2022 年 11 月 26 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

降准对同业存单的影响

——流动性周报（2022.11.21-2022.11.27）

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@ebscn.com

分析师：刘杰

执业证书编号：S0930522110002

010-56518032

liujie9@ebscn.com

联系人：赵晨阳

zhaochenyang@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

最舒适的流动性环境或已结束——流动性周报（2022.11.14-2022.11.20）

需要降准置换 MLF 吗？——流动性周报（2022.11.07-2022.11.13）

票据与资金利率为何背离？——流动性周报（2022.10.24-2022.10.30）

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“票贷比”的思考——流动性周报（2022.08.22-2022.08.28）

要点

本周观点：降准 0.25%对同业存单有多大利好？

在 11 月 23 日国常会宣布“适时适度”运用降准等货币政策工具之后，25 日央行宣布将于 12 月 5 日全面降准 0.25 个百分点，释放长期资金约 5000 亿元。本篇报告中，我们将基于银行司库视角，重点分析降准 0.25%对同业存单究竟有多大利好？

一、0.25 个百分点的“减半降准”已成为“新标尺”

对于这次降准，无论是时点，还是节奏，市场都有充分预期，有分歧的点，可能在于降准幅度以及是否置换 MLF。市场认为将置换 MLF 的理由：一是避免投放过量流动性，毕竟短端资金利率已经很低；二是通过置换可以降低银行整体负债成本。本次降准央行在答记者问中并未提及要置换 MLF。我们认为：

1、这是一次相对克制的降准。随着近期债券市场大幅调整，理财产品赎回压力加大，同业存单处于“有价无市”状态，市场对于“长钱”较为渴望。自今年 4 月份央行降准至今，已间隔 7 个月，存款基数高增导致缴准规模加大，结构性流动性短缺框架正在恢复，确实到了该降一次准的时候。但从这次降准方式来看，央行较为克制，是继今年 4 月份之后，再度“减半降准”，步长 0.25 个百分点。我们推测主要考虑为：一是本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%，后续仍有空间但安全垫并不厚，需要珍惜正常货币政策空间，对降准幅度需要持续“精打细算”；二是短期内人民币汇率依然承压，在美元指数高位回落情况下，CFETS 人民币汇率指数 10-11 月份累计贬值约 3%，需要适度控制宽松力度。

2、央行“量”的目标应服从于“价”的目标，即维持资金利率处于“不高不低”水平。前期实践表明，当短端资金利率逼近甚至突破政策利率中枢时，央行会即时通过 OMO 放量方式平滑波动，将资金利率引导至低于政策水平，此时央行会适度控制“水流量”，避免资金利率再度回归过低水平而刺激加杠杆行为。本周 DR001 一度降至 1%以下，DR007 仍持续负向偏离 7 天 OMO 利率，银行体系短端资金面处于较为宽松状态，央行连续多个交易日持续回笼基础货币。因此，央行将降准落地时点安排在 12 月 5 日，一是在此之前进一步回笼银行体系淤积的短端流动性，二是 5 日恰逢缴准时点，可予以对冲。

3、未提及置换 MLF，旨在更多补充银行“长钱”，预计 12 月份 MLF 等量或小幅增量续作。由于司库负债在 11 月份集中到期规模过大（约 3.2 万亿），加之央行 11 月份 MLF 缩量续作，以及现金管理类理财面临规模压降和久期整改，配置需求出现萎缩，导致银行司库长期限到期资金补充压力加大，进而转用短久期资金滚动续作。相较于“短钱”，银行对“长钱”更为渴望。因此，本次降准未提及置换 MLF，旨在为银行补充更多“长钱”，降低司库头寸管理压力，预计 12 月 15 日 MLF 到期 5000 亿之时，央行将采取等量或小幅增量续作。

