

## 行业研究

## 票据与资金利率为何背离？

——流动性周报（2022.10.24-2022.10.30）

## 银行业

## 买入（维持）

## 作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

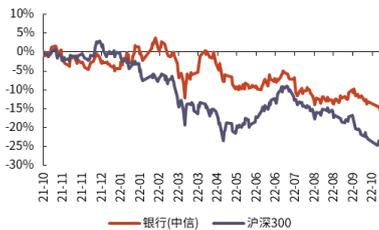
010-56513030

liujie9@ebsecn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebsecn.com

## 行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

政策性银行信贷大有可为——流动性周报  
(2022.10.17-2022.10.23)票据利率失效了吗？——流动性周报  
(2022.10.10-2022.10.16)对于信贷不妨再乐观一点——流动性周报  
(2022.09.26-2022.10.09)同业存单发力意味着什么？——流动性周报  
(2022.09.19-2022.09.25)存款利率下调“七问七答”——流动性周报  
(2022.09.12-2022.09.18)关于“票兑比”的思考——流动性周报  
(2022.08.22-2022.08.28)从金融债视角看同业存单——流动性周报  
(2022.08.15-2022.08.21)6000亿MLF到期续作方式影响大吗？——流动性周报  
(2022.08.08-2022.08.14)同业存单利率还有下行空间吗？——流动性周报  
(2022.08.01-2022.08.07)3Y与5Y存款利率“倒挂”的启示——流动性周报  
(2022.07.18-2022.07.24)

## 要点

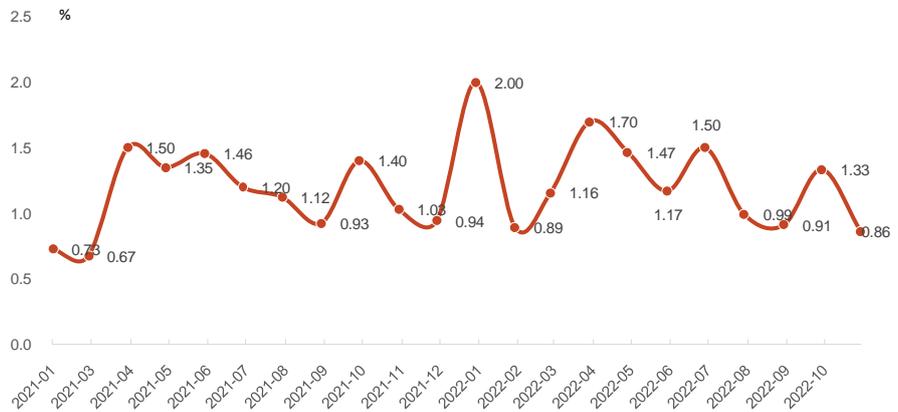
## 本周观点：票据与资金利率为何背离？

10月下旬以来，票据与资金利率逐渐走出背离态势，表现为1M国股转贴利率持续下行至0.6%，月末甚至出现大幅下探迹象，令市场担忧10月份信贷是否会出现变数。但另一方面，DR001、DR007以及同业存单利率均有所上行，央行连续多个交易日每日投放大规模OMO维稳跨月资金面。结合近期资金市场、票据市场以及外汇市场形势，我们的观点如下：

## 一、资金利率上行：临近月末时点的缴税与银行负债调整共振

提及近期流动性收紧和资金利率上行，市场首先考虑的因素，无非就是缴税因素，毕竟10月份是传统缴税大月（10月申报期截止时间为10月26日，且又临近月末，会放大资金面波动），2017-2021各年10月政府存款净增均值为8590亿，为年内最高月份，加之10月有5000亿专项债发行以及国庆期间居民取现需求提升，会对基础货币形成抽水效应。

图1：静态测算缴税、专项债发行以及国庆期间居民取现导致超储率降至0.9%以下



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

上述因素合计造成基础货币流失约1.5万亿，在不考虑外汇占款、央行净投放以及准备金缴纳等因素情况下，静态测算将导致10月份超储率降至0.86%，为年内新低。因此，10月下旬以来资金利率上行，用财政因素+月末因素共振来解释似乎是合理的。

然而，上述分析方法往往存在一些“瑕疵”，即政府存款的预测是基于过去5年的均值，可能导致测算误差。例如：今年1-9月政府存款净增仅806亿，而2017-2021年1-9月净增规模维持在0.6-1万亿，如果再考虑政府债券净融资约5万亿，仅次于2020年水平，可推断今年公共财政收支缺口较往年明显扩大，在经济下行压力加大+减税退费政策影响下，10月份尽管为缴税大月，但财政因素对基础货币和流动性的影响也不宜过分夸大。

表 1: 近 5 年缴税大月资金利率波动幅度 (bp)

	DR001/DR007 税期高峰上行幅度				
	1月	4月	5月	7月	10月
2018	41/24	25/24	31/9	10/4	-64/-2
2019	58/27	-42/-22	70/11	102/36	-50/-17
2020	92/42	21/8	102/76	65/16	51/37
2021	95/48	30/10	14/15	24/4	58/36
2022	-15/-10	-12/-25	9/5	11/6	63/35

资料来源: Wind, 光大证券研究所。利率波动幅度选取税期高峰后 2-3 个工作日极值与税期前 2-3 个工作日极值做差。其中 2019 年 1 月、2021 年 7 月央行采取了降准措施。

复盘近 5 年缴税大月资金利率波动情况不难发现:

(1) 今年 1、4、5、7 月份 DR001 和 DR007 在税期的波动幅度明显小于过去几年的水平, 甚至出现了利率回落, 也印证了今年流动性环境较为宽松, 税期扰动下降。

(2) 今年 10 月份以来资金利率上行幅度较大, DR001 上行超过 60bp, 高于过去两年水平, DR007 则基本持平。

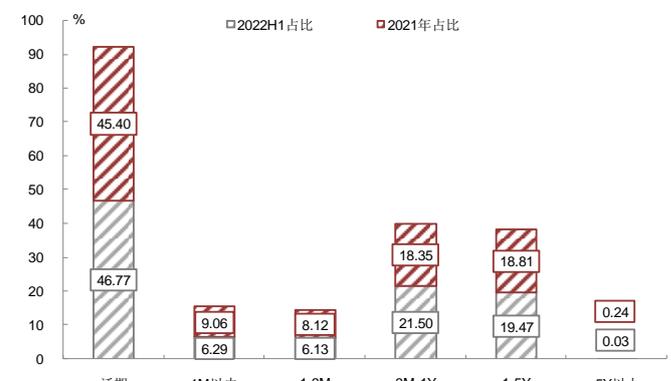
这反映出, 财政因素并不是 10 月流动性收紧的唯一驱动因素, 另外一个可能的原因也不容忽视, 即银行负债端压力和司库策略的调整。

