



作者：刁倩 蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：张 骐

审核：杜少军

官方网站：[www.cnfic.com](http://www.cnfic.com)

客服热线：400-6123115



## 11月流动性观察：资金面维持紧平衡，年底降准预期渐浓

11月份，受税期高峰、政府债券发行缴款等因素影响，央行开展灵活有力的流动性投放，资金面保持紧平衡。截至11月30日，央行在公开市场上实现净投放6280亿元。

展望12月份，考虑到特殊再融资债券发行及增发国债带来的流动性需求，以及维护银行体系流动性合理充裕，并增强金融支持实体经济等角度看，年底前还有可能再次降准。

## 目录

一、流动性投放：MLF 超额平价续作，11 月资金面维持紧平衡	3
二、资金利率走势：资金利率有所波动，跨月后资金面明显转松	4
三、货币政策展望：政策保持精准有力，降准可能性仍存	5

## 图表目录

图表 1：2023 年 11 月公开市场操作情况	3
图表 2：近一年以来资金利率走势	4
图表 3：DR007 月度均值与公开市场 7 天操作利率	5

## 11月流动性观察：资金面维持紧平衡，年底降准预期渐浓

11月份，受税期高峰、政府债券发行缴款等因素影响，央行开展灵活有力的流动性投放，资金面保持紧平衡。截至11月30日，央行在公开市场上实现净投放6280亿元。展望12月份，考虑到特殊再融资债券发行及增发国债带来的流动性需求，以及维护银行体系流动性合理充裕，并增强金融支持实体经济等角度看，年底前还有可能再次降准。

### 一、流动性投放：MLF超额平价续作，11月资金面维持紧平衡

11月份，受税期高峰、政府债券发行缴款等因素影响，央行开展灵活有力的流动性投放，资金面保持紧平衡。进入11月，央行公开市场操作规模逐渐缩量。11月1日至6日，央行公开市场操作规模分别为3910亿元、1940亿元、430亿元、180亿元。而11月1日-6日逆回购到期量为20810亿元，净回笼规模创新高。随着税期临近及新增国债发行，11月中下旬流动性偏紧。11月15日，央行开展了14500亿元中期借贷便利（MLF）操作，利率与此前持平，规模创2016年12月以来的单月最大纪录。考虑到11月有8500亿元的MLF到期，以及10月金融数据显示有效融资需求仍待提振，11月大规模加量续做MLF对流动性提供支持。临近11月末，央行继续加大公开市场操作，有效护航市场流动性。截至11月30日，央行在公开市场上实现净投放6280亿元。

图表 1：2023 年 11 月公开市场操作情况

时间	公开市场操作：货币净投放（亿元）	资金投放：逆回购（亿）	资金回笼：逆回购到期	资金投放：MLF/TMLF 投放	资金回笼：MLF/TMLF 回笼	国库现金定存	国库现金定存到期	央行票据互换（CBS）	央行票据互换（CBS）到期
2023/11/27-11/30	5,140	20170	15030	0	0	0	0	50	50
2023/11/20-11/26	4,460	21670	17610	0	0	900	500	0	0
2023/11/13-11/19	11,110	17610	12500	14,500	8,500	0	0	0	0
2023/11/6-11/12	-6,480	12500	18980	0	0	0	0	0	0
2023/11/1-11/5	-7,950	6,280	14,230	0	0	0	0	0	0
11月	1,140	78,230	78,350	14,500	8,500	900	500	50	50
<b>11月变化幅度</b>	<b>6280</b>								

来源：中国人民银行，新华财经研报中心整理

11月资金面主要受化债方案实施以及万亿国债发行、缴税等因素影响，对流动性带来压力。11月资金面的影响因素主要是来自于：一是11月初流动性回笼以及MLF到期额度较大，对资金面带

