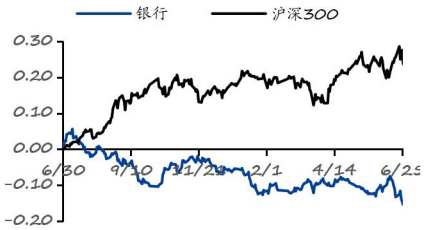
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

银行

资金的摩擦性如何影响利率？

强于大市（维持评级）

一年内行业相对大盘走势



团队成员

分析师： 林虎(S0210526040004)

相关报告

1、一周股债回顾（6 月第四周）——2026.06.27
2、一文看透 2020-2025 年上市银行金市资产投向——庖丁解牛（二）——2026.06.26
3、一周股债回顾（6 月第三周）——2026.06.21

投资要点：

我们在报告《银行的短期融出下降不代表流动性的中期收紧》、《如何理解央行 OMO 缩量以及央行融出规模的下滑？》等报告中认为，**银行的信贷、金市与货币操作不改变流动性的多与少，冗余的流动性最终均会回流至银行形成央行超储，但这一框架下并没有考虑到资金的摩擦性。**

事实上，资金的摩擦性是对“完美金融市场”假设的现实偏离。资金在储蓄-投资的流转过程中，因交易成本，市场分割等产生的流动性阻力，本质是在资金供需之间形成一个“金融楔子”。

- **央行对于资金价格的影响可分为两个方面，一是资金数量的收紧、二是资金摩擦成本的放大。**

由于央行的公开市场操作仅与一级交易商开展交易，流动性的逻辑为大行→中小行→非银，即虽然流动性最终都会回流银行，但流动性在传导过程中会先体现为大行有钱→大行出钱给中小行+中小行有钱→非银有钱，故也会增加大行的融出。

对于央行而言，其收紧流动性一方面影响资金的数量，另一方面影响资金的预期（即银行背负更多的流动性储备以应对资金进一步收紧可能）。虽然整体资金面可能仍稳定，但个体的一致性行为导致资金体感不佳+银行融出下滑。

市场也存在自发性的收紧逻辑。如股市偏强导致各家银行均需要备付预防性的头寸储备，这种头寸需求在央行有流动性收紧预期时表现的更为明显，但市场化因素都是资金的摩擦成本，短期的资金收紧不影响长期的资金均衡。

- **2024 年至今共有 3 轮大型银行融出的快速下滑。**

时间上看分别为 2024 年 4 月（融出由 5.54 万亿元下降至 2.86 万亿元）、2025 年 1-2 月（融出由 4.17 万亿元下降至 2.24 万亿元）、2026 年 5 月中-6 月中（融出由 5.29 万亿元下降至 1.23 万亿元）。从三轮银行融出下降的原因上看，第一轮在于资金摩擦成本的放大（打击手工补息）、第二三轮在于央行收紧流动性。

2024 年 4 月的流动性收紧。一方面，央行收紧流动性的行动并不明显，4 月中 MLF 仅平价缩量 700 亿元；另一方面，央行在各类公开场合讲话对流动性空转的关注与打击手工补息，构成了资金的摩擦性扰动。具体到银行资负上看，一是银行资负债收缩（资产端减少融出+负债端减少活期存款）、二是资金面分层现象的减弱，三是非银存款的增加与货基融出的增加。

2025 年 1-2 月的流动性收紧。流动性主线为央行调控汇率与长端利率，2025 年 1 月央行暂停国债买卖，叠加信贷开门红、税期走款、春节取现和外汇占款减少等扰动，资金收紧。

2026 年 5 月中-6 月中的流动性收紧。一是如 3M 买断式等各类政策工具的缩量续作、二是短端利率与银行挂牌利率利差的进一步收窄，三是银行 6 月信贷的提前发力，四是股市偏强带来的银行资金预防性准备，体现银行持有更多预防性超储。