图 2: 截止 9 月末准货币增速高达 14.2%



资料来源: Wind, 光大证券研究所 测算

图 3: 今年 3M 以上定期存款占比较年初提升 3.6 个百分点



资料来源: Wind, 光大证券研究所 测算

我们知道, 今年银行存款定期化现象较为严重: 截止 9 月末准货币余额增速 (M2-M1) 高达 14.2%, 显著高于过去 5 年水平; 半年末 3M 以上定期存款占比 41%, 较年初提升 3.6 个百分点。这样一来, 尽管监管先后在 4 月份 (MPA 考核加分) 和 7 月份 (存款挂牌利率下调) 推出了降低存款成本率的政策, 但存款久期拉长却稀释了负债成本管控带来的红利, 使得存款成本率降幅明显低于贷款收益率, NIM 压力持续加大, 加之明年年初按揭贷款面临重定价 (2022 年 5Y-LPR 报价下调 35bp), 进一步加强负债成本管控迫已在眉睫。

在此情况下, 部分国股银行 9 月份以来通过加强限额管理, 适度退出高成本定期存款 (3Y 期及以上定期存款), 这些资金的流向主要有三个渠道: 一是向短久期品种迁徙; 二是购买理财产品形成非银存款; 三是流向其他银行。在

前期存款增长相对冗余的情况下，近期国股银行负债管理策略可能有所调整，即 9-10 月份存款增长呈现“月初冲高（短久期协定存款、通知存款）、月末回落”特点，存款久期边际下降。

#### **但这样一来，会出现三个问题：**

(1) 临近月末时点，司库日间流动性一度有所收紧，净融出规模出现缩量。

(2) 流动性边际收紧情况下，短端资金利率中枢上行，压缩了机构配置同业存单的利差，甚至可能出现倒挂情况，进而导致发行机构被迫提价。但在 NIM 承压背景下，司库预算线和对同业存单的心里价位并不高。这就导致了近期同业存单出现“量缩、价升”的格局。

(3) 在前三季度银行存款增长较为冗余、增量存贷比大幅下降，以及贷款收益率降幅明显快于存款端的背景下，预计存款策略的调整在年内都将延续。

因此，我们提示市场，上述银行资产负债行为的新变化，可能会使得临近月末时点资金市场波动性加大，此时更加需要央行公开市场操作的呵护，来平抑利率波动。

## **二、票据利率下行预示着 10 月份信贷会大幅转弱吗？**

在资金利率上行的同时，票据利率却快速下行，其中 1M 转贴利率由 1.79% 已下行至 0.6%，表明供需矛盾占据了主导地位，究其原因：

一方面，10 月份本是信贷小月，经过 9 月份的大幅冲量，部分银行市场化项目储备可能出现一定“透支”。

另一方面，作为重要会议之后的首月，料央行下达的狭义信贷投放目标不低，10 月份以来，在监管驱动各类推动“宽信用”的政策工具助力下，对公贷款增长情况较略好一些，但零售贷款出现明显缩量，背后映射出整体居民端消费类信用活动景气度的低迷。临近月末时点，在狭义信贷考核约束下，部分中小银行收票意愿开始加大，通过冲量占据信贷额度。

票据利率大幅下行，也令市场担忧是否 10 月份信贷景气度会大幅转弱，甚至出现类似于 7 月份的“断崖式”下跌。我们认为，这种情况出现的可能性并不大。

1、去年四季度政策性银行新增人民币贷款投放不足 1000 亿，基数水平较低，今年在 6000 亿+开发性金融工具、保交房专项借款等助力下，政策性银行四季度料将维持一定强度的信贷投放，且这些贷款均为对公中长期。

2、近期设备更新改造贷款和制造业中长期贷款支持强度加大，国有大行持续发挥“头雁”效应，传统基建领域重点项目的配套融资也多由大型银行提供，预计 10 月份信贷能够同比多增。

3、股份制等中小银行信贷景气度回落明显，更多呈现出了市场化需求的疲软。我们预估 10 月份票据吞吐量主要由中小银行贡献。

综上分析，尽管 10 月末票据利率出现了明显下行，但并不意味着信贷会出现断崖式下跌，最终数据表现可能会相对“温和”。

### 三、人民币汇率一度上演“千点反转”，防范形成单边贬值预期

10月下旬以来，人民币兑美元汇率再度迎来快速贬值，CNY一度跌破7.3，中间价与CNY汇差10月19-25日期间持续维持在1000个基点以上，反映出贬值预期较为浓厚，CNH更是跌至7.33。

但10月26日，人民币汇率上演了“千点反转”，CNY较前一交易日上涨1369个基点，CNH则上涨1183个基点，核心驱动因素在于非美国国家强力稳汇率措施，以及美国房地产数据疲软导致美元指数一度回落至110以下，同时也不排除采取了其他手段加强了外汇市场管控。

10月25日，人民银行、外管局将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25。我们认为，此举信号意义相对更大，因为：

1、金融机构跨境融资需受到MPA约束，具体为：跨境融资风险加权余额上限=银行一级资本×跨境融资杠杆率×宏观审慎调节参数。目前，跨境融资杠杆率为0.8，宏观审慎调节参数此前为1，近期调整为1.25，理论上可以将跨境融资的余额上限提升25%，此举旨在扩大外资流入限额，稳定人民币汇率。

2、跨境融资的业务品种包括存款、信用证、贸易融资、境外同业存放和拆借，双边信贷等等，规模的高低主要取决于外贸景气度、国内外无风险利差以及银行外币业务开展能力。

3、从实际情况看，许多银行跨境融资限额的实际使用比例较低，部分银行占比可能为个位数水平。因此，将宏观审慎调节参数由1上调至1.25，尽管可以调增限额，但实际作用相对有限，更多释放了稳汇率的信号。

