下载后无已记录，仅供内部参考

证券研究报告

“资产荒”背景下央行货币政策调控难点及实际效果

——框架转型期央行流动性传导系列之一

证券分析师：
黄伟平 A0230524110002
研究支持：
杨振 A0230126070002
卢子墨 A

2026.8.26

下载日志已记录，仅供内部参考

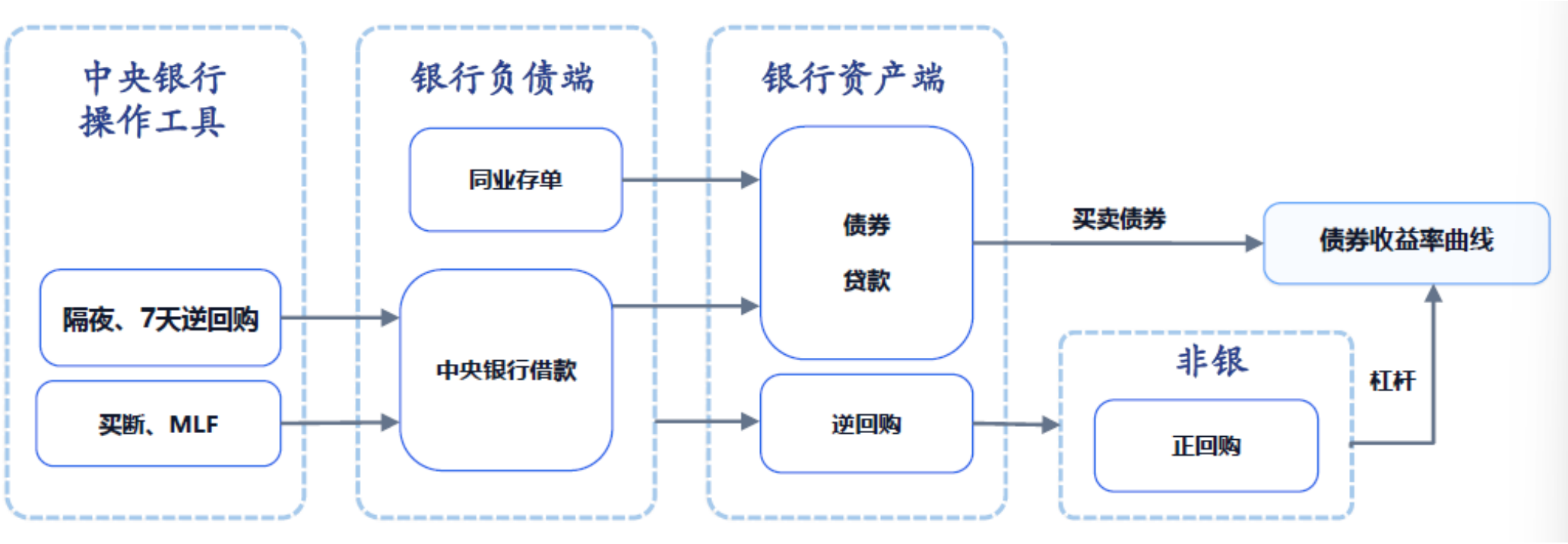
主要内容

1. 货币政策框架转型期央行流动性传导路径
2. “资产荒”背景下央行为何能够引导市场?
3. 流动性结构性短缺情形下央行调控思路及传导方式
4. 不同情景下央行价格调控效果分析
5. 总结

下载日志已记录，仅供内部参考

1. 央行调控核心：流动性短缺框架下货币政策传导

- 央行调控的核心：银行流动性短缺
- 资金传导：
- 1）央行——大行——中小行/非银（央行调控核心）
- 2）货币基金—中小行/非银（不受央行控制）



资料来源:申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

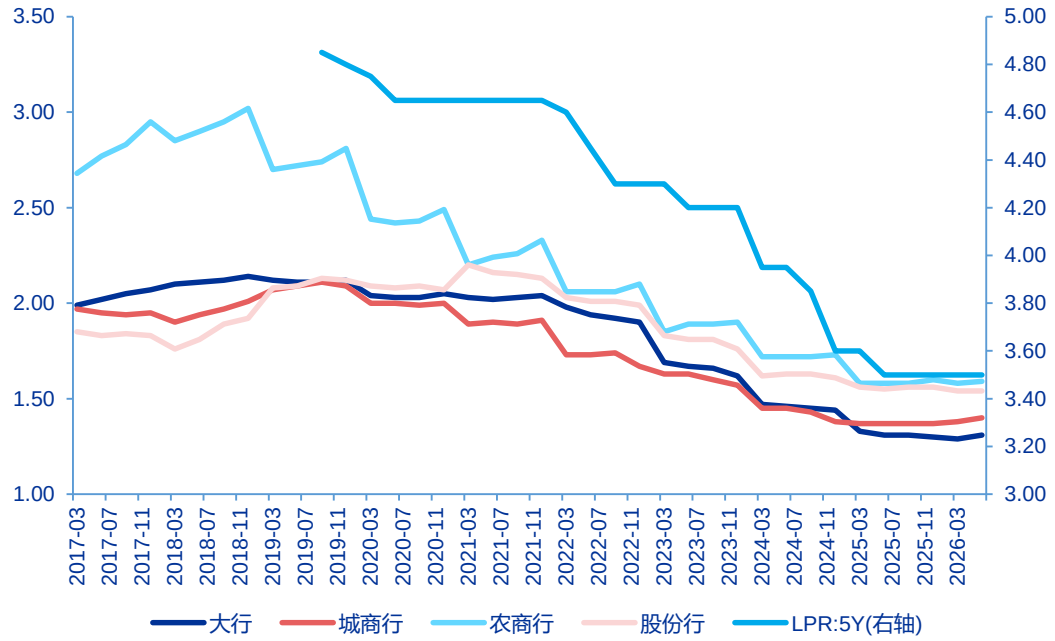
1. 货币政策框架转型期央行流动性传导路径
2. “资产荒”背景下央行为何能够引导市场?
3. 流动性结构性短缺情形下央行调控思路及传导方式
4. 不同情景下央行价格调控效果分析
5. 总结

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 银行资产端：大行支撑贷款投放

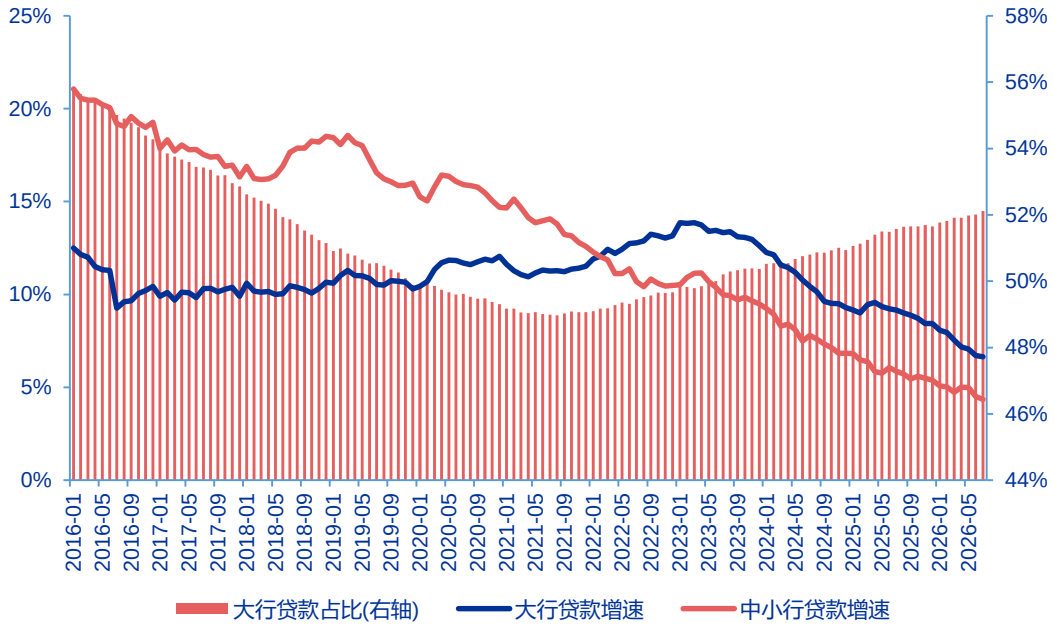
- **银行净息差持续收窄，大行支撑信贷投放。**净息差收窄背景下，中小行信贷增速下滑，大行贷款增速增加，并于2022年超过中小行，信贷占比提升至50%以上。