- **后续的利率与流动性有何关注点？**

一是资金利率跨月后进一步宽松，7 月上旬 DR001 预计在 1.3%附近。三个支撑因素：一是前期资金摩擦性收紧预计结束，二是股市平稳预期下银行预防性资金备付需求下降，三是预计 6 月下旬对公短贷+票据继续冲量，带动 7 月上旬短贷到期，资金宽松。

二是银行扩表诉求下降，陆家嘴会议中提及“全部信贷要保持过



华福证券
仅供内部参考，请勿外传

去的增速是很难的，也没有必要”，总量性信贷诉求进一步淡化，未来目标可能是信贷+票据“不负增”即可。主动性扩表意愿降低下，3MMDS、6MMDS、MLF 等政策工具利率曲线预计继续偏平且向银行挂牌利率靠拢。

三是债市回归基本面定价，近期原油价格与贵金属价格回落，预计 PPI 或将于 3 季度见顶，下半年基本面是定价核心，而跨季后资金出表理财，资金约束成本降低，也利于债市曲线平坦化。

除此之外，7 月有哪些潜在的关注点？以往 7 月市场博弈财政政策加码与信贷发力，带动利率回调，但今年信贷预计 7、8 月份扰动不大，政府债供给可能是资金面扰动核心，其次 3Y 以内短端利率已接近前 4 月以来低点，不排除大行减少短期限债权配置，带动资金面如 5 月以来负反馈收紧。

- **风险提示**

经济增长超预期下滑，财政政策力度不及预期，国际经济及金融风险超预期。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

正文目录

1 资金的摩擦性如何影响利率？ 4
2 风险提示 7

图表目录

图表 1: 大行净融出：MA3（单位：万亿元） 4
图表 2: 大行净融出与资金利率（单位：万亿元、%） 5
图表 3: 银行活期存款与非银存款（单位：万意愿） 5
图表 4: 资金分层与货基净融出（单位：万亿元，%） 5
图表 5: 2025 年 1-3 月存单放量伴随存单利率上行 6
图表 6: 货币发行与非银存款缩量（单位：万亿元） 6
图表 7: 3Y 国债接近存款挂牌利率（单位：%） 6
图表 8: 5 月非银存款高增（单位：万亿元） 6

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

1 资金的摩擦性如何影响利率？

我们在报告《银行的短期融出下降不代表流动性的中期收紧》、《如何理解央行OMO缩量以及央行融出规模的下滑？》等报告中认为，银行的信贷、金市与货币操作不改变流动性的多与少，冗余的流动性最终均会回流至银行形成央行超储，但这一框架下并没有考虑到资金的摩擦性。

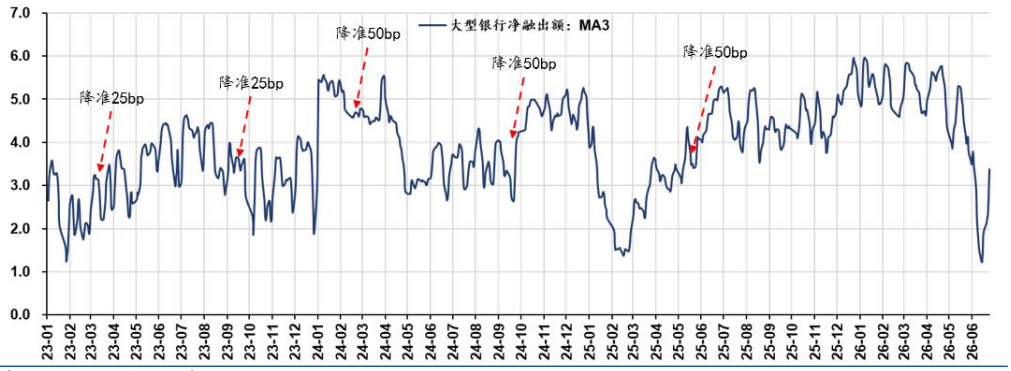
事实上，资金的摩擦性是对“完美金融市场”假设的现实偏离。资金在储蓄-投资的流转过程中，因交易成本，市场分割等产生的流动性阻力，本质是在资金供需之间形成一个“金融楔子”。