总体来看，随着美元指数回落以及央行稳汇率工具的推出，人民币汇率贬值势头有所缓解，未来仍需防范单边贬值预期。人民币汇率经历26日大幅升值之后，再度走贬，且在7.2-7.3形成“拉锯战”；CNY持续负向偏离中间价，进而对下一个交易日中间价形成“施压”。

目前，国内因素包括近期央行连续多个交易日大额公开市场操作、疫情形势严峻、市场对经济预期未见好转等，总体利好利率表现，但汇率承压也会对利率形成“牵扯”，广谱利率运行仍处于区间震荡的“焦灼”状态，维持“不高不低”水平是最大公约数。

## 1、下周要点梳理

下周（10月31日-11月4日）提请市场关注要点事件：

- (1) **央行7D-OMO累计到期8500亿**，跨月后预计市场资金面转松，日度OMO投放或仍延续前期20亿操作模式，10月底增量基础货币投放预计周内陆续回笼，银行间市场OMO存量回归维持100亿常态水平。
- (2) **下周政府债券合计到期1841亿，计划发行2946亿，净融资规模预计1104亿，较本周少增398亿。**其中，国债、地方债净融资预计分别为933亿、171亿，分别较本周少减1460亿，少增1858亿。

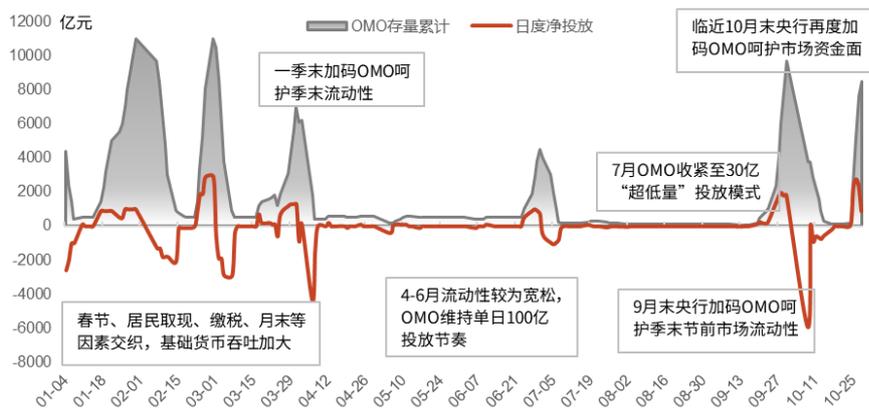
## 2、一周回顾

### 2.1、货币市场

#### 2.1.1、资金市场

**央行加码 OMO 呵护月末流动性。**受月末时点叠加税期高峰、专项债发行提量等因素影响，市场资金面边际略有收紧。周内央行加大 OMO 投放规模，逆回购累计投放 8500 亿，到期 100 亿，基础货币净投放 8400 亿。截至 10 月 28 日，OMO 存量余额为 8500 亿，接近 9 月末峰值。

图 4：OMO 回归 20 亿低量模式



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 10 月 28 日

**短端资金利率有所上行。**截至 10 月 28 日，DR001、DR007 分别录得 1.32%、1.97%，分别较上周上行 9、29bp。10 月以来 R001 日均成交量为 4.86 万亿，规模较上月小幅回落。

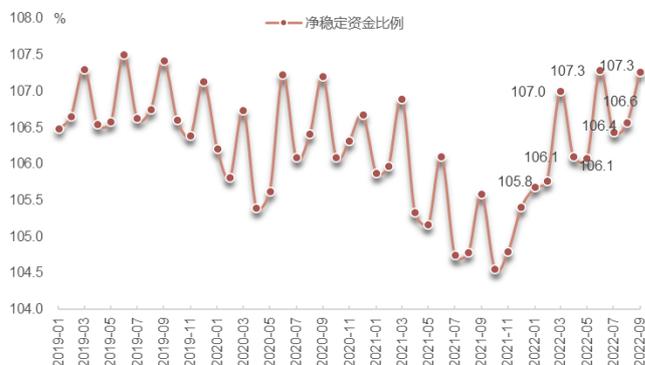
**9 月银行 NSFR 测得 107.3%，较 8 月提升 0.7pct，逼近 2018 年来历史峰值。**分子端，吸存力度不减叠加中长期存单配置加量带动可用稳定资金增长提速，同比增速较上月提升 0.3pct 至 12.5%。分母端，中长期贷款增速较 8 月小幅提升 0.4pct 至 10.8%，但仍不及去年同期（14.6%），信贷需求修复进程相对缓慢。行业整体存贷增长匹配度较高，流动性指标安全边际持续走阔。

图 5：10 月 R001 日均成交量小幅回落至 4.86 万亿



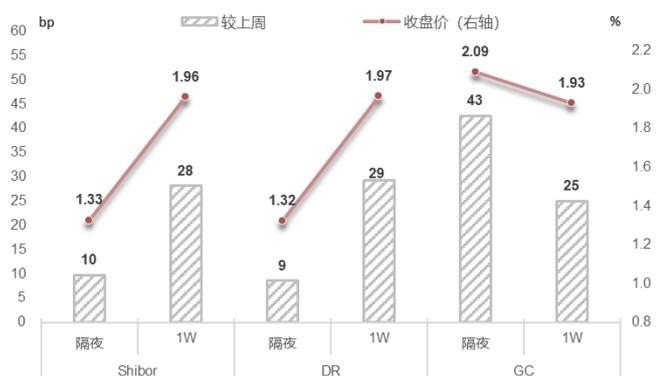
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月-2022 年 9 月，10 月 10-28 日

图 6：9 月 NSFR（测算值）为 107.3%



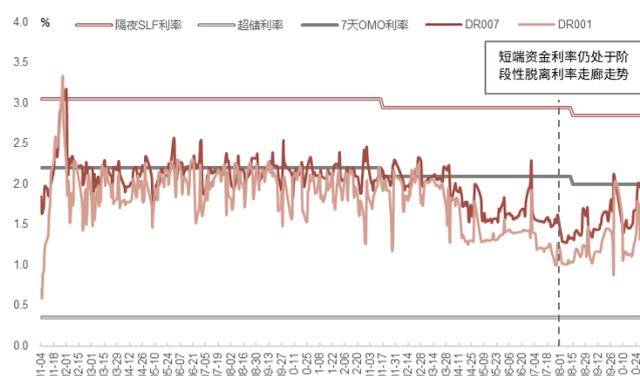
资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2018 年 1 月-2022 年 9 月