银行净息差收窄（单位：%）



资料来源:Wind、申万宏源研究

大行信贷占比逐年增加



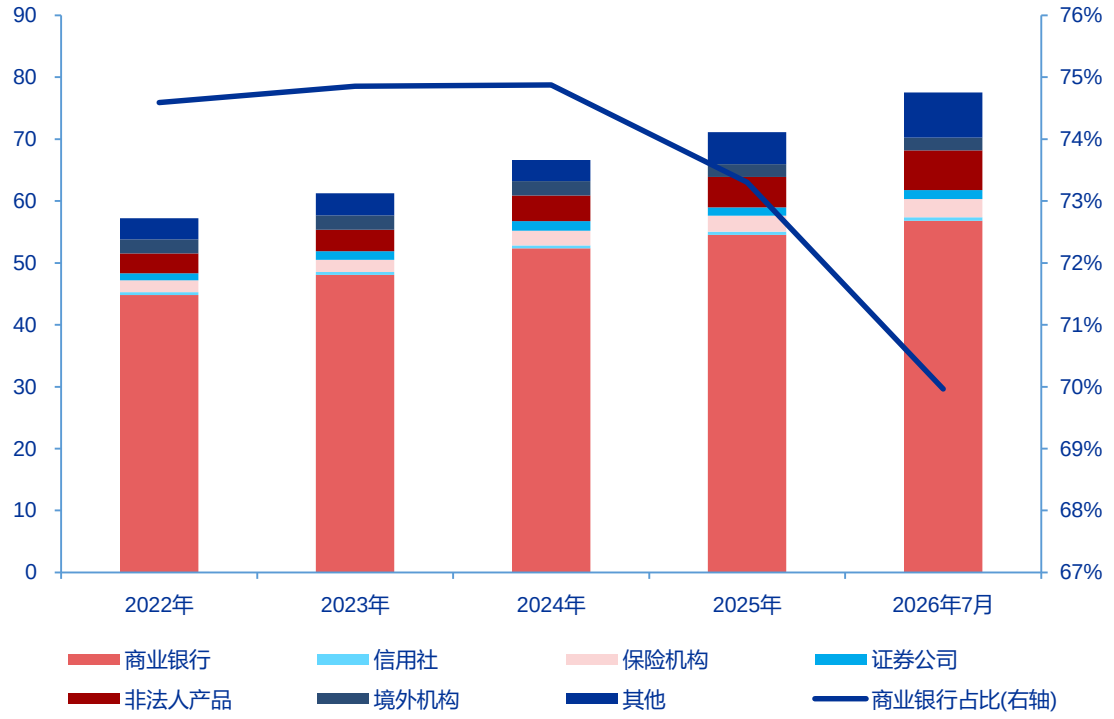
资料来源:Wind、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.1 银行资产端：大行支持财政发债

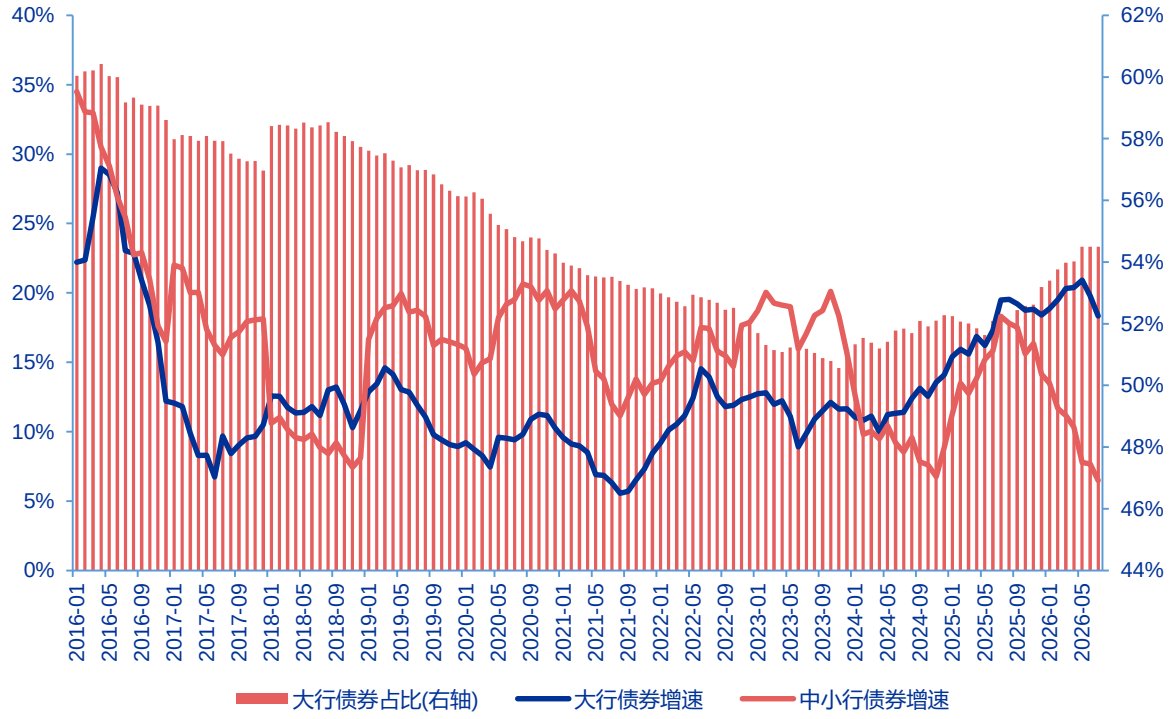
- **政府债券主要由银行持有。**截至2026年7月末，商业银行持有70%政府债券，其中，持有66%国债，69%地方债。
- **大行正成为政府债券的主要承接方。**近年来信贷需求下滑，大行开始通过债券弥补贷款下滑部分。2024年大行债券余额增速超过中小行，并持续保持高增速，成为政府债券的主要承接方。

银行持有70%以上的政府债券(单位：万亿元)



资料来源:Wind、申万宏源研究

大行债券增速超过中小行



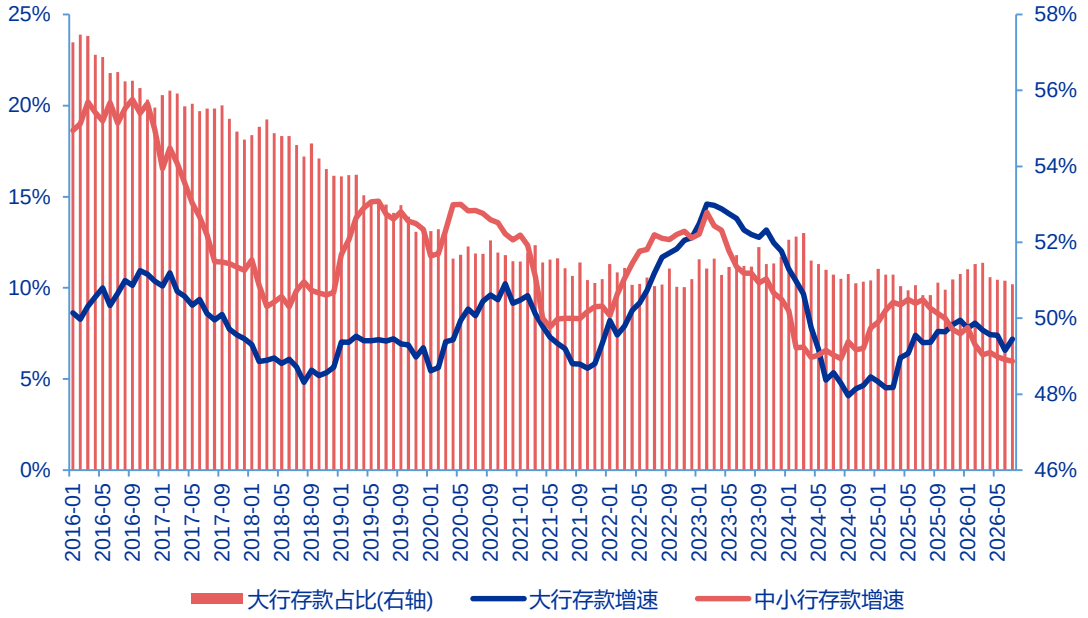
资料来源:Wind、申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.2 银行负债端：大行存款增速不及预期，依靠同业负债补充

