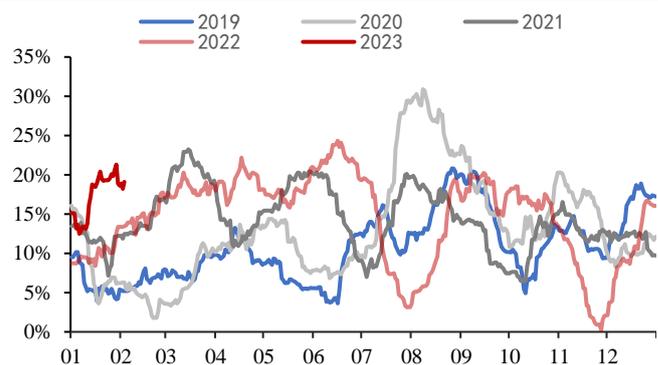
资料来源：CFETS，民生证券研究院。

图 4：国有大型商业银行同业存单净发行规模



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：国有大型商业银行同业存单发行占比



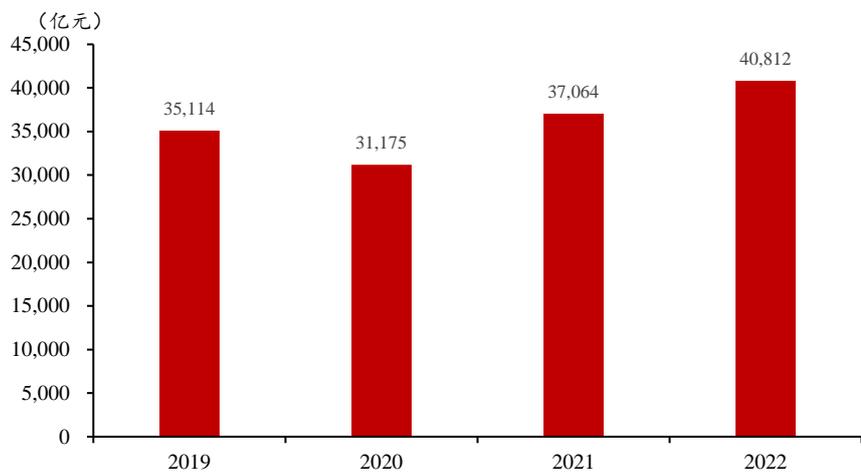
资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：信用利差



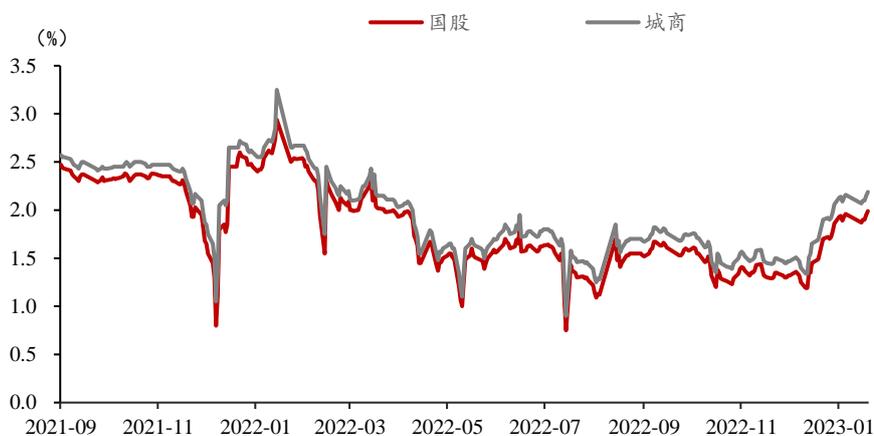
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 7：1-2 月累计税收收入



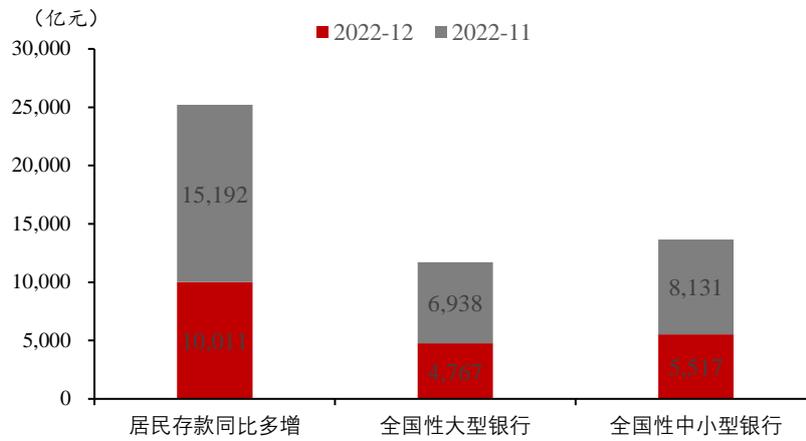
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 8：票据转贴利率



资料来源：wind，民生证券研究院。

图 9：2022 年 11-12 月居民存款多增及其分布



资料来源：wind，民生证券研究院；注：全国性中小型银行主要包括股份制银行

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