图 7: DR001 较上周上行 9bp 至 1.32%



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2022 年 10 月 24 日-2022 年 10 月 28 日

图 8: 短端资金利率仍偏离政策利率中枢运行

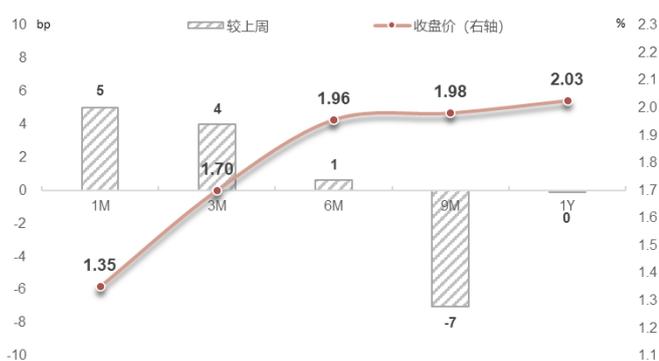


资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月 4 日-2022 年 10 月 28 日

### 2.1.2、同业存单

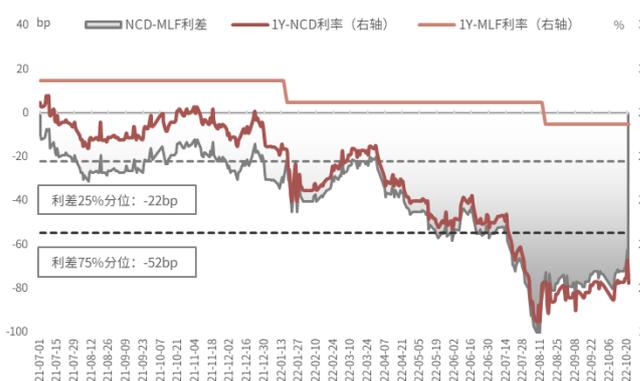
1Y 国股 NCD 利率维持 2.03%。截至 10 月 21 日, 1Y 国股行 NCD 利率录得 2.03%, 同上周持平; NCD-MLF 利差为-72bp, 倒挂幅度同上周持平。

图 9: 1Y-NCD 利率维持 2.03%



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2022 年 10 月 24 日-10 月 28 日

图 10: 1Y-NCD 仍偏离 1Y-MLF 利率运行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 7 月 1 日-2022 年 10 月 28 日

备案额度使用方面, 本周 NCD 净融资规模合计-4295 亿, 较上周少增 4772 亿。截至 10 月 28 日, 本月 NCD 净融资-4293 亿, 较 2021 年同月少增 8790 亿, 国有行、股份行、城商行年内存单备案额度使用进度分别为 72%、69% 和 64%, 基本与去年同期持平。

表 2: 本周同业存单净融资规模及较上周变化情况

	银行类型				期限品种					合计
	国有行	股份行	城商行	其他行	1M	3M	6M	9M	1Y	
净融资 (亿)	-562	-2377	-1159	-197	18	-283	-25	-704	-3302	-4295
较上周 (亿)	-406	-2882	-1227	-257	4	-553	-336	-531	-3356	-4772

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 时间: 2022 年 10 月 24 日-10 月 28 日

表 3：7-10 月同业存单净融资规模及同比变化情况

亿元		银行类型				期限品种					合计
		国有行	股份行	城商行	其他行	1M	3M	6M	9M	1Y	
2022 年 7 月	净融资	(3127)	(603)	914	(211)	458	(2230)	(407)	1856	(2704)	(3027)
	同比上年	(4588)	(617)	657	(228)	63	(1324)	(456)	5418	(8475)	(4775)
2022 年 8 月	净融资	168	(2666)	(865)	(189)	(538)	(1229)	(951)	2070	(2904)	(3552)
	同比上年	(561)	(2284)	(1626)	(315)	128	(1384)	(1381)	4988	(7137)	(4786)
2022 年 9 月	净融资	2440	1918	724	(108)	296	(1621)	1709	1170	3420	4974
	同比上年	1548	(1052)	919	222	(279)	288	3949	(1524)	(796)	1638
2022 年 10 月	净融资	(546)	(1855)	(1453)	(440)	(448)	149	(376)	(965)	(2654)	(4293)
	同比上年	(2174)	(4012)	(2062)	(542)	(1485)	1780	(976)	(338)	(7771)	(8790)

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间：2022 年 9 月-10 月，其中 10 月为 1-28 日；注：红色数据为负值

表 4：2021-2022 年 NCD 备案额度使用进度对比

(万亿)	2021 年				2022 年			
	备案额度	截至 10 月 28 日净融资	截至 10 月 28 日余额	使用进度	备案额度	截至 10 月 28 日净融资	截至 10 月 28 日余额	使用进度
国有行	3.44	0.67	2.72	79%	4.63	0.45	3.31	72%
股份行	6.75	0.82	5.31	79%	7.61	-0.40	5.22	69%
城商行	6.16	0.51	3.92	64%	6.73	0.09	4.28	64%
农村金融机构	2.12	0.09	0.96	45%	2.25	-0.03	1.04	46%
民营银行	0.04	0.01	0.03	81%	0.07	0.03	0.69	100%
外资银行	0.23	0.06	0.10	45%	0.19	0.03	0.12	61%
合计	18.74	2.16	13.05	70%	21.48	0.18	14.66	68%