综合时点、目的、方式来看，**本次降准属于一次相对克制的操作，彰显出央行在“宽松之路”上面仍临一定约束。**

表 1：我国三档两优法定存款准备金框架

档位	机构类型	三档两优规则	2020 年 1 月	2020 年 3 月	2020 年 5 月	2021 年 7 月	2021 年 12 月	2022 年 4 月	2022 年 12 月
政策型银行	农发行		6.5%	6.5%	6.5%	6.0%	5.5%	5.25%	5.00%
第一档	五大行	正常标准	12.5%	12.5%	12.5%	12.0%	11.5%	11.25%	11.00%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 1.5%，或余额占比 1.5%	12.0%	12.0%	12.0%	11.5%	11.0%	10.75%	10.50%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 10%，或余额占比 10%	11.0%	11.0%	11.0%	10.5%	10.0%	9.75%	9.50%
第二档	股份行	正常标准	10.5%	9.5%	9.5%	9.0%	8.5%	8.25%	8.00%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 1.5%，或余额占比 1.5%	10.0%	9.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.75%	7.50%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 10%，或余额占比 10%	9.0%	9.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.75%	7.50%
	跨省城商行	正常标准	10.5%	10.5%	10.5%	10.0%	9.5%	9.25%	9.00%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 1.5%，或余额占比 1.5%	10.0%	10.0%	10.0%	9.5%	9.0%	8.75%	8.50%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 10%，或余额占比 10%	9.0%	9.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.75%	7.50%
	不跨省城商行	正常标准	10.0%	10.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.50%	7.25%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 1.5%，或余额占比 1.5%	9.0%	9.0%	8.0%	7.5%	7.0%	6.50%	6.25%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 10%，或余额占比 10%	8.0%	8.0%	7.0%	6.5%	6.0%	5.50%	5.25%
	非县域农商行	正常标准	10.0%	10.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.50%	7.25%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 1.5%，或余额占比 1.5%	9.5%	9.5%	8.5%	8.0%	7.5%	7.00%	6.75%
		上年普惠金融领域的信贷增量占比 10%，或余额占比 10%	9.0%	9.0%	8.0%	7.5%	7.0%	6.50%	6.25%
	县域农商行	正常标准	10.0%	10.0%	9.0%	8.5%	8.0%	7.50%	7.25%
		新增存款一定比例用于当地贷款的考核	9.0%	9.0%	8.0%	7.5%	7.0%	6.50%	6.25%
		不跨县经营的县域农商行或资产规模<100 亿跨县经营的县域农商行	7.0%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.00%	5.00%
第三档	农合、农信、村镇	正常标准	7.0%	7.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.00%	5.00%
		新增存款一定比例用于当地贷款的考核	6.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.00%	5.00%
	财务、金租、汽车金融		6.0%	6.0%	6.0%	5.5%	5.0%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，央行官网，光大证券研究所整理

二、降准对于同业存单究竟有多大利好？

过去的一个月，国股银行同业存单一级市场发行利率最高冲至 2.55%，较前期低位上行幅度超过 50bp，二级市场收益率（AAA 级 1Y 期存单）更是一度冲高至 2.65%。这是在超储率低水位情形下，司库负债集中到期与配置需求萎缩共振所致，也有部分市场恐慌情绪影响。我们也看到，随着国常会宣布降准之后，一级市场利率已回落至 2.4%附近，那么本次央行宣布降准 0.25 个百分点落地后，究竟对同业存单有多大利好？对于这个问题，我们要从两个角度来分析：

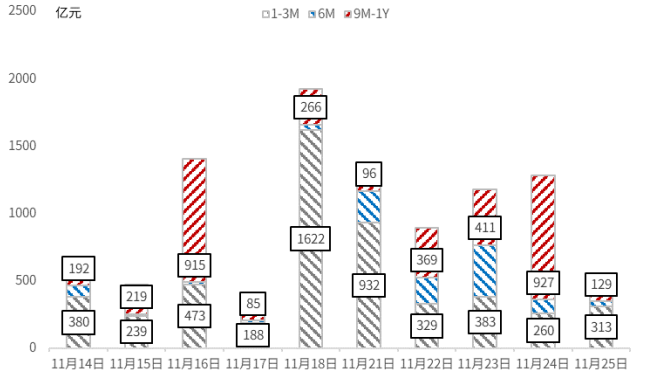
1、年末时点流动性监管指标达标有无压力？截止 10 月末，银行 NSFR 为 106.43%，较年初提升约 1 个百分点。11 月 28 日-12 月 31 日期间，9M 和 1Y 同业存单到期规模合计 1.04 万亿，极端压力情景下，假定银行全部退出长期限同业存单，转而采用 7 天、1M 和 3M 资金滚动续作，静态测算导致 NSFR 下降约 0.3 个百分点，即 12 月末 NSFR 为 106.14%，依然高于 100%的监管要求，且较年初提升 0.7 个百分点。这意味着，即便银行全部改用短端资金滚动续作，流动性监管指标依然无忧。

图 1：银行改用短期资金滚动续作下年末 NSFR 为 106.14%



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

图 2：近两周银行加大了 1-3M 同业存单发行力度



资料来源：Wind，光大证券研究所

2、流动性备付是否有压力？本轮同业存单利率上行始于国庆之后，我们可以分析一下，10 月 8 日-12 月 31 日期间司库条线的头寸压力。

（1）在 10 月 8 日-11 月 25 日期间，司库长钱缺口为 8875 亿，其中 9M-1Y 同业存单缺口 9373 亿，这是同业存单利率出现“非理性”提价的直接原因。

