

## 为何近期资金面收紧？

2023年08月26日

**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

8月15日央行超预期降息，加大逆回购投放力度。但反常的是，资金面反而边际收紧，DR001显著上行。近期离岸市场人民币资金也较为紧张，香港隔夜人民币拆借利率一度飙升。近期在案和离岸资金面缘何收紧？

**8月中下旬以来国有大行资金供给显著减少，在岸资金面应声转紧。**

资金市场中，国有大行一直扮演着资金供给方角色，尤其今年以来国有大行融资融出规模与DR001波动高度一致。资金面松紧，我们首先观察大行融出行为。

近几个交易日国有大行资金供给显著下降。国有大行单日质押式回购净融出规模从8月14日的4.3万亿快速下滑，最低降至3.2万亿，DR001同步从1.3%上行至1.9%。

**8月下旬资金面偏紧，我们认为主要原因还是在专项债供给增多。**

缴税是资金面收紧的原因，但应该不是最重要的。8月15日是本月税期，一般税期附近交易日，国有大行资金供给均会显著下降。但本月税期前后，国有大行融出资金规模波动超过往年，税起因素不是最关键的。

专项债供给增大，或是近期资金面偏紧的主要原因。今年专项债额度需要在9月发行完毕。4-7月发行节奏偏慢，8月下旬专项债才加快发行，对资金面带来一定扰动。本周地方政府债发行规模达4501亿元，创年内单周发行规模新高。

近期机构的资金需求仍高，偏紧的供给（大行融出）和偏旺的需求（机构资金融入）共振，8月下旬以来资金面持续偏紧。

本月15日央行超预期降息后，非银机构加杠杆诉求仍强，资金面需求边际走高，国有大行资金供给减少，基金、保险、证券等机构单日拆入资金规模反而偏平稳，并未看到明显降幅。说明大行之外的机构对资金融入需求仍然旺盛。

**离岸资金收紧或是央行为打击离岸汇率空头，与银行间市场流动性无关**

与之前资金面收紧不同，近期离岸CNH资金面也同步有所收紧。我们认为离岸CNH资金收紧可能与央行有意打击离岸市场上的人民币空头有关。

央行近期在港增加央票发行，有意回CNH流动性。这一动作或带动作为离岸市场人民币供给主体的境外中资行，融出CNH的意愿减弱，导致离岸资金利率抬升。一旦离岸人民币融资成本抬升，迫使借人民币资金购买其他货币资产的头寸被迫平仓，从而达到抑制汇率单边投机行为的目的。

反观，当前银行间资金利率有所抬升，但银行间外汇掉期报价并没有同步大幅抬升，说明银行间市场资金利率抬升并不是打击汇率空头所致。

**相关研究**

- 1.大宗系列研究（二）：油价中枢会否上移？-2023/08/24
- 2.宏观专题研究：地产的历史“大变局”-2023/08/23
- 3.中国出口新纪元系列（一）：中国出口的升级之路-2023/08/22
- 4.2023年8月LPR下调点评：为何5年期LPR岿然不动？-2023/08/21
- 5.全球大类资产跟踪周报：美元再度走强-2023/08/20

➤ **离岸市场上抑制汇率单边投机，并不会引发银行间市场资金同步收紧**

离岸资金紧张会不会向在岸市场传导？我们认为可能性不大。

**其一，离岸市场与银行间市场的资金融入方不同，离岸资金需求向银行间市场传导的可能性不大。** 资金需求方主要以境外投资机构为主，但境外投资机构在境内银行间市场离岸市场的参与活跃度相对有限，资金需求不会传导至银行间市场。

**其二，离岸市场融资需求规模相较于银行间市场要小的多。** 根据香港金管局披露的数据，2022年4月香港市场 CNH 相关的成交规模约每天 1700 亿美元，而银行间质押式回购市场近期平均每天 8 万亿人民币的成交量，两者相差悬殊。

➤ **不用太过担忧当下资金面短期收紧冲击，我们预计未来资金面重回宽松。**

近期银行间资金面收紧诱因颇多，其中主因是地方政府债供给增大。供给增多只是短期扰动，货币市场松紧的阀门最终还在央行手中。

化解债务风险和利率中枢下行大趋势下，流动性仍将持续保持宽松。短期债券供给增多只是扰动，未来央行仍会加大力度对冲。

**我们预计 9 月或迎来降准，流动性格局或将好于当下。**

➤ **风险提示：** 货币政策超预期，离岸人民币市场波动超预期

**图1：国有大行净融出规模 vs DR001**



资料来源：wind，民生证券研究院

**图2：地方政府债每周发行规模**



资料来源：wind，民生证券研究院

图3: CNH HIBOR 利率抬升



资料来源: wind, 民生证券研究院

图4: USDCNH 掉期报价抬升



资料来源: wind, 民生证券研究院

## 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