资料来源：中国货币网，Wind，光大证券研究所整理

表 5：2022 年 10 月主要银行同业存单发行压力数据

2022年10月同业存单发行压力数据表（更新日期：10月28日 单位：亿元）											
	2022年备案额度	备案额度较去年增减	存量余额	剩余额度	10月发行	10月到期	10月净融资	Q3发行	Q3到期	Q3净融资	年内到期
工商银行	4000	2000	0	4000	0	0	0	0	0	0	0
农业银行	11000	3000	10167	833	0	469	-469	2123	1795	328	6663
中国银行	8000	1300	6799	1201	916	185	732	1526	1798	-272	6267
建设银行	9320	3320	8516	804	611	661	-50	1761	1981	-221	7019
交通银行	11000	3000	7658	3342	231	990	-759	1622	1975	-353	7952
邮储银行	3000	0	0	3000	0	0	0	0	0	0	0
兴业银行	9000	0	6564	2436	1062	1298	-236	1689	2877	-1188	9593
浦发银行	12127	3127	9255	2872	337	481	-144	2664	2585	78	8824
招商银行	6000	0	522	5478	183	335	-151	76	709	-633	2371
中信银行	9600	1600	7620	1981	233	643	-410	2855	1722	1133	6108
光大银行	8000	2000	6472	1528	434	576	-141	1625	2273	-648	6560
民生银行	8500	0	5214	3286	68	361	-293	2202	2046	156	6134
平安银行	9050	1550	5683	3367	283	503	-220	1389	1140	249	6964
华夏银行	4000	0	3300	700	214	328	-114	988	1334	-347	3937
广发银行	3100	0	2534	566	54	139	-85	746	360	386	2323
浙商银行	3300	300	1944	1356	256	323	-68	236	562	-327	2951
北京银行	3864	264	2595	1268	215	300	-85	846	1193	-347	3437
上海银行	2250	250	1958	292	554	668	-114	1913	1852	61	5654
南京银行	3096	96	1573	1523	125	316	-191	786	872	-87	2259
宁波银行	4754	1099	2830	1924	246	526	-280	1483	1053	430	4230
江苏银行	4800	300	4244	556	528	380	148	2100	1676	424	4114

资料来源：中国货币网，Wind，光大证券研究所

## 2.2、债券市场

### 2.2.1、政府债券

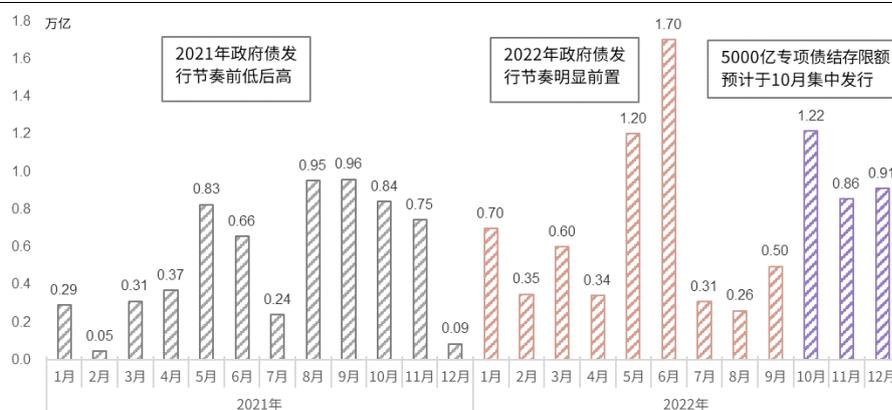
周内政府债发行规模有所回落。本周政府债净融资规模 1503 亿，较上周多增 357 亿，其中，国债、地方债净融资分别为-527、2030 亿。下周政府债计划净融资约 1104 亿，国债、地方债分别为 933 亿、171 亿。

表 6：2021-2022 年政府债券发行进度对比

(亿元)	2022 年			2021 年		
	预计净融资限额	截至 10 月 28 日累计净融资	发行进度	净融资限额	截至 10 月 28 日累计净融资	发行进度
国债	26500	19214	73%	27500	14352	52%
地方政府债	43700	46223	95%	44700	40746	91%

资料来源：2022 年政府工作报告，Wind，光大证券研究所整理

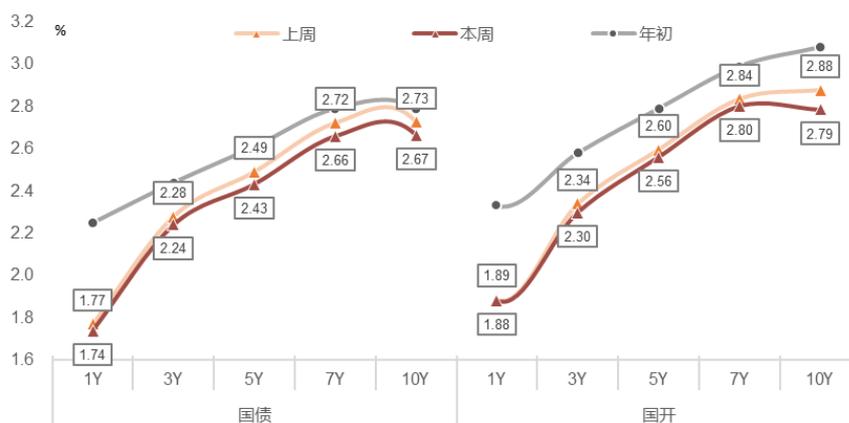
图 11：5000 亿专项债结存限额预计 10 月集中发行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-2022 年 12 月，其中 2022 年 10-12 月为预测值

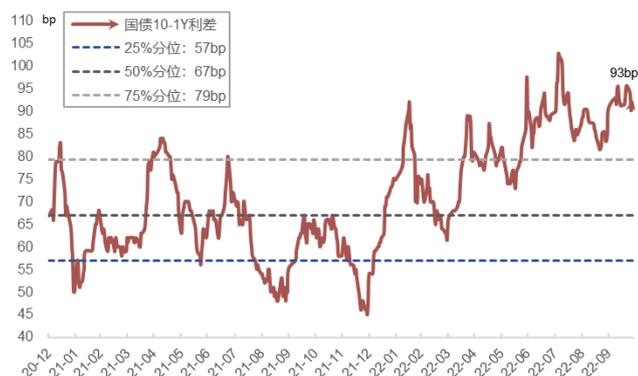
10Y 国债收益率下行 6bp 至 2.67%。截至 10 月 28 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期收益率分别录得 1.74%、2.24%、2.43%、2.66%和 2.67%，分别较上周下行 3、4、6、6、6bp。

图 12：10Y 国债收益率较上周下行 6bp 至 2.67%



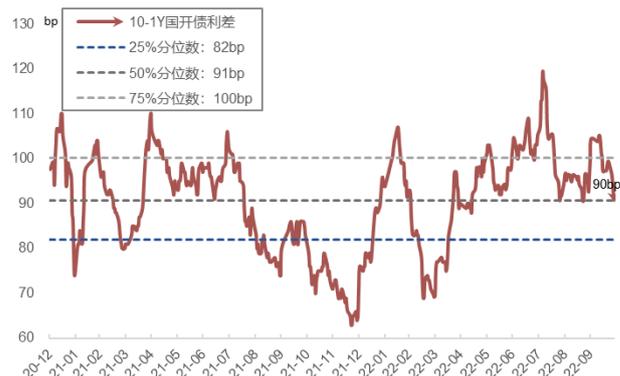
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 10 月 24 日-2022 年 10 月 28 日

