

银行

降准后资金偏紧的微观逻辑

事件：5月15日，年内首次降准正式落地，预计释放长期流动性约1万亿。但5月16日DR001环比上行22bp至1.63%，高出7天OMO利率23bp，资金面一度明显收紧。从银行微观逻辑上看，我们认为可以归纳为三个方面的因素：

1. 跨季之后4-5月份中上旬信贷出现大幅回落，司库基于降准预期大幅扩表

由于今年信贷前置倾向更加明显，跨季之后的4-5月份中上旬信贷投放出现大幅回落，预计5月信贷规划目标较弱，司库预期未来资金运用需求压力不大。另一方面，15日降准1万亿资金落地，导致司库在5月中旬出现剧烈扩表，特别是国有大行净融出提升幅度近万亿，一度高达4万亿规模。

2. 银行负债久期偏短，资金到期相对集中

银行基于可预期的存款利率下行，通过管控负债久期降低利率风险，但却导致负债端稳定性下降。与此同时，市场类负债（央行+同业）久期同样偏短，导致资金到期相对集中。

3. 预计5月买断式逆回购或实现“错峰缩量”投放，司库转为大幅缩表

一般情况下，买断式逆回购（全文简称MDS）询量询价时间多集中在10-15日，资金到期和到账则集中在15-20日。预计5月MDS询量询价时间相对晚一点，主要是考虑15日降准1万亿资金、5月信贷投放或延续偏弱，旨在避免增量投放过多流动性导致资金淤积。15日降准1万亿资金落地后，预计当日国有大行MDS到期量相对较大，静态看可能对冲了大部分降准资金。但由于5月税期临近、MDS错峰落地以及增量资金有限等因素，未来一段时期资金出款相对密集，导致司库大幅缩表，5月16日净融出降幅约8000亿，资金一度较为紧张。

4. 预计隔夜资金1.7%的高价不可持续

综合来看，降准后的资金收紧或为阶段性紧张行情，主要受MDS“错峰缩量”投放、司库扩表缩表剧烈切换等偶发性因素影响。由于二季度整体信贷依然偏弱，预计资金面总体平稳，但后续边际上资金存在小幅收敛的可能。

风险提示：资金面超预期收紧；推测不符合实际情况

证券研究报告

2025年05月20日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

刘杰

分析师

SAC执业证书编号：S1110523110002

liujie@tfzq.com

曹旭冉

联系人

caoxuran@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《银行-行业专题研究:4月金融数据点评:信贷“小月更小”》2025-05-16
- 《银行-行业专题研究:从银行视角解读25Q1货币政策执行报告》2025-05-15
- 《银行-行业深度研究:双重属性视角下的票据分析框架》2025-05-06

内容目录

1. 跨季之后 4-5 月份中上旬信贷出现大幅回落，司库基于降准预期大幅扩表.....	3
2. 银行负债久期偏短，资金到期相对集中.....	3
3. 预计 5 月买断式逆回购或实现“错峰缩量”投放，司库转为大幅缩表.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

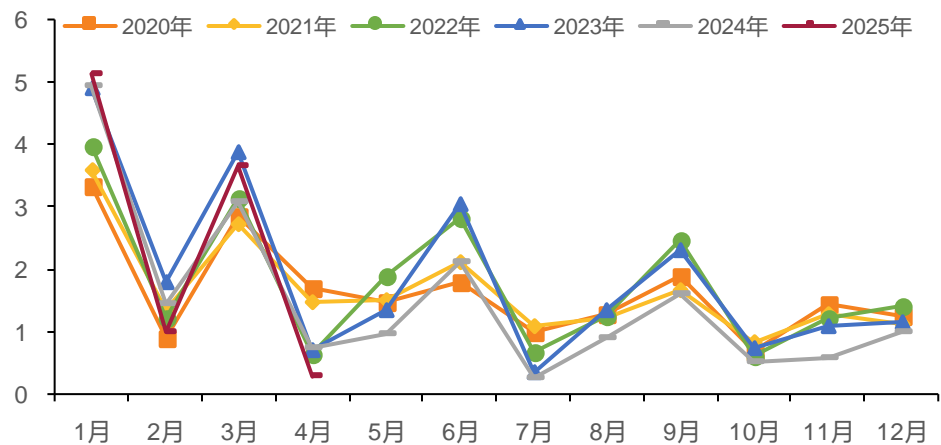
图 1：2025 年 4 月人民币信贷增量大幅回落（单位：万亿元）.....	3
图 2：11 家样本银行 2024 年存款久期明显下降.....	4
图 3：央行资金净投放结构（单位：万亿元）.....	4
图 4：银行同业存单净融资结构（单位：千亿元）.....	4