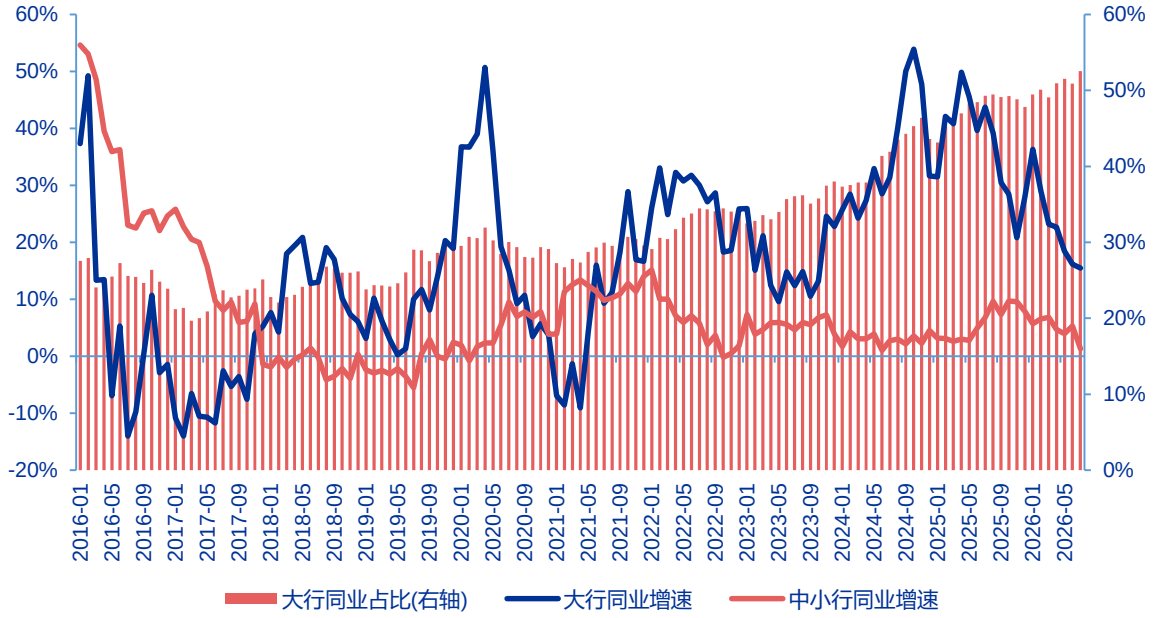
- **大行存款增速不及中小行。**2023年以来，大行贷款占比已超过中小行，且呈进一步扩大趋势。但大行存款增速并未持续高于中小行，大行存款占比维持在较低水平。
- **大行同业负债净融资超过中小行。**同业存单等同业负债融资更为灵活、市场化，资金价格随行就市，是银行主动负债的重要部分。2022年以来，大行同业负债增速明显高于中小行，说明大行流动性压力较大。

大行存款增速并没有显著超过中小行



资料来源:Wind、申万宏源研究

2022年以来大行同业负债增速高于中小行



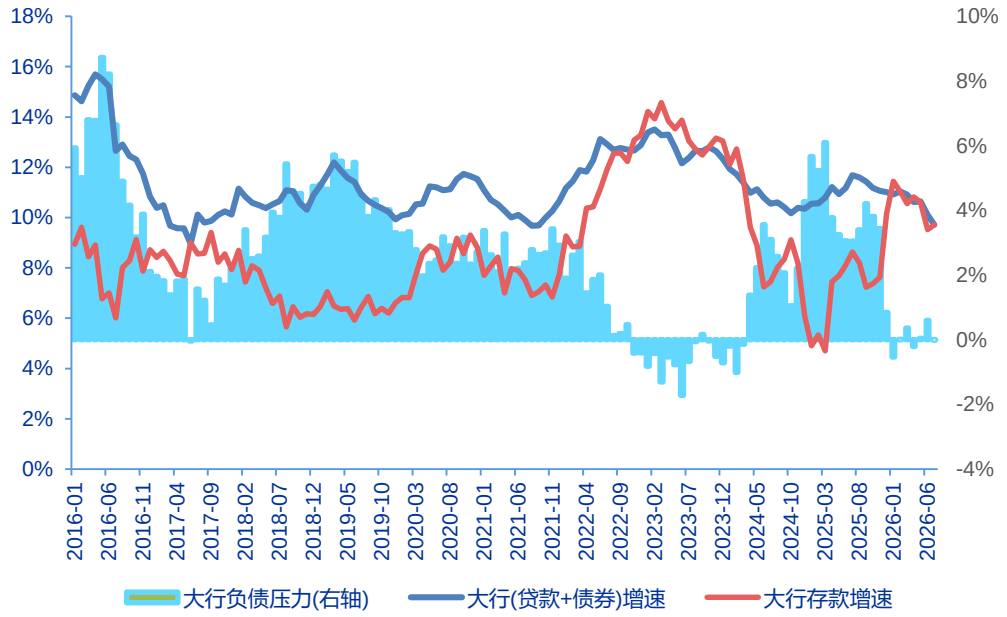
资料来源:Wind、申万宏源研究；注：同业负债包括非存款类金融机构存款、卖出回购资产、银行业存款类金融机构往来

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 大行负债缺口略有缓和，中小行负债缺口逐年递减

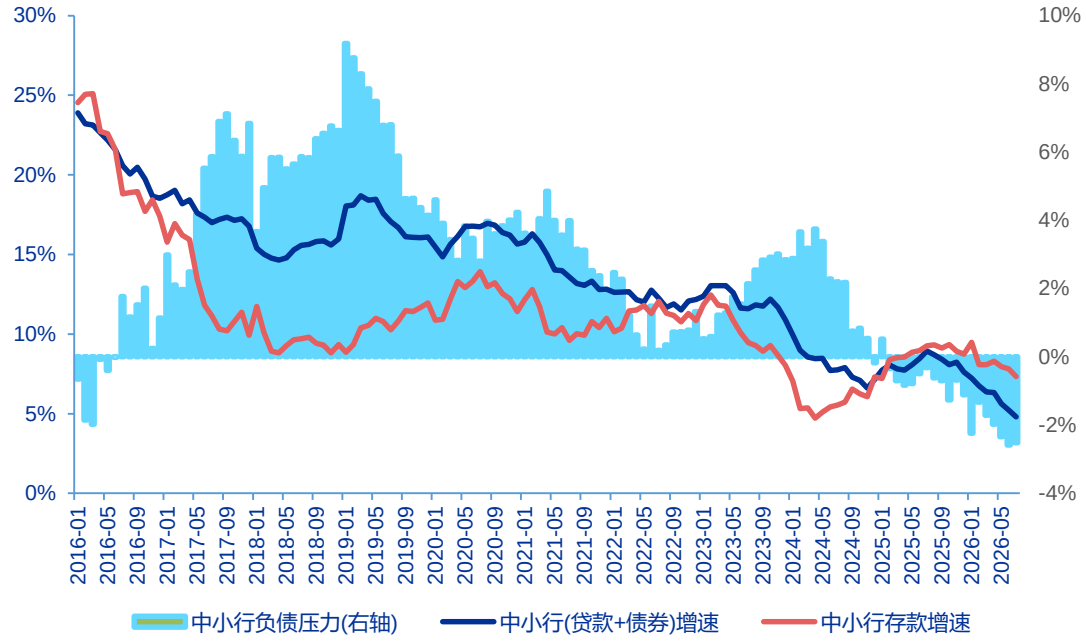
- **大行资产端越努力，负债缺口压力越大。监管方面：**手工补息取消、同业活期存款利率下调等影响，大行存款流失较多。**市场方面：**企业套利、财政转移支付均造成存款从大行转移至中小行。
- **低利率环境下中小行负债压力逐年递减，或主动下调存款利率降低负债成本。**贷款利率下行，债券收益率也跟随下行，10年期国债收益率一度跌破1.7%，配置债券性价比下降，中小行有主动下调存款利率，降低负债成本的意愿。

2026年以来大行负债压力略有缓和



资料来源:Wind、申万宏源研究;
注：大行负债压力=大行(贷款+债券)增速-大行存款增速

中小行负债压力逐年减少

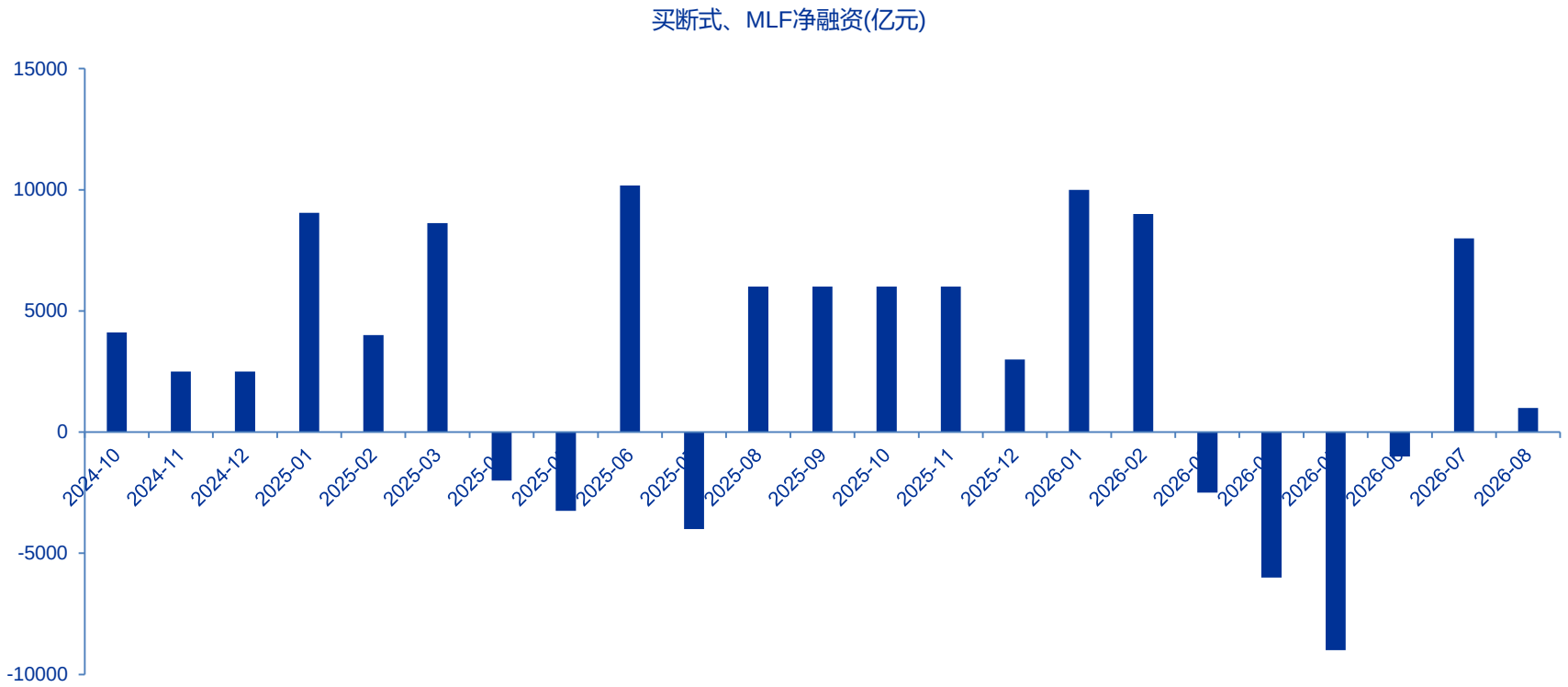


资料来源:Wind、申万宏源研究;
注：中小行负债压力=中小行(贷款+债券)增速-中小行存款增速

下载日志已记录，仅供内部参考

2.4 公开市场操作：大行需要中央银行资金

- **2026年1-4月，人民币升值带来结售汇或是造成大行存款增加的重要原因。但大行负债压力或长期存在，需要中央银行公开市场操作补充流动性。**



下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

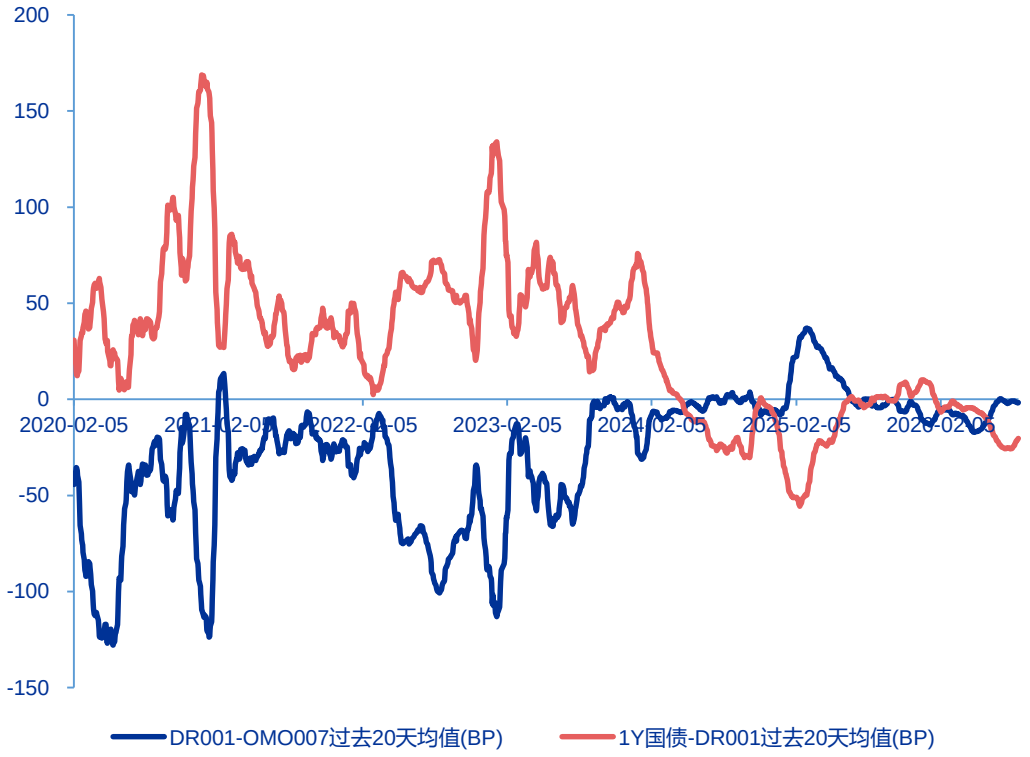
1. 货币政策框架转型期央行流动性传导路径
2. “资产荒”背景下央行为何能够引导市场?
3. 流动性结构性短缺情形下央行调控思路及传导方式
4. 不同情景下央行价格调控效果分析
5. 总结

下载日志已记录，仅供内部参考

3.1 央行流动性影响债券收益率曲线路径：针对非银，影响资金利率中枢

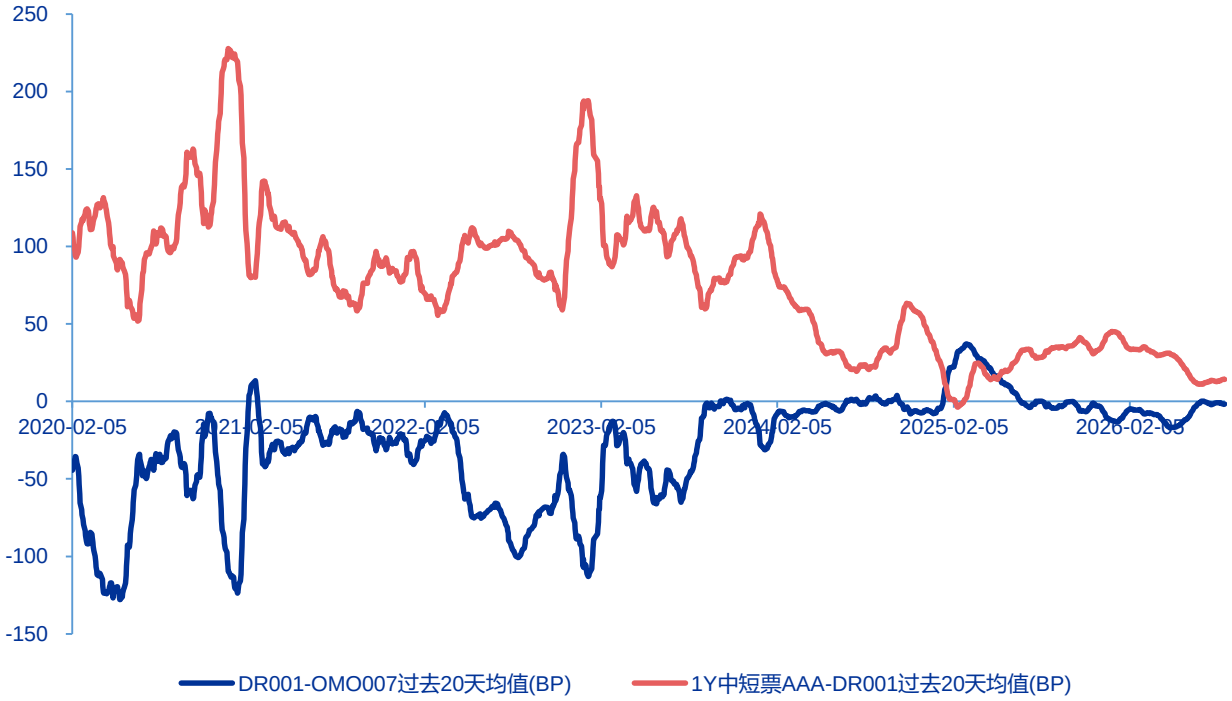
- 非银端：央行流动性影响DR利率，DR影响R，直接影响非银负债成本。最后影响非银的杠杆策略，影响债券收益率曲线。
- 当前非银杠杆策略：失效