图 13: 国债 10-1Y 利差小幅回落 90%分位水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月 1 日-2022 年 10 月 28 日

图 14: 国开债 10-1Y 利差回落至中位数水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月 1 日-2022 年 10 月 28 日

截至 2022 年 10 月 28 日, 各地支持中小银行发展补充资本专项债共计发行 2432 亿, 其中 2022 年发行 485 亿, 年内辽宁、大连、甘肃三地发行规模分别为 135、50、300 亿。

表 7: 2021 年来各地支持中小银行发展补充资本专项债发行情况

发行人地域	发行日期	到期日期	发行额 (亿)	期限 (年)
云南	2021/9/28	2031/9/29	44	10
天津	2021/8/6	2031/8/9	93	10
四川	2021/3/9	2031/3/10	114	10
陕西	2021/8/23	2031/8/24	46	10
山东	2021/9/13	2031/9/14	100	10
内蒙古	2021/8/16	2031/8/16	77	10
辽宁	2021/5/19、2021/9/7	2031/5/20、2031/9/8	196	10
江西	2021/8/24	2031/8/25	79	10
吉林	2021/9/15	2031/9/16	126	10
湖北	2021/9/24	2031/9/27	37	10
黑龙江	2021/6/17	2031/6/18	123	10
河南	2021/9/17	2031/9/22	257	10
河北	2021/9/7、2021/9/30	2031/9/8、2031/10/8	96	10
甘肃	2021/9/2	2031/9/3	126	10
福建	2021/6/23	2031/6/24	50	10
安徽	2021/9/28	2031/9/29	30	10
辽宁	2022/4/14	2032/4/15	135	10
大连	2022/8/30	2032/8/31	50	10
甘肃	2022/8/22	2032/8/23	300	10

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 注: 统计截至 2022 年 10 月 28 日

## 2.2.2、金融债

10 月共有 16 支商业银行债发行, 发行额共计 1484 亿, 到期 123 亿, 净融资 1361 亿, 较上年同期少减 1758 亿。

表 8：本月商业银行债券发行到期情况（更新至 2022 年 10 月 28 日）

发行/到期	发行起始日	债券简称	期限（年）	发行额度（亿）	发行利率（%）
发行	2022.10.11	22 陕西神木农商小微债	3	1	3.48
	2022.10.14	22 湖州银行绿色金融债	3	19	2.78
	2022.10.17	22 平安银行小微债	3	200	2.45
	2022.10.18	22 浙商银行小微债 03	3	50	2.47
	2022.10.18	22 浙商银行小微债 04	5	50	2.85
	2022.10.18	22 光大银行	3	480	2.47
	2022.10.19	22 苏州银行小微债	3	38	2.54
	2022.10.20	22 农业银行绿色 01	3	150	2.4
	2022.10.20	22 农业银行绿色 02	5	50	2.8
	2022.10.21	22 张家港农商绿色金融债	3	10	2.65
	2022.10.25	22 江苏兴化农商行绿色债	3	1	2.80
	2022.10.25	22 绍兴银行小微债 02	3	25	2.75
	2022.10.27	22 上海银行	3	300	2.5
	2022.10.28	22 平安银行 01	3	50	-
	2022.10.28	22 平安银行 02	3	50	-
2022.10.28	22 江阴农商绿色债	3	10	-	
到期	2022.10.08	19 顺德农商双创债 01	3	10	3.45
	2022.10.15	19 北湾银行绿金债 01	3	20	4
	2022.10.16	19 宁波银行小微债 02	3	60	3.46
	2022.10.22	19 通商银行债 01	3	15	3.7
	2022.10.24	19 苍南农商三农债 02	3	8	3.79
2022.10.25	19 乐山银行小微债 02	3	10	4.3	
净融资	-		-	1361	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 10 月 10 日-10 月 28 日

本月共有 10 支二级债、1 支永续债发行，二级债、永续债发行额度分别为 655 亿、200 亿；2 支二级债到期，额度共计 409 亿；预计 10 月二级债、永续债净融资分别为 246、200 亿。

表 9：本月商业银行资本补充工具发行到期情况（更新至 2022 年 10 月 28 日）

发行/到期	证券类型	证券简称	额度（亿）	期限（年）	发行利率（%）
发行	永续债	22 南京银行永续债 01	200	5	3.32
	二级债	22 灵川农商二级 01	1	5+5	5.2
	二级债	22 鹿城农商行二级资本债 01	10	5+5	4
	二级债	22 稠州商行二级资本债 01	15	5+5	3.9
	二级债	22 南浔农商二级	7	5+5	4.5
	二级债	22 泰兴农商二级	3	5+5	4.8
	二级债	22 中行二级资本债 02A	500	5+5	3.02
	二级债	22 中行二级资本债 02B	100	10+5	3.34
	二级债	22 安吉农商二级	8	5+5	4.5
	二级债	22 建德农商二级	3	5+5	4.8
	二级债	22 泸州银行二级 01	8	5+5	-
到期	二级债	17 通商银行二级 02	9	5	5
	二级债	17 农业银行二级	400	5	4.45

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 10 月 1 日-10 月 28 日

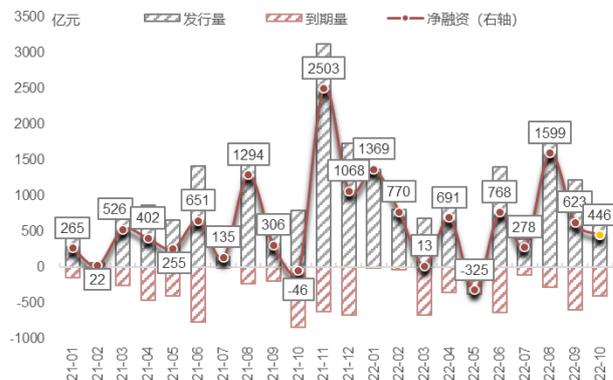
金融债收益率维持较低水位，信用利差较上周走阔 4bp。截至 10 月 28 日，商业银行 3 年期 AAA 级普通债收益率为 2.45%，较上周基本持平，与同期限国开债利差为 15bp，较上周走阔 4bp，上行至 10%分位水平。