央行对于资金价格的影响可分为两个方面，一是资金数量的收紧、二是资金摩擦成本的放大。由于央行的公开市场操作仅与一级交易商开展交易，流动性的逻辑为大行→中小行→非银，即虽然流动性最终都会回流银行，但流动性在传导过程中会先体现为大行有钱→大行出钱给中小行+中小行有钱→非银有钱，故也会增加大行的融出。

对于央行而言，其收紧流动性一方面影响资金的数量，另一方面影响资金的预期（即银行背负更多的流动性储备以应对资金进一步收紧可能）。虽然整体资金面可能仍稳定，但个体的一致性行为导致资金体感不佳+银行融出下滑。

市场也存在自发性的收紧逻辑。如股市偏强导致各家银行均需要备付预防性的头寸储备，这种头寸需求在央行有流动性收紧预期时表现的更为明显，但市场化因素都是资金的摩擦成本，短期的资金收紧不影响长期的资金均衡。

图表 1：大行净融出：MA3（单位：万亿元）

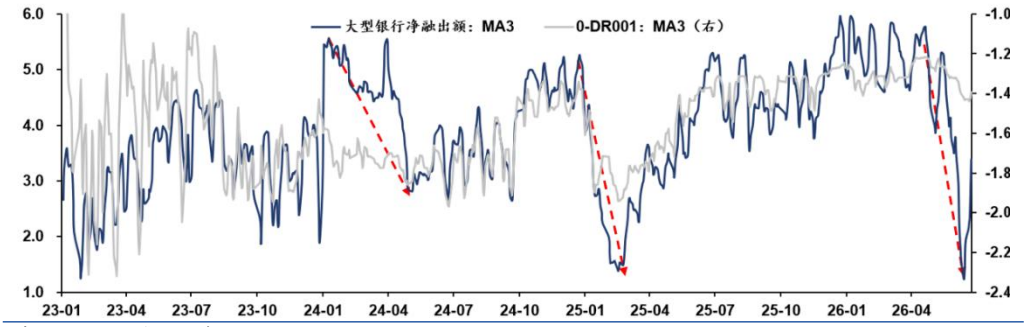


来源：iFind，华福证券研究所

结合债市，2024年至今共有3轮大型银行融出的快速下滑。时间上看分别为2024年4月（融出由5.54万亿元下降至2.86万亿元）、2025年1-2月（融出由4.17万亿元下降至2.24万亿元）、2026年5月中-6月中（融出由5.29万亿元下降至1.23万亿元）。从三轮银行融出下降的原因上看，第一轮在于资金摩擦成本的放大（打击手工补息）、第二三轮在于央行收紧流动性。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 2：大行净融出与资金利率（单位：万亿元、%）

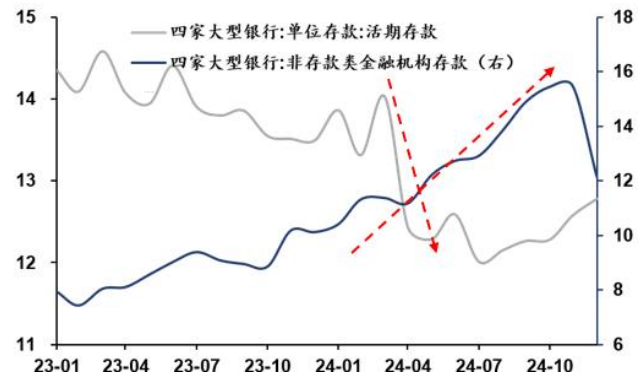


来源：iFind，华福证券研究所

2024 年 4 月的流动性收紧。一方面，央行收紧流动性的行动并不明显，4 月中 MLF 仅平价缩量 700 亿元；另一方面，央行在各类公开场合讲话对流动性空转的关注与打击手工补息，构成了资金的摩擦性扰动，4 月 18 日国新办新闻发布会上央行表示“加强对资金空转的监测，完善管理考核机制”，4 月 8 日市场利率定价自律机制发布《关于禁止通过手工补息高息揽储维护存款市场竞争秩序的倡议》。

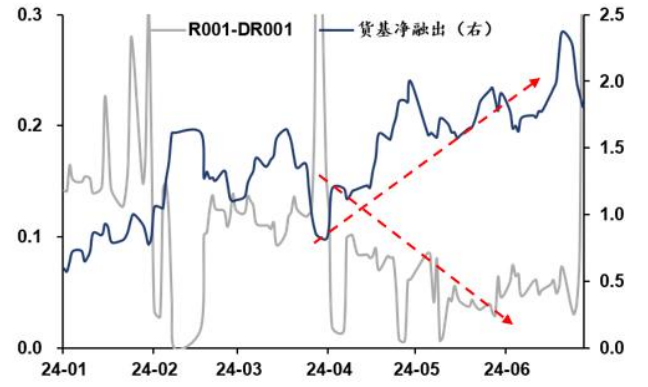
具体到银行资负上看，一是银行资负债收缩（资产端减少融出+负债端减少活期存款）、二是资金面分层现象的减弱，三是非银存款的增加与货基融出的增加。

图表 3：银行活期存款与非银存款（单位：万意愿）



来源：iFind，华福证券研究所

图表 4：资金分层与货基净融出（单位：万亿元，%）



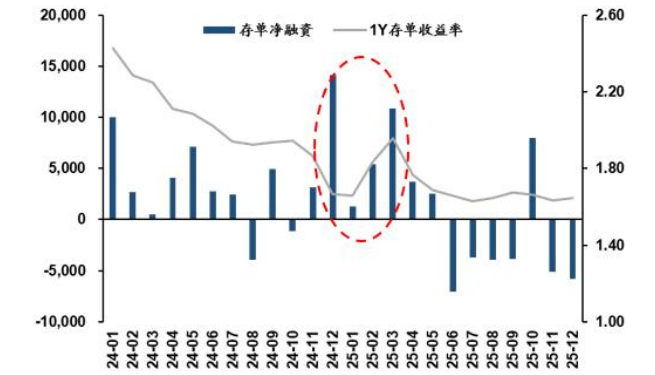
来源：iFind，华福证券研究所

2025 年 1-2 月的流动性收紧。流动性主线为央行调控汇率与长端利率，2025 年 1 月央行暂停国债买卖，叠加信贷开门红、税期走款、春节取现和外汇占款减少等扰动，资金收紧。除此外，市场利率定价自律机制发布的《关于优化非银同业存款利率自律管理的倡议》于 2025 年第一季度起纳入 MPA 考核评估范围，客观也造成了资金利率的摩擦。

具体到银行资负上看，一是非银存款减少与存单供给的增加，短期放大了资金摩擦，但是长期来看降低了银行负债端成本；二是银行融出减少。

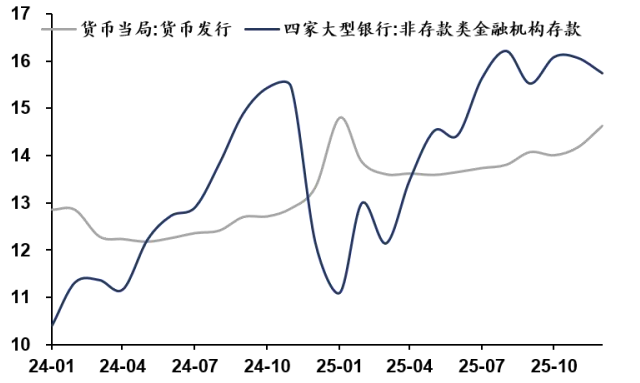
华福证券
仅供内部参考，请勿外传

图表 5：2025 年 1-3 月存单放量伴随存单利率上行



来源：iFind，华福证券研究所

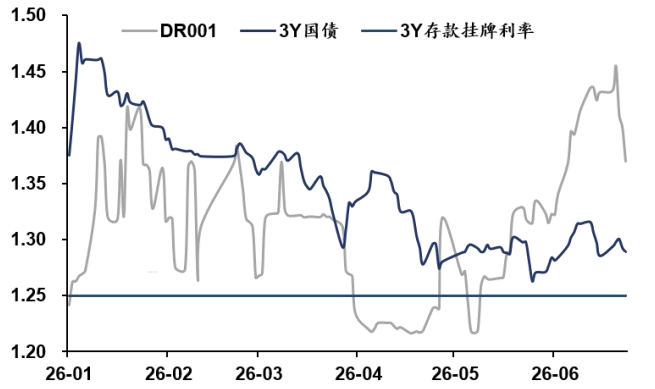
图表 6：货币发行与非银存款缩量（单位：万亿元）



来源：iFind，华福证券研究所

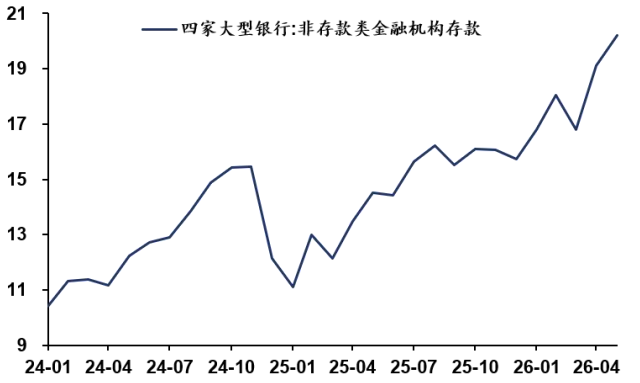
2026 年 5 月中-6 月中的流动性收紧。一是如 3M 买断式等各类政策工具的缩量续作、二是短端利率与银行挂牌利率利差的进一步收窄，三是银行 6 月信贷的提前发力，四是股市偏强带来的银行资金预防性准备，体现银行持有更多预防性超储。

图表 7：3Y 国债接近存款挂牌利率（单位：%）



来源：iFind，华福证券研究所

图表 8：5 月非银存款高增（单位：万亿元）



来源：iFind，华福证券研究所

后续的利率与流动性有何关注点？

一是资金利率跨月后进一步宽松，7 月上旬 DR001 预计在 1.3%附近。三个支撑因素：一是前期资金摩擦性收紧预计结束，二是股市平稳预期下银行预防性资金备付需求下降，三是预计 6 月下旬对公短贷+票据继续冲量，带动 7 月上旬短贷到期，资金宽松。

二是银行扩表诉求下降，陆家嘴会议中提及“全部信贷要保持过去的增速是很难的，也没有必要”，总量性信贷诉求进一步淡化，未来目标可能是信贷+票据“不负增”即可。主动性扩表意愿降低下，3MMDS、6MMDS、MLF 等政策工具利率曲线预计继续偏平且向银行挂牌利率靠拢。

三是债市回归基本面定价，近期原油价格与贵金属价格回落，预计 PPI 或将于 3 季度见顶，下半年基本面是定价核心，而跨季后资金出表理财，资金约束成本降低，也利于债市曲线平坦化。

除此之外，7 月有哪些潜在的关注点？以往 7 月市场博弈财政政策加码与信贷发

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

力，带动利率回调，但今年信贷预计 7、8 月份扰动不大，政府债供给可能是资金面扰动核心，其次 3Y 以内短端利率已接近前 4 月以来低点，不排除大行减少短期限债权配置，带动资金面如 5 月以来负反馈收紧。

2 风险提示

（1）经济增长超预期下滑，外部环境存在诸多不确定性，可能导致经济下行超预期。（2）财政政策力度不及预期，导致实体经济预期回暖不及预期。（3）国际经济及金融风险超预期，当前国外局势较为复杂，可能带来超预期金融风险。

华福证券
仅供内部参考，请勿外传

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

一般声明

华福证券股份有限公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券股份有限公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海
公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层
邮编：200120
邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn