

2022-11-23
 投资咨询业务资格：
 证监许可【2012】669号

 固定收益组 张菁
 从业资格号 F3022617
 投资咨询号 Z0013604

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

事件：2022年11月23日，李克强总理组织召开国常会，提出“引导银行对普惠小微存量贷款适度让利，继续做好交通物流金融服务，加大对民营企业发债的支持力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”。历史上来看，在国常会提及降准后，央行往往会在两周内给予回应。

逻辑：

1、本次国常会提出降准距央行发布三季度《中国货币政策执行报告》仅一周，可与“做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”对应。三季度《中国货币政策执行报告》提出“一是保持货币信贷平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。”

2、背后更具体的因素一则是近期债市波动较大，央行加大OMO投放仅能缓解短期资金利率，想进一步缓解同业存单提价需更长期限资金投放。11月16日以来，由于债券收益率快速抬升，引发收益率上行 - 理财资金赎回的“赎回潮”负反馈，债券市场波动较大。央行在11月17日、18日各投放1320亿、210亿OMO后，DR001、R001由11月16日的1.94%、2.04%下行至11月22日的0.87%、1%，DR007、R007由11月16日的2.02%、2.11%下行至11月22日的1.62%、1.82%。但存单市场的利率上行情况并未得到缓解：股份行一级存单1Y发行利率由11月16日的2.51%提价至11月22日的2.53%。

3、可与因素一对标的是2020年11月30日央行意外投放2000亿MLF，彼时的流动性压力来自于结构性存款压降和“永煤”违约带来赎回潮，客观结果上也出现了同业存单利率的大幅上行，央行超预期投放2000亿MLF后，资金面缓和。2020年11月10日，永煤控股旗下债券“20永煤SCP003”到期未能兑付，发生实质性违约。随后，永煤违约事件持续发酵。11月23日永煤控股又接连发生“20永煤SCP004”、“20永煤SCP007”实质违约，违约金额累计可达30亿元。12月10日，永煤又发布公告称，“19永煤CP003”应于12月18日兑付本息，但由于公司流动资金不足，兑付存在不确定性。11月10日至27日，1Y AAA同业存单到期收益率由3.14%涨至3.31%，10Y 国债到期收益率由3.22%升至3.30%。11月30日，央行超预期投放2000亿MLF，同业存单利率开启长达一个半月的下行。

4、因素二则是资金面持续扰动造成大量信用债取消发行，客观上不利于央行实现“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的中介目标，亦不利于“第二支箭”发挥效能。11月初以来，信用债取消发行债券70只，计划发行总规模532.7亿元，同期，信用债发行规模5643.7亿元。信用债取消和推迟发行占比达到9.44%，创2020年11月永煤事件以来单月新高。三季度《中国货币政策执行报告》指出中介目标为“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，经验上来看这一措辞代表央行仍有宽信用诉求，需为私人部门提供一个适宜的融资环境，往往对应BCI企业融资感受指数趋于上行。目前大量信用债取消发行显然不利于营造一个适宜的融资环境，更不利于“第二支箭”起到维稳房地产融资的效能。