资金面与国债套利的关系



资料来源:Wind，申万宏源研究

资金面与信用债套利的关系



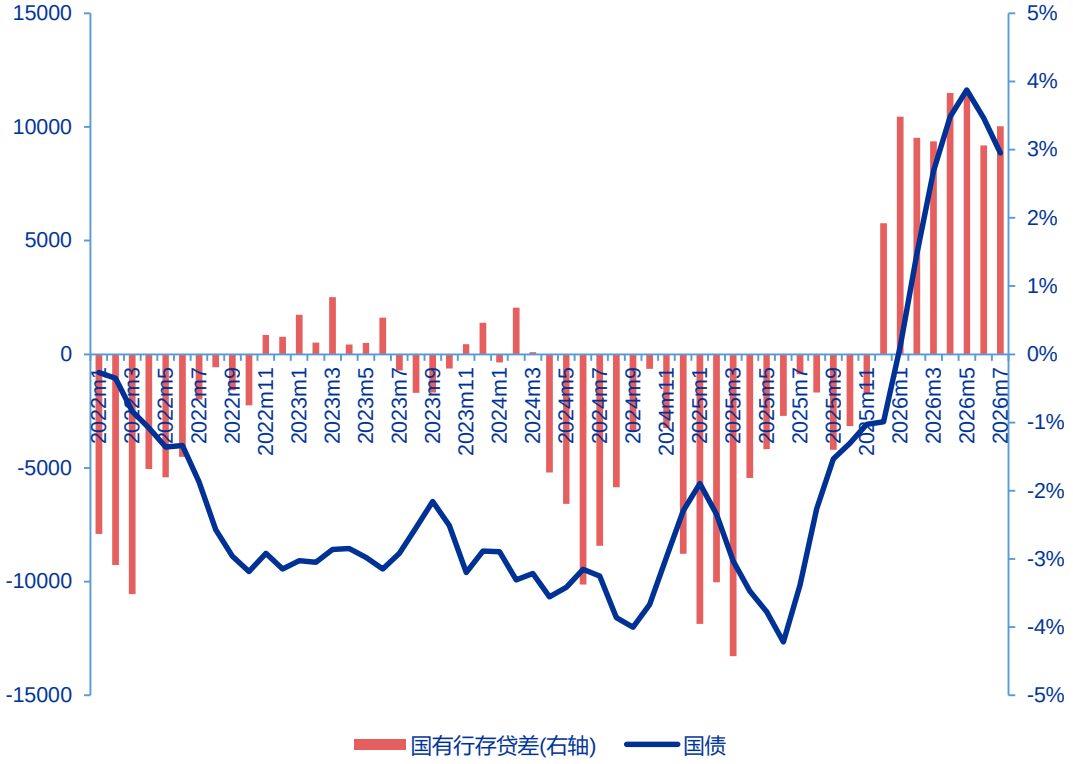
资料来源:Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 央行流动性影响债券收益率曲线路径：针对大行，影响负债成本及买债行为

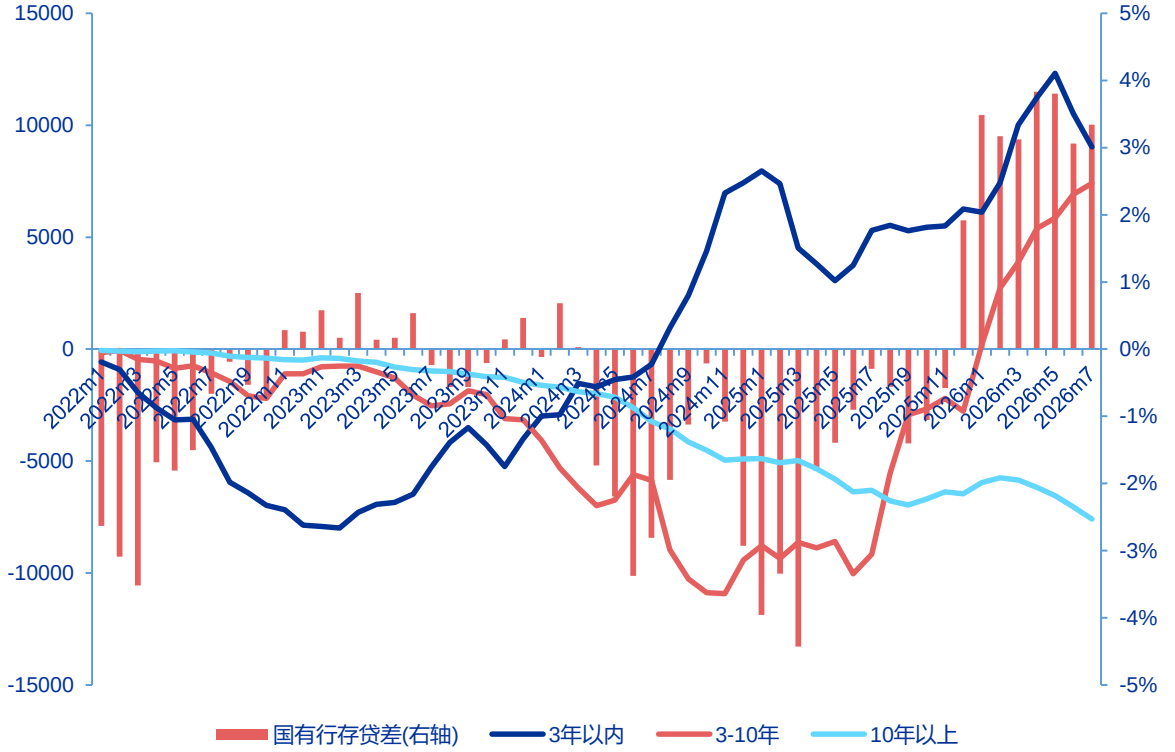
- **大行配置债券逻辑是补充存贷差不足部分。分期限看，大行存贷差与10年以上国债走势更相关。主要原因有两个：一是大行主要在一级市场认购超长国债；二是超长债占用银行资本金较多，影响银行监管指标。**

大行存贷差与国债净买入(亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

大行存贷差与各期限国债净买入(亿元)