（2）可以对 11 月 28 日-12 月 31 日期间做一个压力测试。假定 12 月 15 日 MLF 等量续作 5000 亿；12 月 5 日降准释放 5000 亿资金；年内现金管理类产品完成整改，广义基金配置需求难有起色，10 月 8 日-11 月 25 日长期限同业存单发行与到期比约 1:2，假定维持不变，则 9M-1Y 缺口 5364 亿；金融债维持等量续作。这样一来，**11 月 28 日-12 月 31 日司库长钱缺口仅为-364 亿，基本实现了资金来源与运用的相匹配。**

表 2：年内司库条线头寸管理压力测试（亿元）

司库负债	10 月 8 日-11 月 25 日			11 月 28 日-12 月 31 日		
	发行	到期	缺口	发行	到期	缺口
同业存单（9M-1Y）	13635	23008	-9373	5000	10364	-5364
MLF	13500	15000	-1500	5000	5000	0
金融债	2754	756	1998	663	663	0
降准	0	0	0	5000	0	5000
合计	29889	38764	-8875	15663	16027	-364

资料来源：Wind，光大证券研究所测算

基于上述压力测试可以判断：

（1）本轮同业存单利率上行行情基本结束，年内无论是流动性监管指标还是头寸管理角度，均能实现平稳跨年，四季度 1Y 同业存单利率峰值即为 2.5-2.6%。

（2）11 月份 5 天存单到期规模 3000 亿+，较前期有所下降，预计利率将维持在 2.4%上下。

（3）进入 12 月份中，同业存单到期峰值结束，利率将比照 1Y 定期存款利率上限回落至 2.3%左右，但难现今年三季度超低利率行情。

三、降准之后是否还有降息？

本次降准再一次确认了 0.25 个百分点将成为“新标尺”。考虑到：

一方面，美联储加息节奏放缓，当前 Fed Watch 数据显示 12 月加息 50bp 概率超过 70%，联邦期货市场隐含 2023 年 FFR 将在 6 月达到 5.0%，并于 2023 年下半年逐步回落，这也为国内货币政策自由度提升创造了空间。

但另一方面，Q3 货币政策执行报告强调“高度重视未来通胀升温的潜在可能性，特别是需求侧的变化”，反映出央行担忧随着疫情防控措施优化调整带来的需求扩张对通胀的拉动，叠加地缘政治风险加剧形成的外溢效应，后续通胀压力会有所加大，进而对宽松货币政策形成掣肘。

在此情况下，未来“适时适度”降准或成为“新常态”，预计 2023 年 4 月、10 月可能是降准窗口期，步长维持在 25bp。

12 月 5 日降准落地之后，市场对于是否降息较为关注，特别是 LPR 报价是否会出现下调。我们认为，**当前降息必要性不大**，理由有三点：

1、信贷供需矛盾依然较大，贷款利率本身就具有自发性下行动力。根据 Q3 货币政策执行报告，9 月份新发放对公贷款加权平均利率已降至 4%，意味着国有大行利率水平已进入“3 时代”，而相关政策工具形成的配套融资利率或更低。而贷款利率本身具有较强“阻尼效应”，即便 2023 年经济边际恢复，料贷款利率上行空间相对有限。在此情况下，短期内降息必要性并不大，反而易滋生更多资金空转和套利行为。

2、监管已着手从存量端下调贷款利率。前期央行更多从增量端降低贷款利率，引导银行让利实体经济。但随着新发放利率与存量利率利差的扩大，也容易造成贷款过度早偿、资金跑冒滴漏等问题，特别是对于按揭贷款而言，目前新发放利率与存量利率已形成近 100bp 利差，这对于前期购房而承担较高利率的居民而言缺乏公平性，也不利于激活居民消费需求。在此情况下，监管已着手开始从存量端为实体经济减负，预计将针对高利率存量按揭、存续期普惠小微以及高速公路等薄弱领域，引导银行下调或阶段性下调存量贷款利率。

3、再度管控负债成本压力增大。伴随着贷款利率的大幅下行，银行 NIM 已明显承压，三季度国有大行 NIM 普遍下行 5-6bp。目前，资金端超低利率红利已基本结束，存款定期化导致成本刚性运行，2023 年年初按揭贷款约 35bp 重定价将进一步侵蚀银行 NIM，管控负债成本已迫在眉睫，后续可期待的政策包括但不限于：再度下调存款挂牌利率，压降存款利率点差、持续加强对 3Y 期以上定期存款以及类活期存款的超限额管理等。