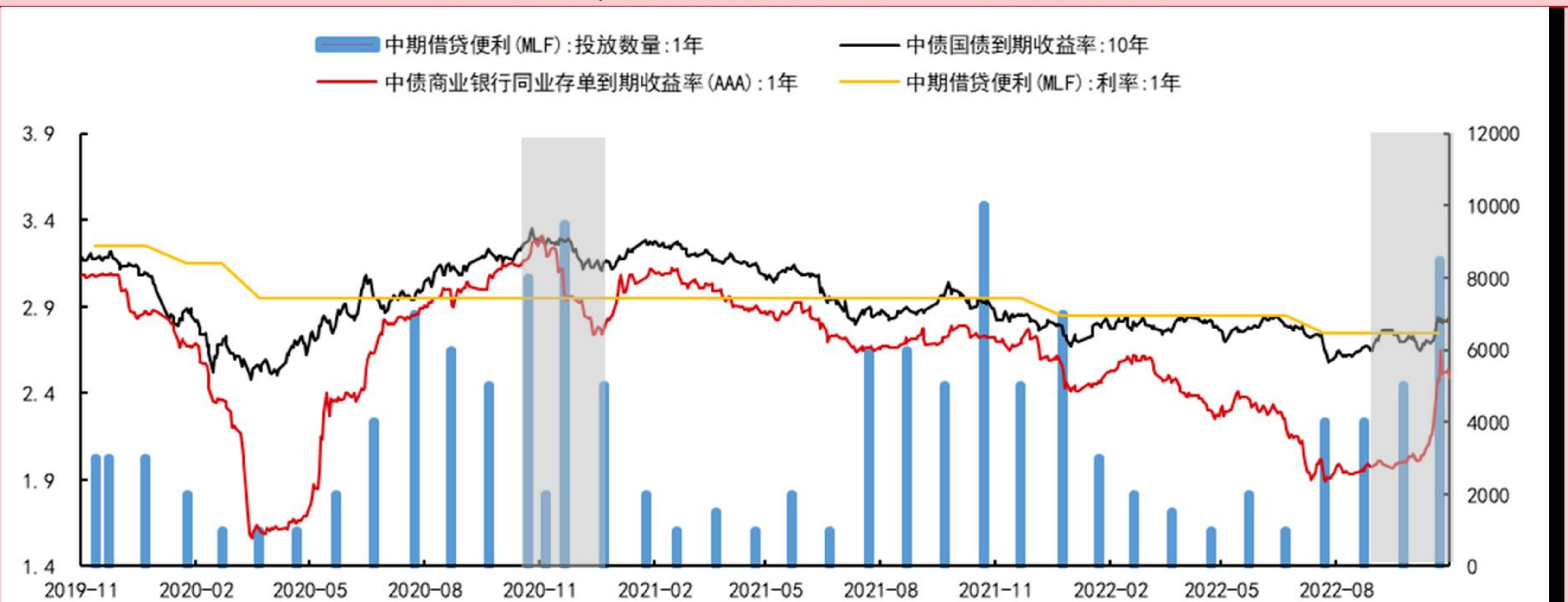
5、本次提出降准更凸显出的一点是，近期美元指数再度升值的背景下，央行货币政策仍在“以我为主”。11月17日起，在美联储官员鹰派讲话、德国PPI大幅不及预期、前期头寸调整结束的背景下，美元指数由106.29升至107.83，美元兑人民币由7.05升至7.17。

6、对应到市场表现上，2020年11月30日央行超预期投放2000亿MLF后，10Y国债到期收益率迎来了约一个半月的下行，幅度达20bp，在跨年资金面偏紧的背景下收益率重回上行。跨年结束后，由于经济基本面重新走弱，收益率重回下行。但当时10Y收益率的低点为3.1%，距1Y MLF仍有15bp的差距。考虑到降准前10Y收益率仅比1Y MLF利率高5bp，我们认为本轮收益率下行的幅度可能仅有10bp左右。

7、后续来看，除非有类似突发事件扰动，仍不建议对总量型货币政策抱有太多期待。我们曾在《三季度货币政策执行报告点评：货币政策积极程度边际转弱——点评报告20221116》指出，央行后续的货币政策思路应是以政策工具选择上将政策性金融工具、专项借款等结构性货币政策工具为主，总量型货币政策工具的效果相对有限。考虑到本次降准背后的原因可能是“赎回潮”影响年末流动性环境、进一步制约央行实现其中介目标。后续如果同业存单市场和信用债发行能重回平稳，除非有类似突发事件扰动，仍不建议对总量型货币政策抱有太多期待。

8、国债期货策略方面，我们曾在《如何看待当前国债期货的异常高贴水》中指出，前期空头情绪集中释放导致当前国债期货呈现较高贴水与较高跨期。后续来看，当基差收敛动能与基本面有所重叠，则类似于7月和10月的“收基差”故事有可能继续上演。目前T2303合约基差超过1元，相较于历史同期依然偏高，建议关注03合约收基差故事的上演可能。

2020年11月30日，央行超预期投放2000亿MLF可与此次降准对标



重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。