5月15日，年内首次降准正式落地，预计释放长期流动性约1万亿。一般而言，降准提供了低成本长期资金，资金面本应转松。但本次降准落地后，资金面却边际收敛，5月16日DR001甚至环比上行22bp至1.63%，高出7天OMO利率23bp。我们认为，这一现象背后的微观逻辑或为，买断式逆回购“错峰缩量”和银行司库扩表缩量剧烈切换共振下的资金面阶段性收紧。

1. 跨季之后 4-5 月份中上旬信贷出现大幅回落，司库基于降准预期大幅扩表

预期资金运用需求压力不大，降准前期司库大幅扩表。一方面，由于今年信贷前置倾向更加明显，跨季之后的4-5月份中上旬信贷投放出现大幅回落。受此影响，预计5月信贷规划目标较弱，司库预期未来资金运用需求压力不大。2025Q1人民币贷款增量达9.78万亿，同比多增3200亿，但4月人民币信贷新增2800亿，同比大幅少增4500亿，增量明显回落。另一方面，15日降准1万亿资金落地，导致司库在5月中旬出现剧烈扩表，特别是国有大行净融出提升幅度近万亿，一度高达4万亿规模。

图 1：2025 年 4 月人民币信贷增量大幅回落（单位：万亿元）



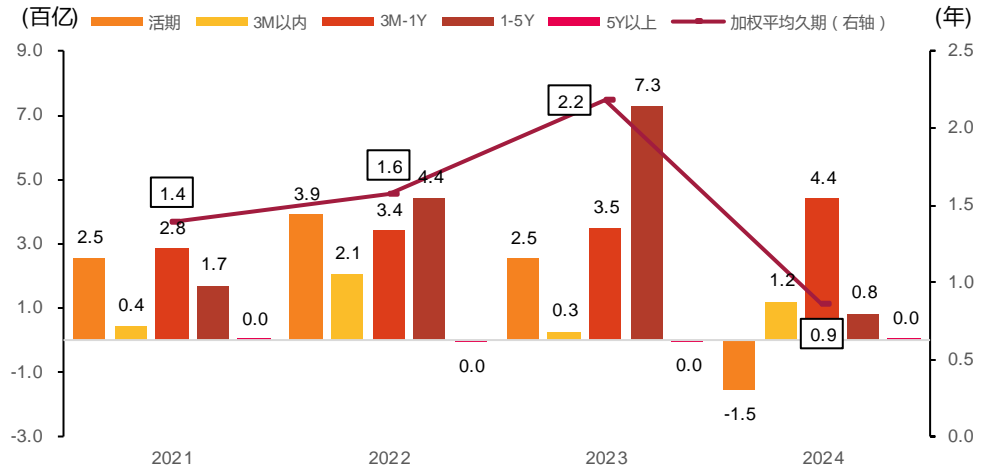
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 银行负债久期偏短，资金到期相对集中

银行基于可预期的存款利率下行，通过管控负债久期降低利率风险，但却导致负债端稳定性下降。与此同时，市场类负债（央行+同业）久期同样偏短，导致资金到期相对集中。具体而言：

一方面，银行一般性存款主动降久期以缓解利率风险。由于存款只能到期续作，一般情况下其重定价周期相较于贷款偏长。随着息差收窄压力加大，为更快匹配较低的存款利率以降低负债成本压力，银行主动推进存款降久期。以11家样本银行为例，2024年加权平均久期较2023年明显下滑，增量存款集中于3M-1Y期限，1-5Y长期存款已大幅少增。