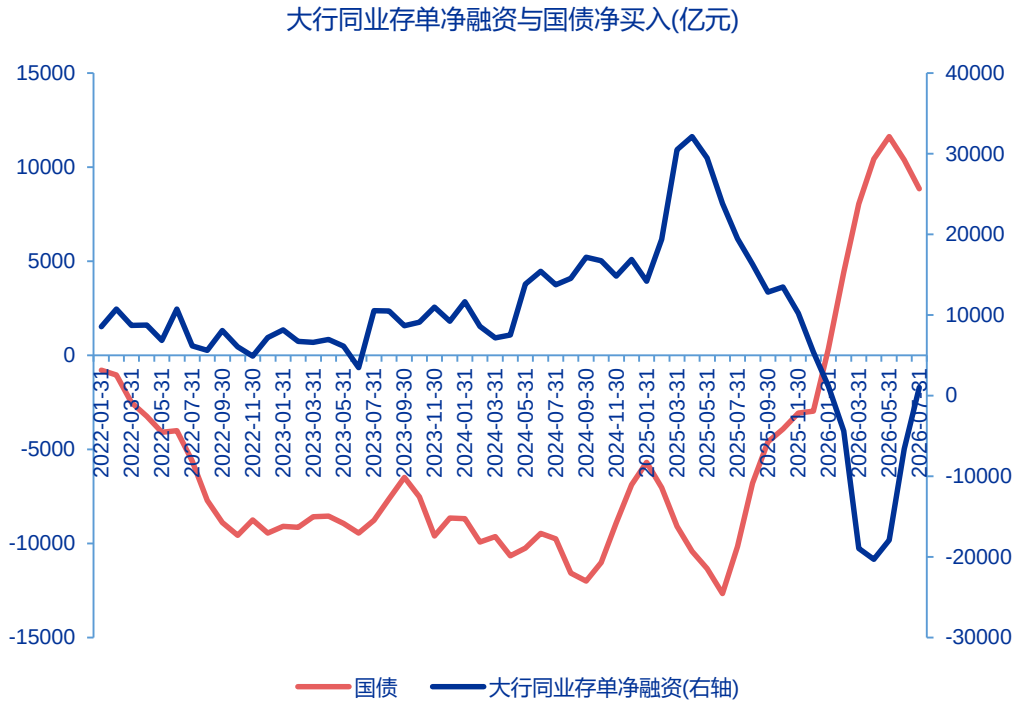


资料来源:Wind，申万宏源研究

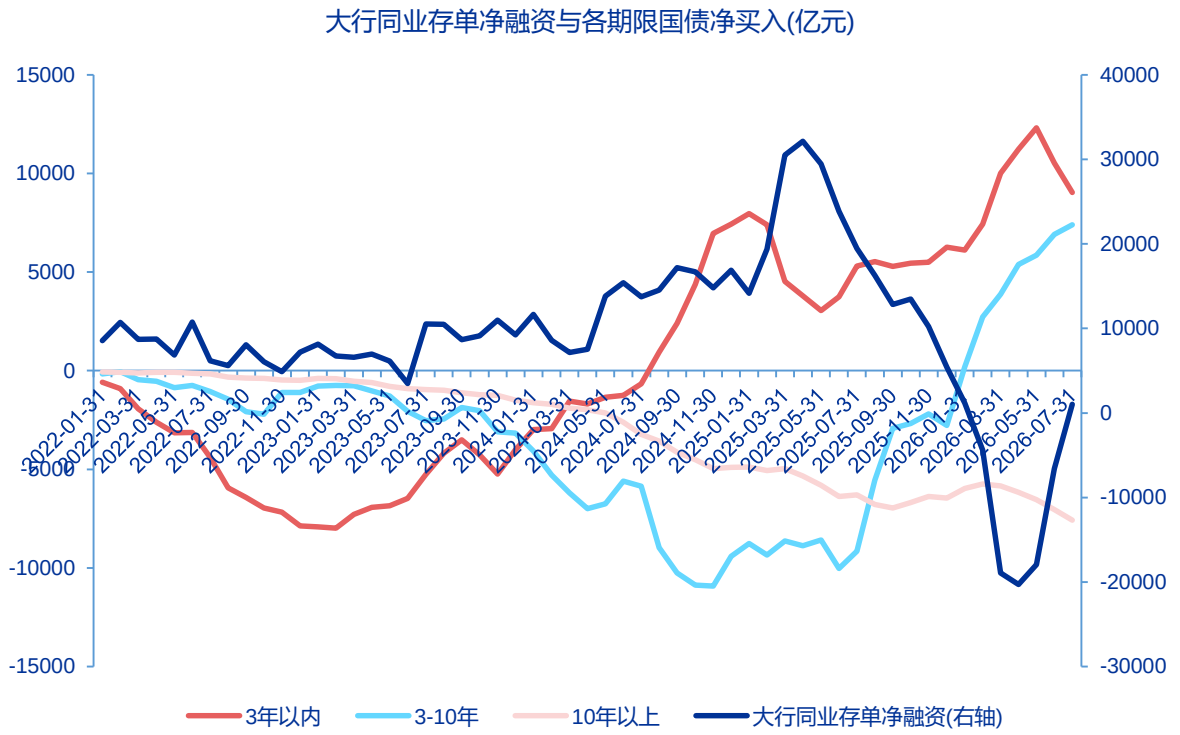
下载日志已记录，仅供内部参考

3.2 央行流动性影响债券收益率曲线路径：针对大行，影响负债成本及买债行为

- **银行端：央行通过买断式回购、MLF的量价，影响大行同业存单净融资量价，进而影响大行买卖国债行为。**
- **同业存单或成为大行配置债券的先行指标。同业存单净融资减少，说明大行整体负债压力不大，存贷差暂无缺口，往往伴随着大行买入债券的行为。分期限看，同业存单净融资与10年期以内，尤其是3-10年以内国债的净买入负相关，与10年以上国债净买入无明显的关系。**



资料来源:Wind，申万宏源研究



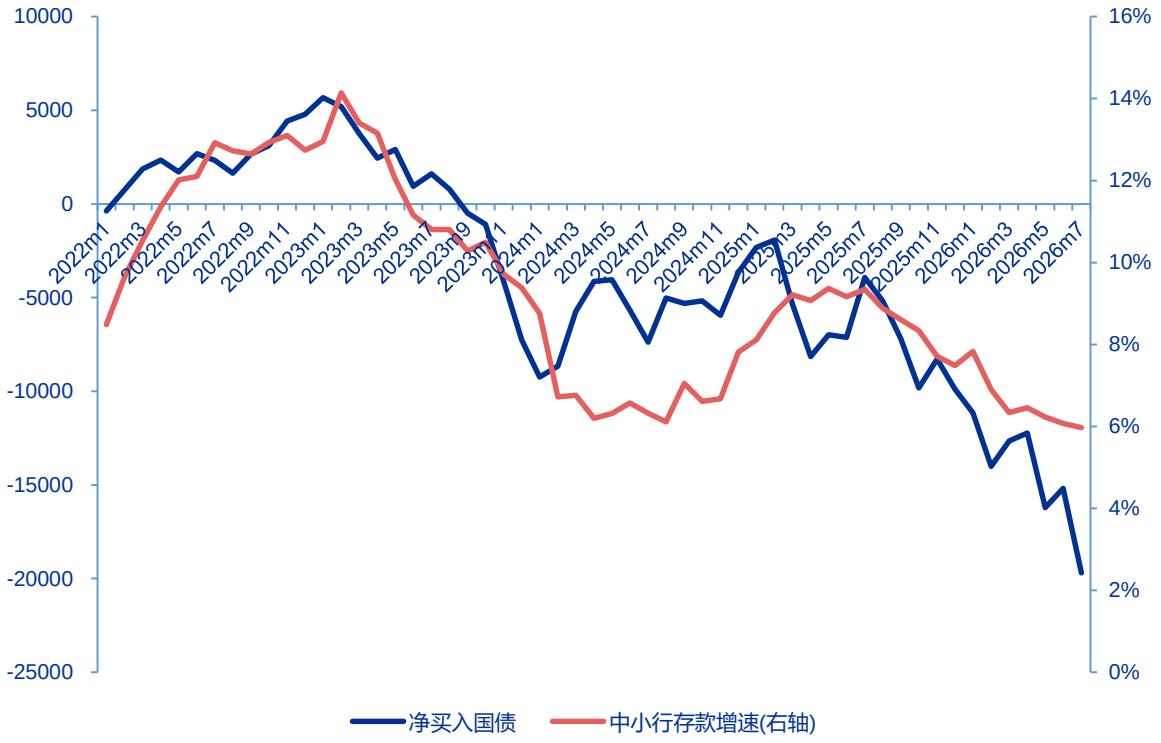
资料来源:Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3 央行流动性影响债券收益率曲线路径：针对中小行，流动性传导失效