图 15：10 月商业银行普通债净融资规模预计 1361 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月-2022 年 10 月，10 月 1-28 日

图 16：10 月商业银行资本补充工具净融资预计 446 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-2022 年 10 月，10 月 1-28 日

图 17：3Y 商业银行普通债利率 2.45%同上周持平



表 10: 商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况

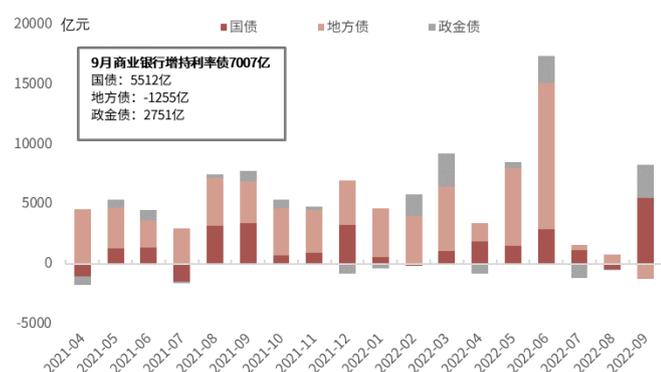
2022 年 10 月 28 日		5Y 到期收益率 (%)			5Y 信用利差 (bp)			5Y 等级利差 (bp)		期限利差 (bp)					
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-		AA+		AA	
										5Y-1Y	5Y-3Y	5Y-1Y	5Y-3Y	5Y-1Y	5Y-3Y
二级资本债	利率/利差	3.02	3.10	3.28	46	54	72	-8	-26	87	44	90	43	92	43
	分位数 (%)	0	1	2	5	5	3	67	81	56	86	52	78	40	61
永续债	利率/利差	3.07	3.12	3.49	51	56	93	5	42	84	40	84	41	100	56
	分位数 (%)	0	0	1	1	1	5	24	61	33	50	29	37	53	85

资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 二级资本债分位数计算区间为 2019 年 1 月 1 日-2022 年 10 月 28 日, 永续债分位数计算区间为 2021 年 8 月 16 日-2022 年 10 月 28 日

### 2.2.3、银行自营债券投资

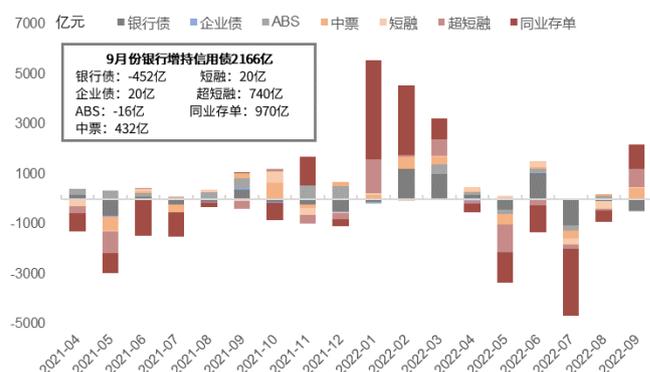
9 月银行配债力度有所回升。9 月银行增持利率债 7007 亿, 增持国债 5512 亿, 减持地方债 1255 亿, 增持政金债 2751 亿。信用债方面, 9 月 NCD、超短融为商业银行主要增持品种, 分别增持 970、740 亿。

图 18: 9 月商业银行增持利率债 7007 亿



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 5 月-2022 年 9 月

图 19: 9 月商业银行增持信用债 2166 亿



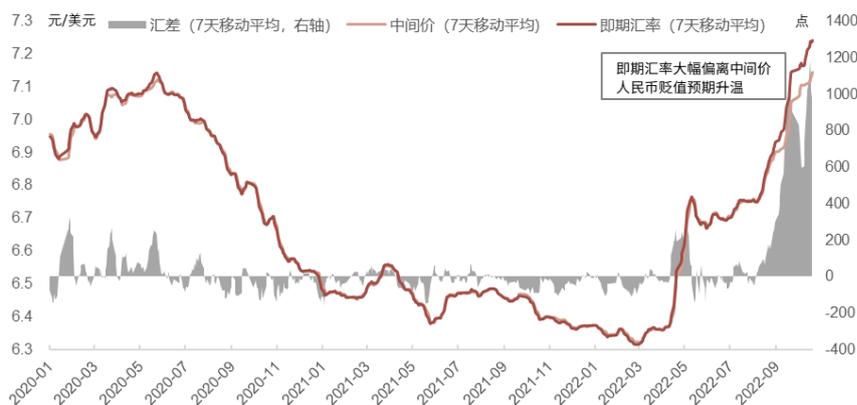
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 5 月-2022 年 9 月

## 2.3、外汇市场

### 2.3.1、人民币汇率

人民币兑美元汇率较上周小幅走跌 71 点收至 7.26。周内人民币兑美元汇率一度突破 7.3 关口, 但伴随外汇跨境融资宏观审慎参数上调等政策面信号释放, 叠加美元指数回落等外围因素, 人民币汇率逐步走强, 收复 7.3 关口。截至 10 月 28 日, 美元兑人民币即期汇率收盘价为 7.2565, 较上周小幅上行 71 点。即期汇率收盘价与中间价汇差录得 867 点, 较上周收窄 441 点。

图 20：人民币兑美元即期汇率较上周走跌 71 点收至 7.26



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 1 日-2022 年 10 月 28 日。汇差=（即期汇率收盘价-中间价）\*10000

### 2.3.2、美元指数与美债利率

**10Y 美债利率震荡延续 4%左右波动运行。**截至 10 月 28 日，10Y 美债利率为 4.02%，较上周下行 19bp；中美利差为-135bp，倒挂程度较上周收窄 13bp。

**高频经济指标走弱催化衰退预期升温，带动 10Y 美债利率高位回落。**周内公布数据显示美国三季度实际 GDP 年化环比上行 2.6%，略高于市场预期（2.4%），逆转上半年负增长态势。但更高频基本面指标表现偏弱，10 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 49.9，不及市场预期（51%），再度回落至荣枯线以下；服务业 PMI 初值 46.6，延续 7 月以来收缩态势，亦不及市场预期（49.2%）。美联储加息提速背景下，基本面指标表现走弱或加剧市场对经济衰退的担忧，带动周内美债利率自 4.2%以上峰值回落至 4%关口。

