



资金面骤然收紧之后

2023年02月09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

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，即使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，有年初财政异动的原因。

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。

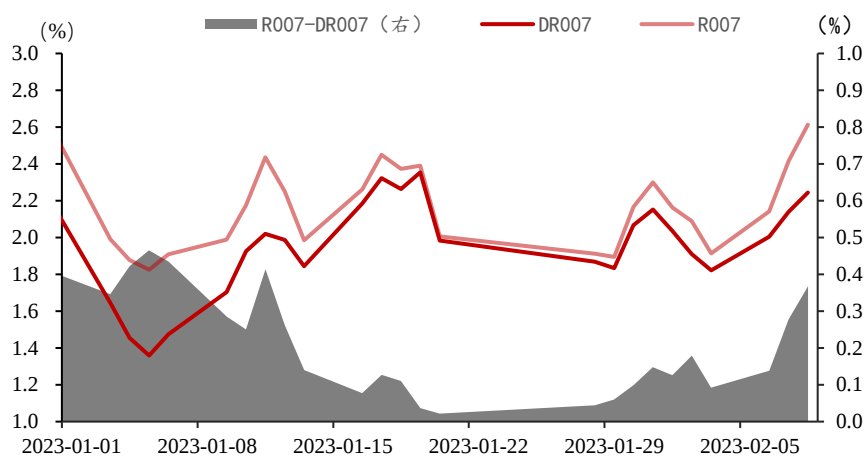
再来理解近期资金面因财政、理财等因素收紧，央行并未开展完美对冲，资金面波动客观存在，这又体现了央行怎样的意图？

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。

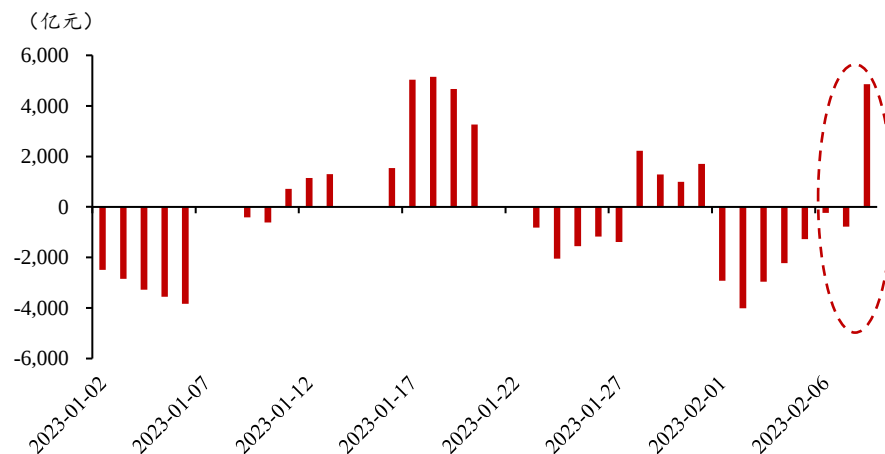
➤ **风险提示：央行净投放超预期，财政支出不及预期，理财赎回超预期**

图 1：资金利率上行



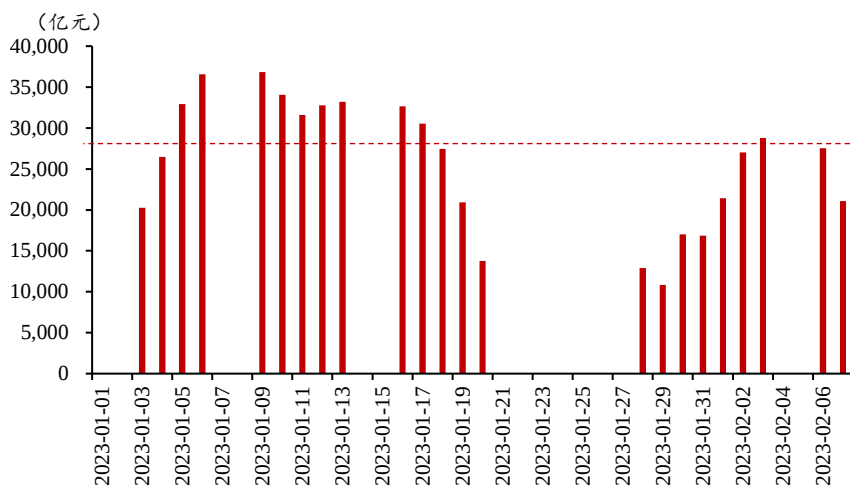
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 2：央行公开市场操作净投放规模



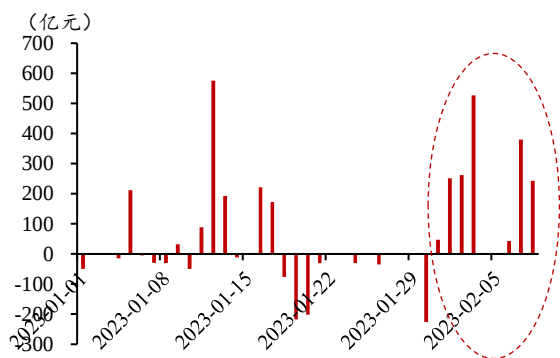
资料来源：wind，民生证券研究院。

图 3：国有大型商业银行质押式回购净融出规模



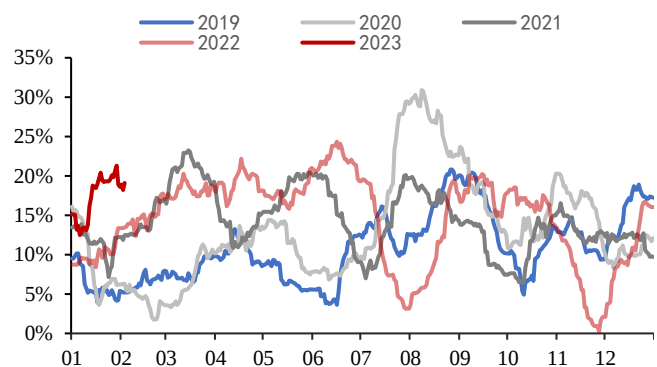
资料来源：CFETS，民生证券研究院。

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

(BP) 5年期AAA城投债 - 5年期国债 1年期AAA城投债 - 1年期国债

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_52128