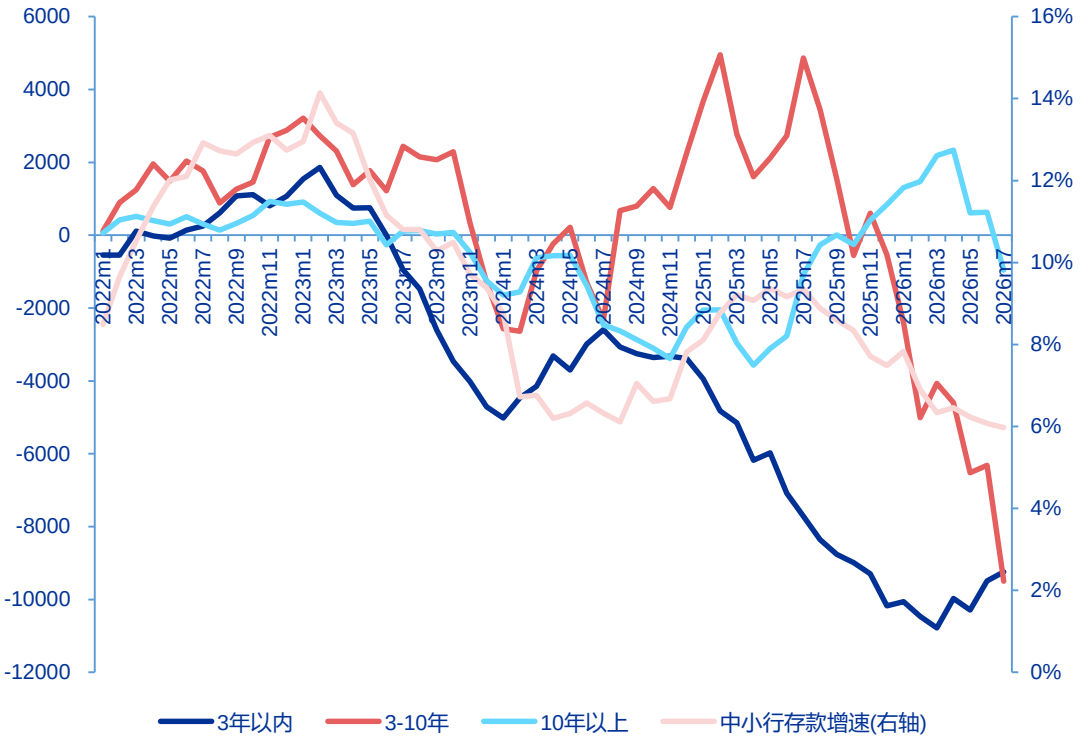
- **存款增速匹配债券，超长债交易属性增强。分期限看，存款增速与3-10年的中期限国债走势更相关，超长债交易属性明显增强。**

中小行存款增速与净买入国债(亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

中小行存款增速与各期限国债净买入(亿元)



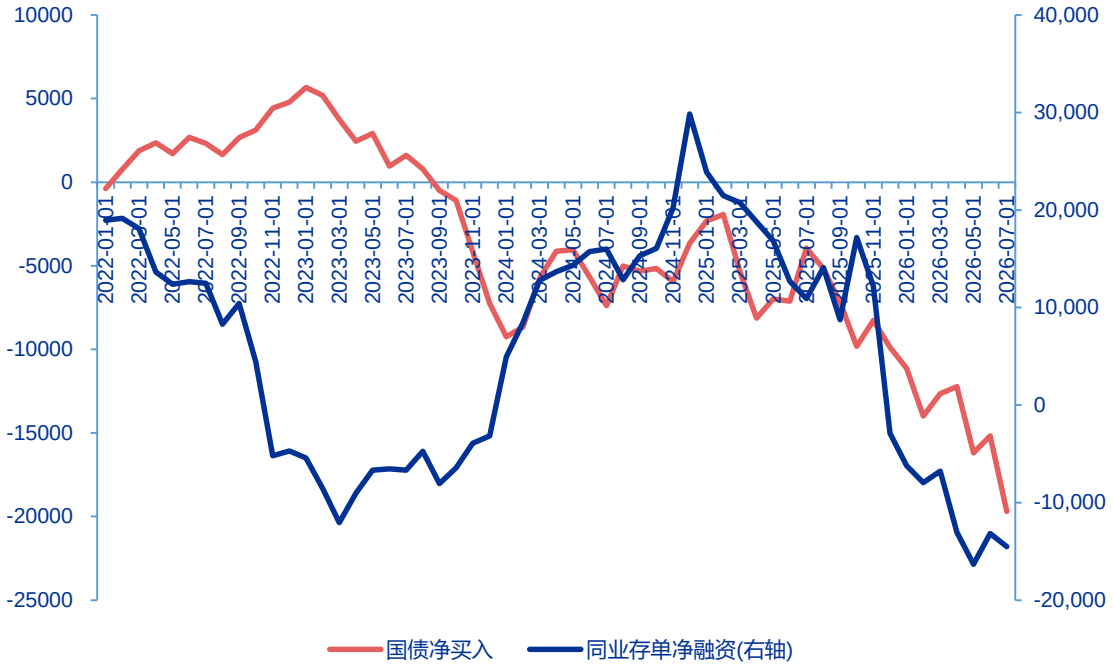
资料来源:Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

3.3央行流动性影响债券收益率曲线路径：流动性传导失效

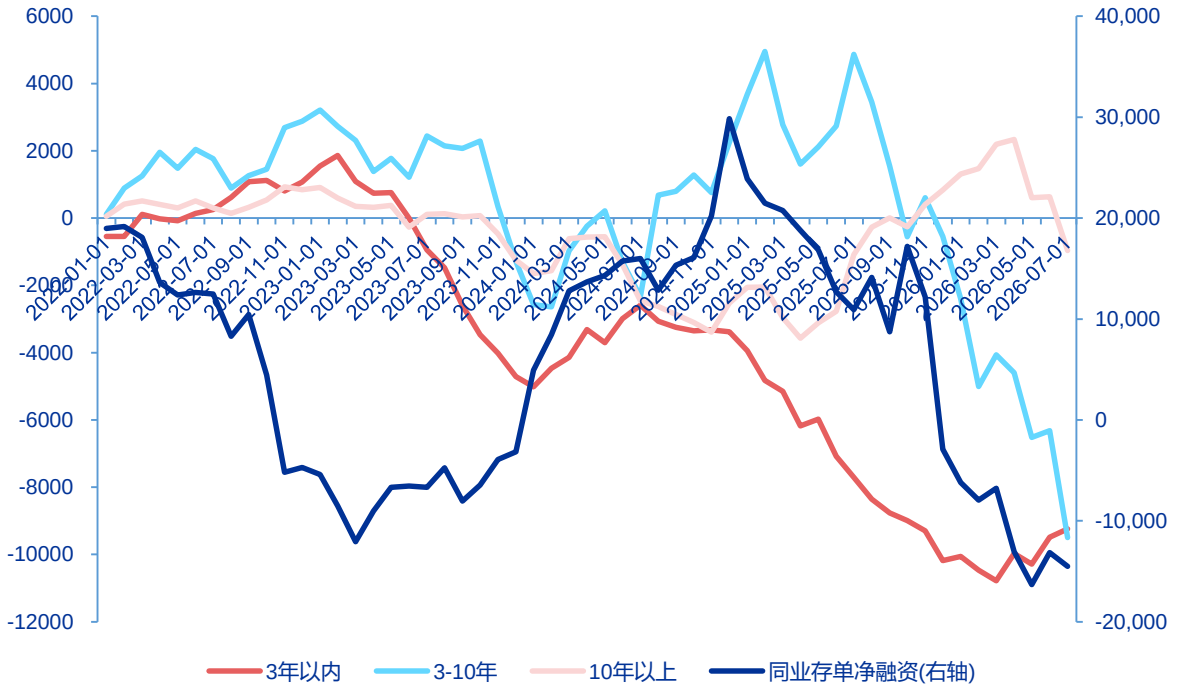
- **中小行同业存单净融资与国债配置正相关。不同于大行主动承担信贷、财政发债任务，中小银行是利润导向型，同业存单仍以负债管理为主。当同业存单与国债有利差，具备配置价值时，中小银行主动通过同业存单扩表，积极买入国债。**

中小行同业存单净融资与国债净买入(单位：亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

中小行同业存单净融资与各期限国债净买入(单位：亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

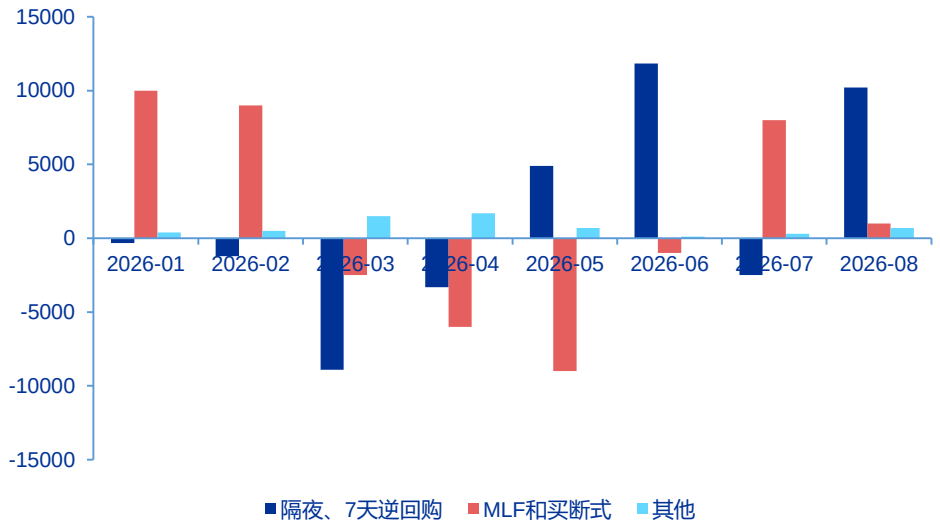
1. 货币政策框架转型期央行流动性传导路径
2. “资产荒”背景下央行为何能够引导市场?
3. 流动性结构性短缺情形下央行调控思路及传导方式
4. 不同情景下央行价格调控效果分析
5. 总结

下载日志已记录，仅供内部参考

4.1 不同场景下央行调控效果

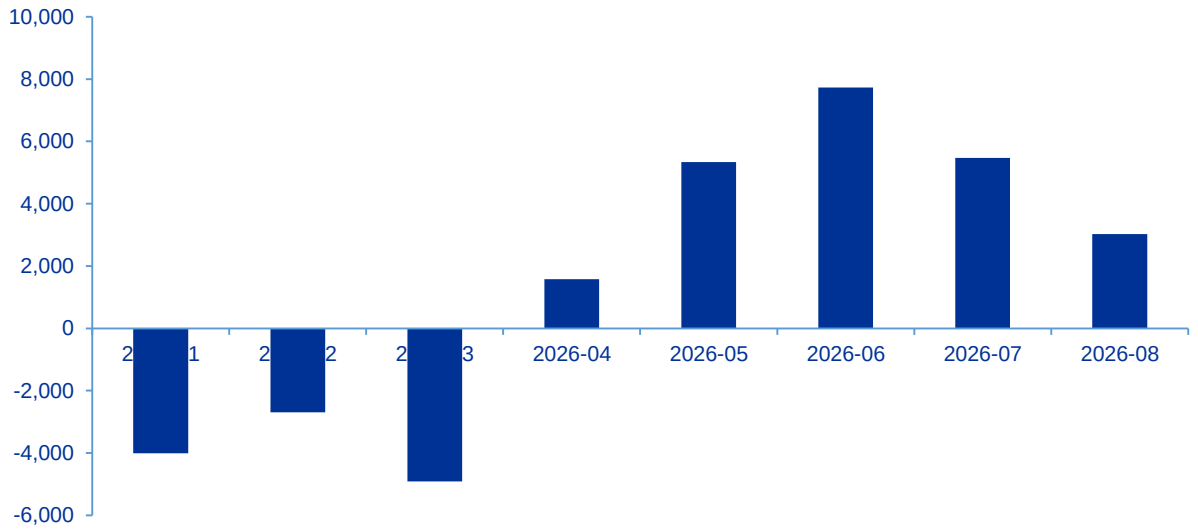
- **大行流动性充裕阶段（3-4月份）：**收短收长，汇率升值趋势下银行存款增加，流动性充裕，大行资金冗余。4月大行同业存单净融资虽小幅转正，不改大行流动性宽裕态势。此时央行收紧长端资金，影响长债收益率走势效果较弱。
- **大行流动性紧张阶段（5-6月份）：**投短收长，稳定资金中枢。收紧买断式和MLF的量，同业存单净融资转正。此时央行流动性传导至长债收益率的效果较好。
- **大行流动性紧张阶段（7-8月份）：**收短放长，配合政府债券发行。即使投放长端资金，大行流动性仍承压，同业存单净融资持续为正。此时央行收紧长端资金，可能造成大行卖10年以内国债，长债承压。

2026年1-8月央行流动性投放情况(亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

2026年1-8月同业存单净融资(亿元)



资料来源:Wind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

4.2 回顾8月央行操作及可能效果

- **隔夜、7天逆回购：**加快隔夜逆回购操作频率，月中、月末均采用隔夜逆回购操作，熨平税期、月末资金扰动。隔夜操作频率符合预期，核心是加快隔夜逆回购转型为政策利率，不代表央行资金面态度。

- **买断式、MLF：**买断式净投放15000亿元，到期13000亿元，净投放2000亿元；月末MLF投放5000亿元，到期6000亿元，缩量1000亿元。

- **央行对长债的态度：**8月下旬，政府债券集中供给，MLF缩量续作超市场预期，或表明央行调控长债的意图。但考虑到缩量规模整体不大，说明央行仍有所掣肘。既想维持资金面平稳，支持财政发债；又想缓解长债下行速度，减少机构羊群行为及债市回调风险。

- **可能效果：**当前大行同业存单净融资为正，说明大行流动性承压。假如央行持续收紧长端资金，大行可能净卖出10年以内国债，缓解负债压力。10年以内国债收益率维持窄幅震荡，下行空间有限；30年与10年期国债利差较高，仍存在进一步压缩空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

主要内容

1. 货币政策框架转型期央行流动性传导路径

2. “资产荒”背景下央行为何能够引导市场?

3. 流动性结构性短缺情形下央行调控思路及传导方式

4. 不同情景下央行价格调控效果分析

5. 总结

下载日志已记录，仅供内部参考

5 总结

- **流动性调控核心：**1）银行流动性短缺；2）货币基金不足以满足全市场资金需求。

- **“资产荒”背景下银行存在结构性流动性短缺。**即大行资产端信贷、政府债券扩张后，存款并未回流，流动性长期处于紧张阶段。中小行负债压力较小，主动向央行融资需求不足，流动性传导无法发挥作用。

- **央行流动性影响债券收益率曲线的路径：**针对非银端，影响DR、R利率中枢，进而影响非银负债成本和杠杆策略，最后传导至债券收益率曲线。短端利率已倒挂，非银杠杆策略失效，央行流动性通过非银传导至债券收益率曲线的效果不显著。针对银行端，通过买断式回购、MLF的量价，影响大行同业存单净融资量，进而影响大行买债行为。大行负债压力较大阶段，央行能有效引导同业存单净融资，进而影响银行买债行为，最终影响债券收益率曲线。

- **潜在的影响：**当前大行同业存单净融资为正，说明大行流动性承压。假如央行持续收紧长端资金，大行可能净卖出10年以内国债，缓解负债压力。10年以内国债收益率维持窄幅震荡，下行空间有限；30年与10年期国债利差较高，仍存在进一步压缩空间。

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

- 1、宏观调控力度超预期，可能带来基本面改善超预期。
- 2、金融监管超预期，可能带来债市较大波动。
- 3、市场风险偏好超预期，可能带来债市扰动。
- 4、海外环境变化超预期，可能通过政策对冲、基本面变化等渠道对债市产生较大影响。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）	：相对强于市场表现20%以上；
增持（Outperform）	：相对强于市场表现5%～20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（BUY）：	：股价预计将上涨20%以上；
增持（Outperform）	：股价预计将上涨10-20%；
持有（Hold）	：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持（Underperform）	：股价预计将下跌10-20%；
卖出（SELL）	：股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡（Underweight）	：行业弱于整体市场表现。
本报告采用的基准指数	：恒生中国企业指数（HSCEI）

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

下载日志已记录，仅供内部参考

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司http://www.swsresearch.com网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

下载日志自记录，仅供内部参考

有信仰 敢担当
守正创新 追求卓越

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

黄伟平
huangwp@swsresearch.com

申万宏源研究微信订阅号

申万宏源研究微信服务号