图 21：本周中美利差倒挂幅度较上周收窄 13bp 收至 135bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2004 年 6 月 1 日-2022 年 10 月 28 日

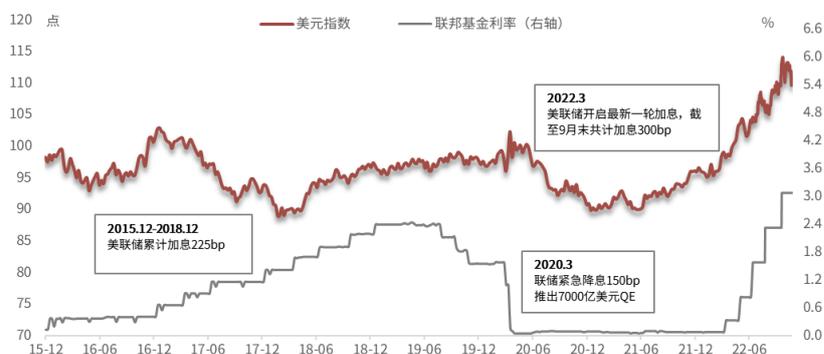
**美债 10Y-3M 期限利差出现倒挂。**截至 10 月 28 日，10Y、2Y、3M 美债收益率分别录得 4.02%、4.41%、4.18%，10-2Y 利差-39bp，倒挂程度较上周走阔 11bp。10Y-3M 利差-16bp，较上周收窄 28bp，再现 2020 年初倒挂行情。美联储高强度加息背景下，债市期限利差倒挂或加剧市场对经济衰退的担忧。

图 22: 10Y-3M 利差较上周收窄 28bp 再现倒挂行情



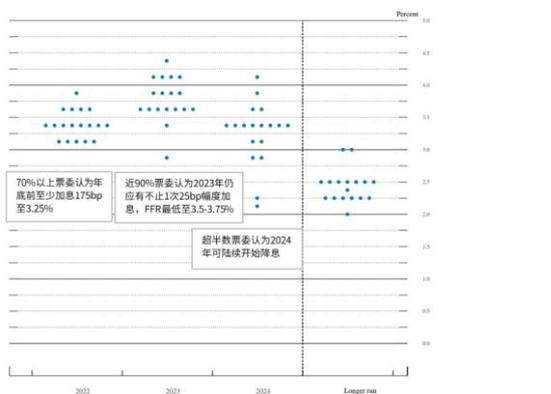
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2008年1月1日-2022年10月28日

图 23: 周内美元指数较上周回落 1.17 点收至 110.7



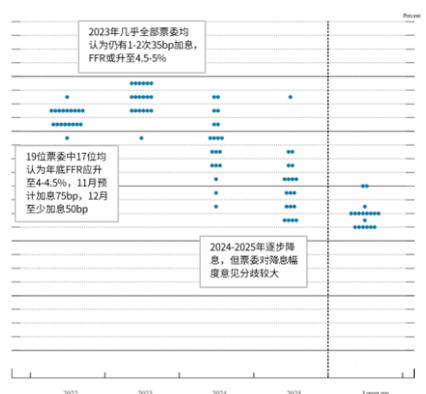
资料来源: FED 官网, Wind, 光大证券研究所; 时间: 2008年1月1日-2022年10月28日

图 24: 6 月点阵图显示年内至少仍有 175bp 加息



资料来源: FED 官网, 光大证券研究所

图 25: 9 月点阵图显示年底 FFR 将升至 4-4.5%



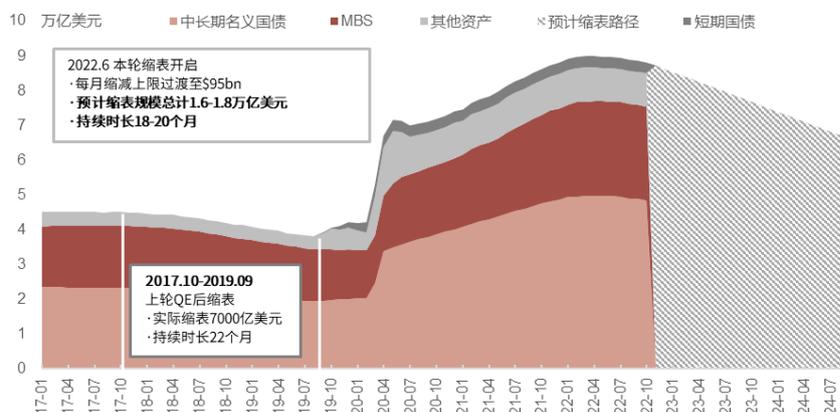
资料来源: FED 官网, 光大证券研究所

图 26：预计年内联邦基金利率或达 4.25-4.5% 区间



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 4 月 1 日-2023 年 1 月 18 日，其中 2022 年 10 月 31 日-2023 年 1 月 18 日为预测值

图 27：预计美联储 2024 年年中结束缩表



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017 年 1 月 1 日-2024 年 7 月 31 日，其中 2022 年 10 月 31 日-2024 年 7 月 31 日为预测值

从美债利率拆解结果看，周内 10Y 美债名义利率下行 19bp，其中，通胀预期下行 1bp，实际利率下行 18bp，成为带动美债利率高位回落的主要力量。

表 11：美债利率的拆解结果 (bp)

日期	△10Y 美债利率	△10Y 美债实际利率	△通胀预期
2022.8.15-2022.8.19	19	8	11
2022.8.22-2022.8.26	1	1	0
2022.8.29-2022.9.2	8	19	-11
2022.9.5-2022.9.9	0	6	-6
2022.9.12-2022.9.16	8	12	-4
2022.9.19-2022.9.23	24	25	-1
2022.9.26-2022.9.30	-5	12	-17
2022.10.3-2022.10.7	22	19	3
2022.10.11-2022.10.14	7	-3	10
2022.10.17-2022.10.21	19	12	7
2022.10.24-2022.10.28	-19	-18	-1

资料来源：Wind，光大证券研究所

### 3、风险分析

疫情对经济冲击加大，信贷景气度下滑。

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE