

货币政策与流动性观察

资金面为何骤紧？

核心观点

资金面为何骤紧？

10月下旬以来，资金市场利率快速上行。此次利率的快速收紧，是多重因素共同作用的结果。除传统上10月底“跨月+税期”的叠加外，还有信贷回暖以及财政行为的影响，机构高杠杆进一步加剧了资金波动。

主导因素：跨月+税期

市场历来存在“月末效应”和“季末效应”的说法。究其原因，与监管机构对银行的考核有直接联系。在诸多监管指标中，对资金面影响较大的是“流动性风险”。银保监会考核的形式为月度报送、时点考核，商业银行为满足监管要求，通常在月末时点对流动性加强管控，融出意愿下降，市场上随之而来的流动性波动被称为“月末效应”。

此外，10月份受国庆假期影响，缴税截至日期相应延后至25日，对资金面的扰动可能延续至27-28日，与“月末效应”叠加后使10月底资金面呈现偏紧的情况。

其它因素：信贷投放与财政行为

在政策的鼓励和引导下，信贷投放持续回暖。10月信贷投放大概率将延续修复态势，此前沉淀在银行体系内的超额流动性将随信贷扩张被逐步消耗。

财政行为方面，一是财政收支缺口扩大拖累支出增速。考虑到财政支出一般在月末较为集中，10月若支出力度减弱也将加剧资金面的紧张。二是地方结存专项债限额将在10月底前集中发行完毕，政府债发行小高峰也将对资金面构成扰动。

前瞻：年内资金面将保持稳定

前瞻地看，在“宽货币”向“宽信用”转换的关键进程中，央行仍将呵护货币市场流动性的基本稳定。年内资金仍将维持“合理充裕略微偏多”的状态，随着“宽信用”的逐步落地，资金利率或温和向政策利率锚靠拢，四季度小幅降准的可能性依然存在。

流动性观察

外部环境方面，欧央行加息75bp，日央行坚守宽松的货币政策。

国内利率方面，上周（10月24-28日）超短端利率上行，商业银行同业存单发行利率基本稳定。

国内流动性方面，上周（10月24-28日）央行重启千亿级别逆回购，净投放8400亿元。

债券发行方面，上周（10月24-28日）政府债净融资1502.3亿元；同业存单净融资-3618.2亿元；企业债券净融资-170.4亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

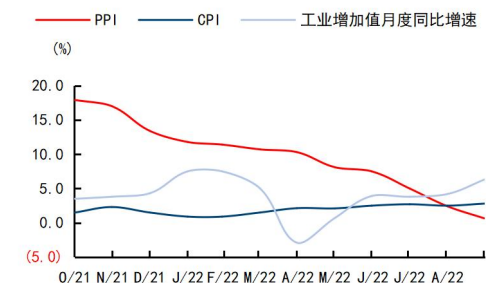
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.90
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	5.70
M2	12.10

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《宏观经济宏观周报-10月以来国信宏观扩散指数维持震荡格局》——2022-10-25

《货币政策与流动性观察-MLF等额续作的下一步》——2022-10-25

《货币政策与流动性观察-关注“宽信用”持续性》——2022-10-17

《宏观经济宏观周报-四季度国内通胀同比或保持偏低水平》——2022-10-17

《货币政策与流动性观察-年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡》——2022-10-11

内容目录

周观点：资金面为何骤紧？	4
主导因素：跨月+税期	4
其它因素：信贷投放与财政行为	5
前瞻：年内资金面将保持稳定	5
流动性观察	6
外部环境：各国央行政策分化	6
国内利率：利率小幅上行	7
国内流动性：央行重启千亿级别逆回购	9
债券融资：政府融资边际放缓	11
汇率：美元指数小幅回落	12
免责声明	13

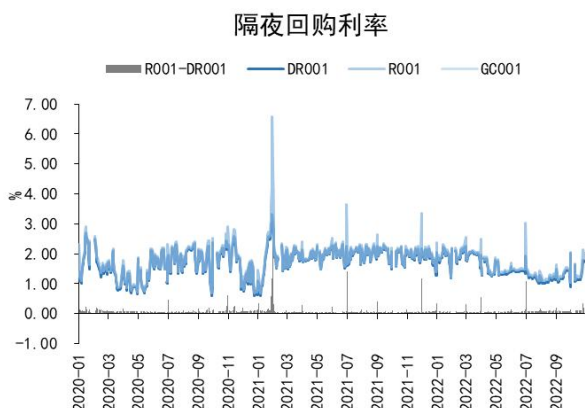
图表目录

图1: 近期隔夜回购利率快速上行	4
图2: 近期7天回购利率快速上行	4
图3: 央行9月投放流动性次月回收	5
图4: 9月土地出让金再度回落	5
图5: 美联储关键短端利率	6
图6: 欧央行关键短端利率	6
图7: 日央行关键短端利率	6
图8: 主要央行资产负债表相对变化	6
图9: 央行关键利率	7
图10: LPR 利率	7
图11: 短端市场利率与政策锚	8
图12: 中期利率与政策锚	8
图13: 短端流动性分层观察	8
图14: 中长端流动性分层观察	8
图15: SHIBOR 报价利率	8
图16: 中美利差	8
图17: “三档两优”准备金体系	9
图18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图19: 7天逆回购到期与投放	9
图20: 14天逆回购到期与投放	9
图21: MLF 投放跟踪	10
图22: MLF 投放季节性	10
图23: 银行间回购成交量	10
图24: 上交所回购成交量	10
图25: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图26: 政府债券与同业存单净融资	11
图27: 企业债券净融资与结构	11
图28: 主要货币指数走势	12
图29: 人民币汇率	12

周观点：资金面为何骤紧？

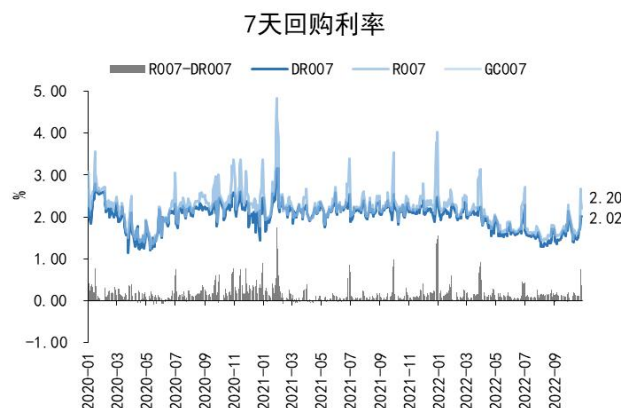
10月下旬以来，资金市场利率快速上行。央行随即加大逆回购投放力度，25日（上周一）重启千亿级投放，上周净投放资金8400亿。但截至10月27日（上周四），代表存款类金融机构质押回购融资成本的DR001和DR007较前一周分别上升57bp和50bp；代表非银机构的上交所质押式回购利率GC001和GC007上行幅度更为明显，分别上升59bp和57bp。

图1：近期隔夜回购利率快速上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：近期7天回购利率快速上行



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

此次货币市场利率的快速收紧，是多重因素共同作用的结果。除传统上10月底“跨月+税期”的叠加外，还有信贷回暖以及财政行为的影响，机构高杠杆进一步加剧了资金波动。

主导因素：跨月+税期

在我国“央行—一级交易商—商业银行—非银机构—实体经济”的流动性传导体系下，作为重要的货币传导和派生枢纽，理解商业银行的行为是理解货币市场波动的关键之一。

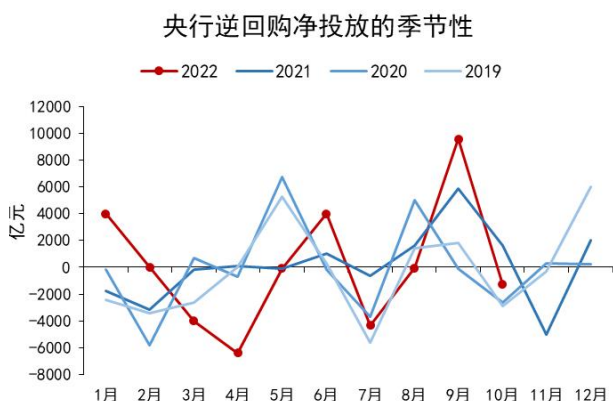
市场历来存在资金面“月末效应”和“季末效应”的说法。究其原因，与银保监会与人民银行两大监管机构对银行的考核有直接联系。10月并非季末，因此“月末效应”更为突出。银保监会根据去年9月颁布的《商业银行监管评级办法》，对银行开展月度考核。《商业银行监管评级办法》是在原先“CAMELS+”7指标监管体系上发展而来，共有9项考核要素，包括：资本充足（15%）、资产质量（15%）、公司治理与管理质量（20%）、盈利状况（5%）、流动性风险（15%）、市场风险（10%）、数据治理（5%）、信息科技风险（10%）、机构差异化要素（5%）。

诸多指标中，对资金面影响较大的是“流动性风险”。因银保监会考核的形式为月度报送、时点考核，商业银行为满足监管要求，通常在月末时点对流动性加强管控，融出意愿下降，市场上随之而来的流动性波动被称为“月末效应”。以流动性覆盖率（LCR）为例：流动性覆盖率为“合格流动性资产”与“未来30天现金净流出”的商。在面对临时性考核压力时，为减少对常规业务的干扰，银行更加偏好使用“分母策略”，即减少资金市场融出或加大融入，其最终效果都会导致货币市场流动性出现波动。

此外，10月份受国庆假期影响，缴税截至日期相应延后至25日，对资金面的扰

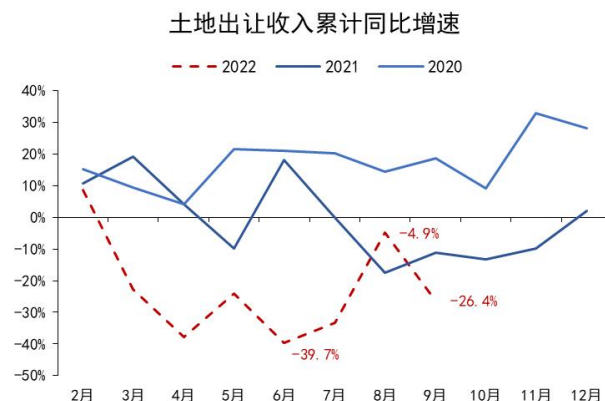
动可能延续至 27-28 日，与“月末效应”叠加后使 10 月底资金面呈现偏紧的情况。

图3：央行9月投放流动性次月回收



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：9月土地出让金再度回落



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

其它因素：信贷投放与财政行为

除“跨月+税期”的传统因素外，今年 10 月底流动性趋紧还受到两个额外因素的影响：信贷投放与财政行为。

在政策的鼓励和引导下，信贷投放持续回暖。9 月新增信贷 2.47 万亿，创下历史同期新高，且信贷结构有所改善。在“金融支持实体经济”的总方针指引下，叠加央行结构性信贷工具、政策性开发性金融工具的撬动，10 月信贷投放大概率将延续修复态势，此前沉淀在银行体系内的超额流动性将随信贷扩张被逐步消耗。

财政行为方面，主要包括政府支出下滑和专项债集中发行两方面因素。

一是财政收支缺口扩大拖累支出增速。9 月财政收入再度回落（剔除退税的一般公共预算收入增速环比下行 0.9pct 至 8.4%；土地出让收入增速环比下行 21.5pct 至 -26.4%），叠加今年“财政前置”特征，四季度财政支出压力较大。10 月初发布的《财预 126 号文》可能进一步约束地方政府卖地及非税收入。考虑到财政支出一般在月末较为集中，10 月若支出力度减弱也将加剧资金面的紧张。二是地方结存专项债限额将在 10 月底前集中发行完毕，政府债发行小高峰也将对资金面构成扰动。

前瞻：年内资金面将保持稳定

前瞻地看，在“宽货币”向“宽信用”转换的关键进程中，央行仍将呵护货币市场流动性的基本稳定。年内资金仍将维持“合理充裕略微偏多”的状态，随着“宽信用”的逐步落地，资金利率或温和向政策利率锚靠拢，四季度小幅降准的可能性依然存在。

流动性观察

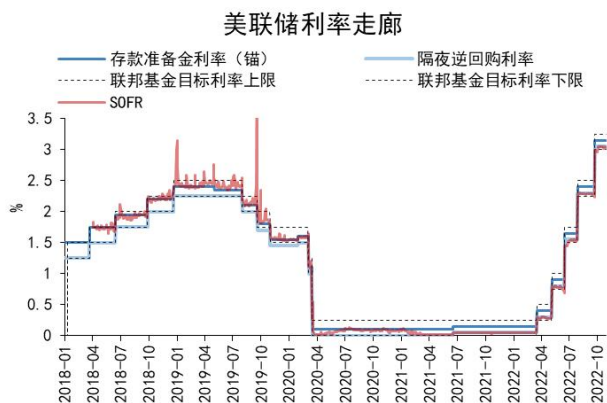
外部环境：各国央行政策分化

美联储

美国政策利率目标区间保持在 3-3.25%，两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.15% 和 3.05%。上周四（10 月 27 日）SOFR 利率较前一周（10 月 20 日）基本保持稳定，上升 1bp 至 3.04%。

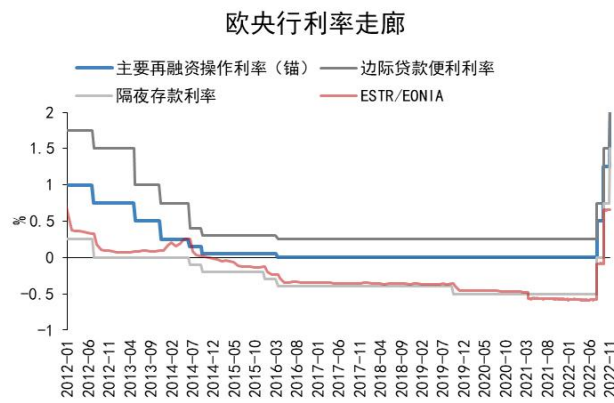
截至 10 月 24 日，美联储资产负债表规模为 8.72 万亿美元，较前一周（10 月 12 日）减少 208.3 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 97.3%。

图5：美联储关键短端利率



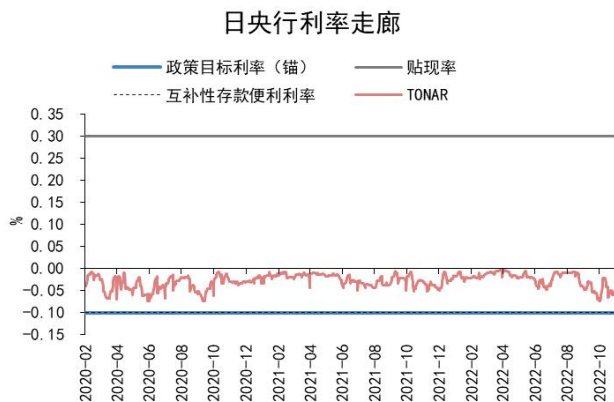
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



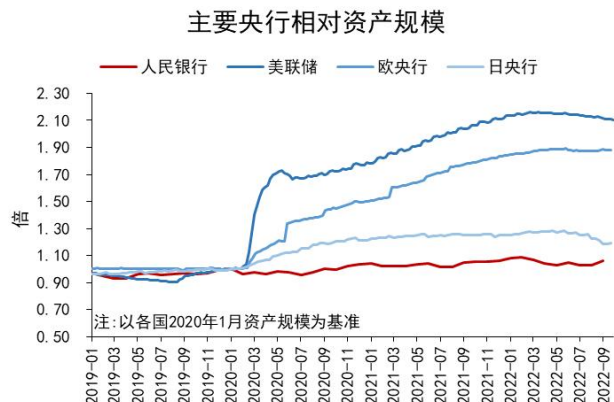
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

中欧时间 10 月 27 日，欧央行宣布年内第三次加息，加息幅度为 75bp，生效日期为 11 月 2 日。生效后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.00%、2.25% 和 1.5%。欧元短期利率（ESTR）上周四（10 月 27 日）较前一周（10 月 20 日）保持不变，位于 0.66%。

日央行

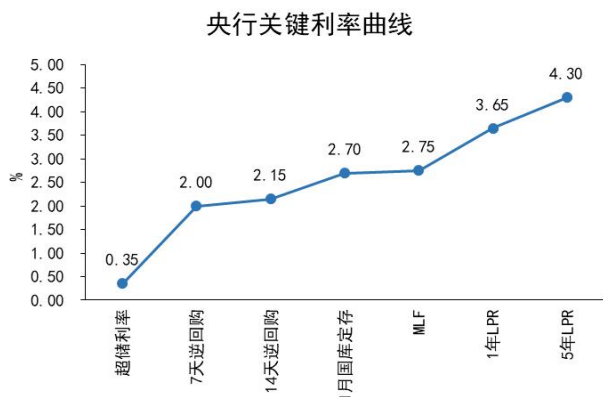
东京时间 10 月 28 日，日央行宣布维持三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3% 和 -0.1% 不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，以便将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（10 月 28 日）较前一周（10 月 21 日）保持不变，位于-0.05%。

国内利率：利率小幅上行

央行关键利率

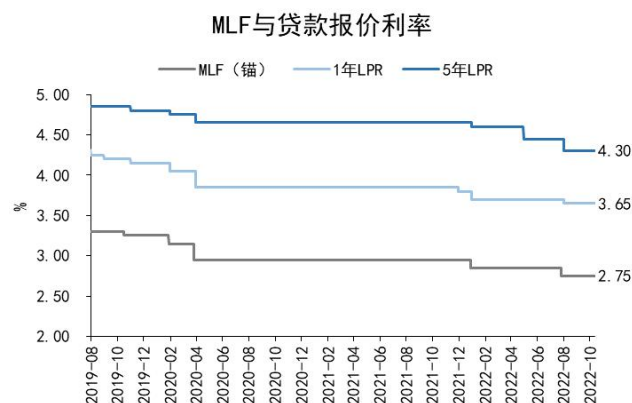
10 月 20 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR 利率



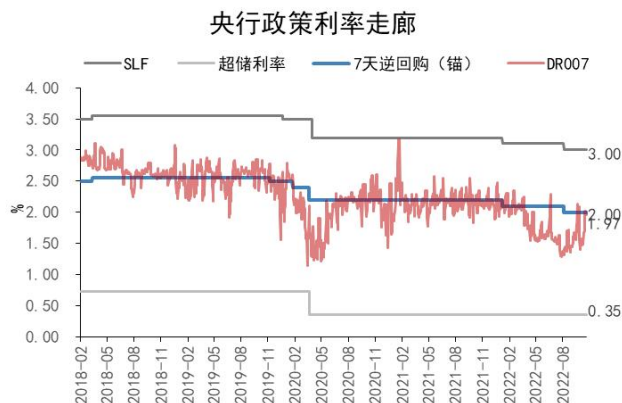
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，上周隔夜利率小幅上行，七天利率上行趋势明显。上周五（10 月 28 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（10 月 21 日）分别上升 7bp、9bp 和 7bp；而 R007、DR007、GC007 分别上升 30bp、29bp、30bp。

中长端利率方面，不同性质银行间出现分化。上周五（10 月 28 日）国有行发行利率较前一周（10 月 21 日）保持稳定，为 2.03%；股份行发行利率较前一周（10 月 21 日）小幅下行 3bp 至 2.06%；城商行发行利率较前一周（10 月 21 日）小幅上行 5bp 至 2.31%。

图11: 短端市场利率与政策锚



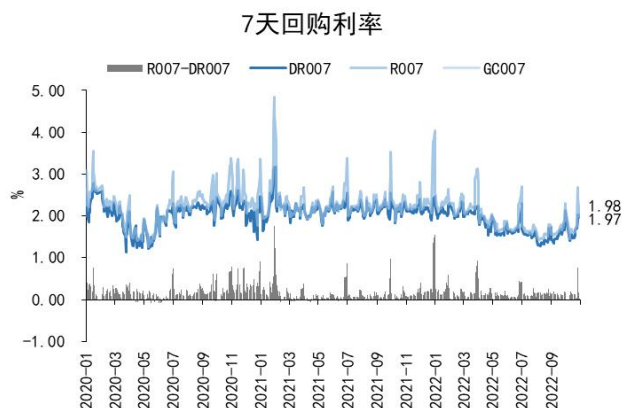
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



图16: 中美利差



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48168