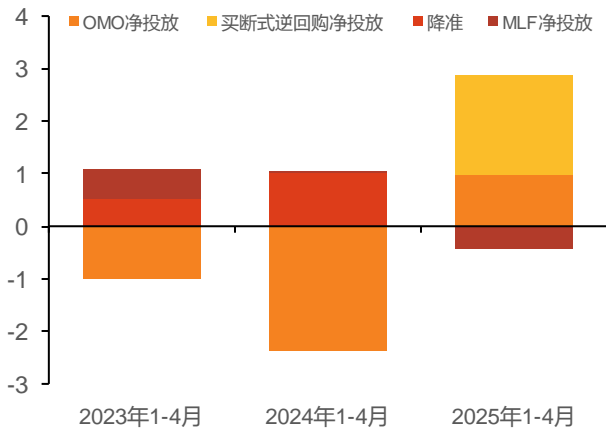
图 2：11 家样本银行 2024 年存款久期明显下降



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

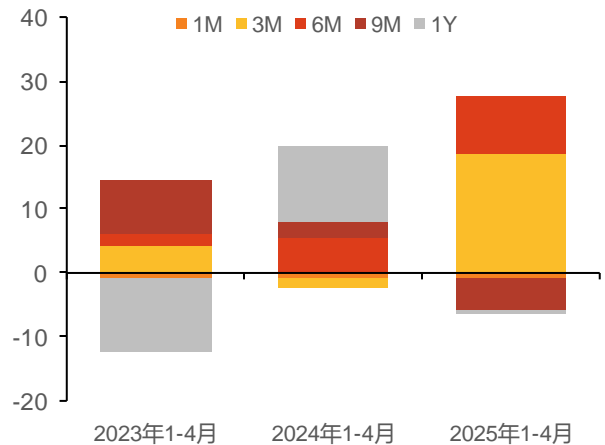
另一方面，市场类负债呈现短钱与长钱失衡格局。2024 年以来一般性存款增长压力较大，银行对同业负债的依赖被动提升，但今年以来此类负债呈现短钱与长钱明显失衡的格局。2025 年 1-4 月，央行净投放明显以 OMO 投放、买断式逆回购等短期资金为主，银行同业存单净融资也以 3M-6M 的短期限为主。

图 3：央行资金净投放结构（单位：万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：银行同业存单净融资结构（单位：千亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 预计 5 月买断式逆回购或实现“错峰缩量”投放，司库转为大幅缩量

一般情况下，预计买断式逆回购（全文简称 MDS）询量询价时间集中在 10-15 日，资金到期和到账则集中在 15-20 日。

预计 5 月 MDS 操作与降准错期开展，但这会导致降准效果被大量对冲。5 月 15 日全面降准 0.5pct 会释放约一万亿流动性。并且，5 月信贷料也延续 4 月同比少增的走弱趋势。若 MDS 按照此前常规时点于 15 日开始资金到账，则会导致当日存在一万亿以上的资金投放。因此，为避免流动性增量投放过多导致资金淤积，5 月 MDS 询量询价时间可能相对较晚。但 5 月 15 日降准资金落地后，预计当日国有大行 MDS 到期量相对较大，静态看可能对冲了大部分降准资金。本月有 9000 亿 3 个月期 MDS 到期。

预计 5 月 MDS 操作缩量。一方面，5 月资金面更加宽松，存单发行利率明显下行，5 月 3M 同业存单发行利率中枢为 1.71%，较 4 月下降 12bp，MDS 性价比降低，银行对其需

求可能有所减少。另一方面，比起增量投放资金，近期央行更倾向于用中长期资金置换短期资金。因此，预计5月MDS存在大幅缩量的可能。

考虑5月税期临近、MDS错峰落地以及增量资金有限等因素，未来一段时期资金出款相对密集，导致司库大幅缩表，5月16日净融出降幅约8000亿，故资金一度较为紧张。

往后展望，预计隔夜资金1.7%的高价不可持续。降准后的资金收紧或为阶段性紧张行情，主要受MDS“错峰缩量”投放、司库扩表缩表剧烈切换等偶发性因素影响。由于二季度整体信贷依然偏弱，预计资金面总体平稳，但后续边际上资金存在小幅收敛的可能。

4. 风险提示

资金面超预期收紧；推测不符合实际情况。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com