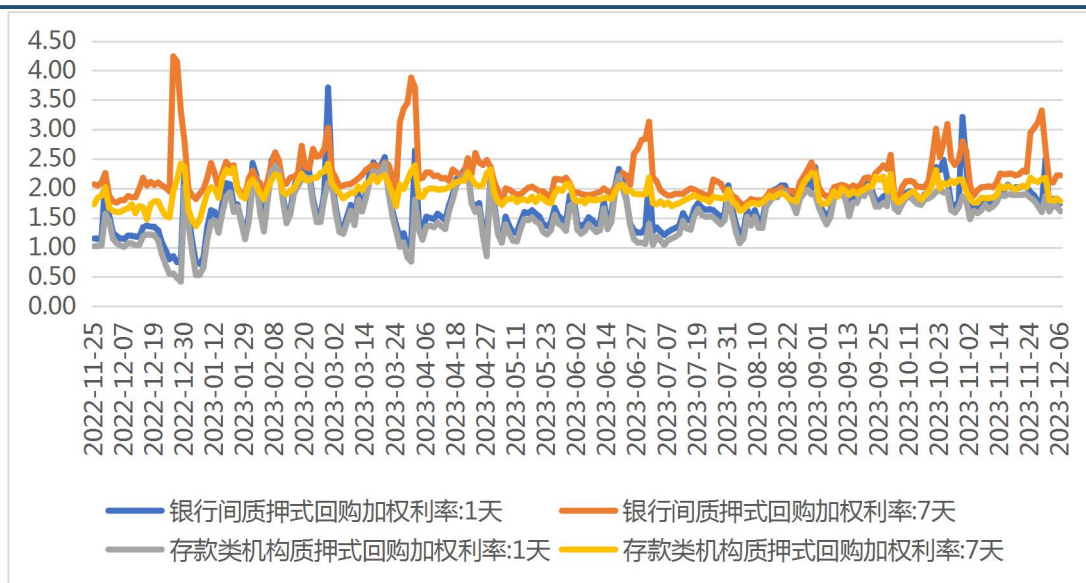
来一定扰动。11月1日-7日，公开市场有26930亿元逆回购到期，但央行灵活操作，合理回收过剩短期流动性以平稳资金面，保持市场流动性合理充裕。同时，11月15日MLF到期额为8500亿元，资金额较大，对流动性带来压力。二是11月以来，地方化债的实施及国债发行扰动资金面。分析人士表示，由于前期一揽子化债方案推进实施，叠加万亿国债发行，导致债券市场供给增大，从而对流动性带来一定压力。民生证券研究院指出，11月政府债净融资规模仍明显高于季节性，一方面或带来资金面紧平衡；另一方面，一定程度上也影响大行对流动性使用的安排，相应的对资金面形成一定扰动。

**年底前，降准预期渐浓，降准的空间大于降息。**目前，特殊再融资债的发行量已近1.2万亿元，而万亿国债需要在年末发行完毕。考虑接下来的信贷投放、特殊再融资债券发行及增发国债带来的流动性需求，以及维护银行体系流动性的合理充裕，并增强金融支持实体经济的稳定性和可持续性角度看，年底前还有可能再次降准。中国人民银行调查统计司原司长盛松成近期指出，目前我国金融机构加权存款准备金率为7.4%，而利率则已经处于历史低位。目前LPR已创2019年改革以来新低，可见降准的空间大于降息。

## 二、资金利率走势：资金利率有所波动，跨月后资金面明显转松

11月资金利率整体走势较为平稳，中下旬受政府债务发行及税期影响波动较大，跨月后资金面明显转松。11月初市场利率明显回落，市场资金面转宽松，央行灵活操作合理回收过剩短期流动性以保持市场利率平稳。随着税期来临以及新增国债发行，中旬资金面维持紧平衡，主要回购利率上行。11月24日，7天资金利率受跨月因素影响大幅上行，短端利率则在央行加码逆回购投放的呵护下边际回落。跨月之后，资金面明显转松，市场利率重新围绕政策利率波动。截至12月5日收盘，DR007加权平均利率报1.8342%，在7天逆回购利率1.8%左右浮动。

图表 2：近一年以来资金利率走势

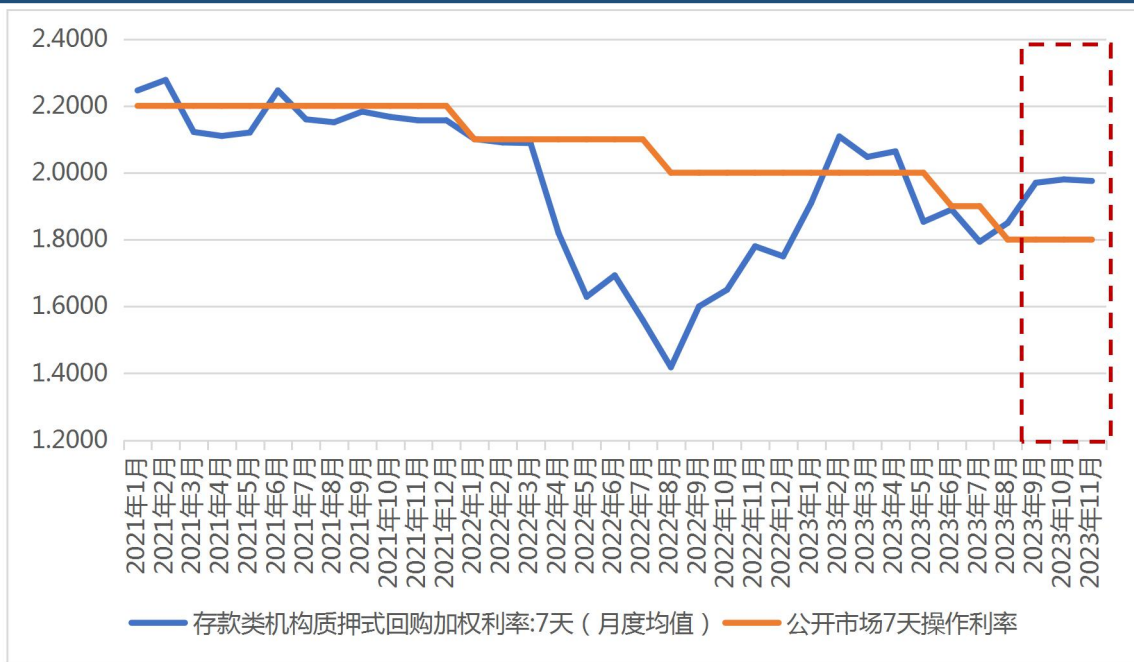


来源：新华财经

11月15日，1年期MLF操作利率为2.50%，与上个月保持一致；11月LPR也保持不变符合市场预期，1年期LPR为3.45%，5年期以上LPR为4.2%。由于MLF操作利率是LPR的报价锚，在11月MLF操作利率保持不变的情况下，当月LPR保持不变符合市场预期，而这也是LPR利率连续第三个月维持不变。目前，银行净息差仍在下行，报价行缺乏下调LPR报价加点的动力。根据国家金融监督管理总局披露的数据显示，今年第三季度，商业银行净息差为1.73%，较今年一季度、二季度均略降0.01%。而四季度，业内人士分析净息差仍将延续下行。在此情况下，未来降息的空间可能不大。

此外，11月多地农商行、村镇银行也纷纷对各期限存款利率作出下调。分析人士指出，未来银行或将继续下调存款挂牌利率10至30个基点。

图表 3：DR007 月度均值与公开市场 7 天操作利率



来源：新华财经研报中心整理

从月度利率水平看，11月月度利率与10月持平，资金利率大幅回落概率偏低。DR007的11月月度利率报1.98%，与10月持平。尽管跨过11月后，12月初资金利率有所回落，但在“防止资金空转”的定调下，资金面或延续紧平衡态势，资金利率大幅回落概率偏低。

### 三、货币政策展望：政策保持精准有力，降准可能性仍存

11月27日，中国人民银行发布2023年第三季度中国货币政策执行报告。报告提到，当前我国经济保持恢复向好态势，增长动能不断增强，转型升级持续推进，同时也面临世界经济复苏不均衡，国内经济稳定回升基础不稳固等挑战，但我国经济长期向好的基本面没有改变，发展的韧性、潜力

和活力不断彰显，要持续用力、乘势而上，扎实推动经济高质量发展。在国内经济延续复苏和海外约束减弱环境下，总体上看，下一阶段政策总思路，将延续中央金融工作会议要求，长短兼顾，强调“推进金融高质量发展”“加快建设金融强国”，以金融服务实体经济、扩内需、稳外资外贸，推动经济社会高质量发展。

**稳健的货币政策要精准有力。**报告提出，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。日前，人民银行、金融监管总局、证监会联合召开的金融机构座谈会提出，要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。结合来看，“着力加强信贷均衡投放”或支撑今年末信贷表现。在信贷均衡投放要求下，不排除部分银行提前动用储备项目以支持当月信贷。信贷结构将更受关注，盘活存量资金、提高使用效率将要求信贷分项有增有减。

**降准的可能性仍存。**报告提出，将会持续深化利率市场化改革，释放贷款市场报价利率改革红利，有效发挥存款利率市场化调整机制作用，维护好存贷款市场秩序，进一步推动金融机构降低实际贷款利率。人民银行行长潘功胜日前表示，今年以来，人民银行综合运用多种政策工具，包括下调存款准备金率，降低政策利率，带动贷款报价利率（LPR）等市场利率下行等。结合近期政府债供给压力增大，对资金面带来影响，叠加12月银行信贷投放或超过往年同期水平等因素的影响，人民银行降准的可能性仍然存在。

**“5+3”领域或成为重要发展方向。**五为五大篇章（科技、绿色、普惠、养老、数字金融），三为三大工程（“平急两用”公共基础设施、城中村改造、保障房建设），这些领域事关中国经济增长长期动能的形成，事关人民群众的福祉，事关经济高质量发展，所以还需要结构性工具的支持。报告也提出，结构性货币政策工具“聚焦重点、合理适度、有进有退”，落实好调增的再贷款再贴现额度，实施好存续工具，优化资金供给结构，把更多金融资源用于促进科技创新、先进制造、绿色发展和中小微企业，做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章，加快培育新动能新优势，后期央行针对这些领域的结构性货币政策工具有望持续“扩容”。

## 重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以

任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。