1、下周要点梳理

下周（11 月 28 日-12 月 2 日）提请市场关注要点事件：

（1） **央行 7D-OMO 累计到期 230 亿，**或延续本周小幅放量续作模式，银行间市场 OMO 存量预计维持较低水位。

（2） **下周政府债券合计到期 690 亿，计划发行 1307 亿，净融资规模预计 617 亿，较本周少增 599 亿。**其中，国债、地方债净融资预计分别为 521 亿、96 亿，分别较本周少增 995，少减 396 亿。

（3） **重要数据、信息披露：**中国 11 月财新制造业 PMI（12 月 2 日）、美国 10 月核心 PCE 物价指数（12 月 2 日）、美国 11 月 ISM 制造业（12 月 2 日）、美国 11 月非农及失业率（12 月 3 日）。

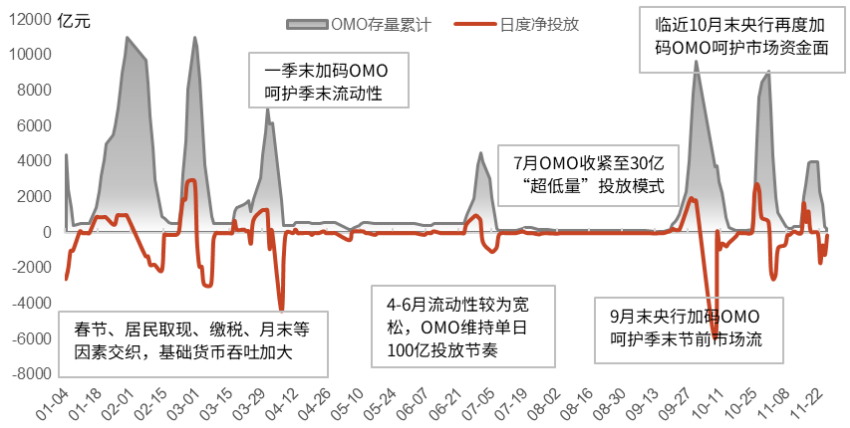
2、一周回顾

2.1、货币市场

2.1.1、资金市场

OMO 日度投放量回归百亿以内。周内逆回购累计投放 230 亿，到期 4010 亿，基础货币净回笼 3780 亿。截至 11 月 25 日，OMO 存量余额为 230 亿，较上周减少 3780 亿。

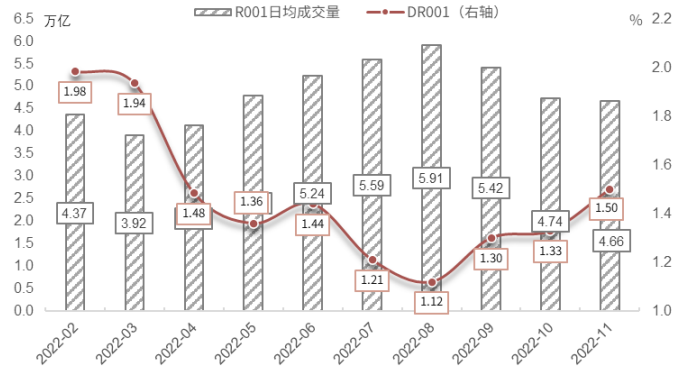
图 3：周内 OMO 日度投放量回归百亿以内



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 11 月 25 日

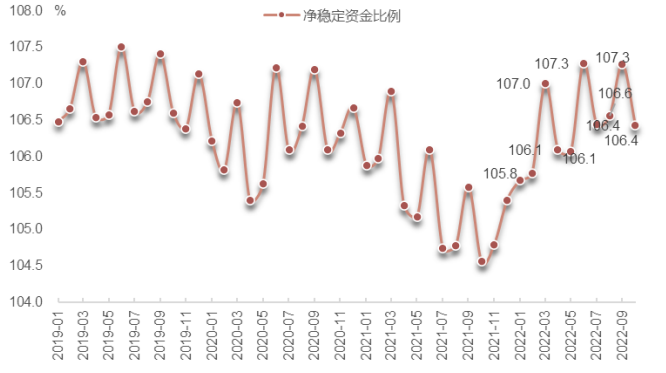
短端资金利率进一步下行。截至 11 月 25 日，DR001、DR007 分别录得 1.03%、1.73%，分别较上周下行 29，上行 1bp。11 月以来，DR001 均值为 1.5%，较 10 月上行 17bp，R001 日均成交量回落至 4.66 万亿。

图 4：11 月 R001 日均成交量为 4.66 万亿



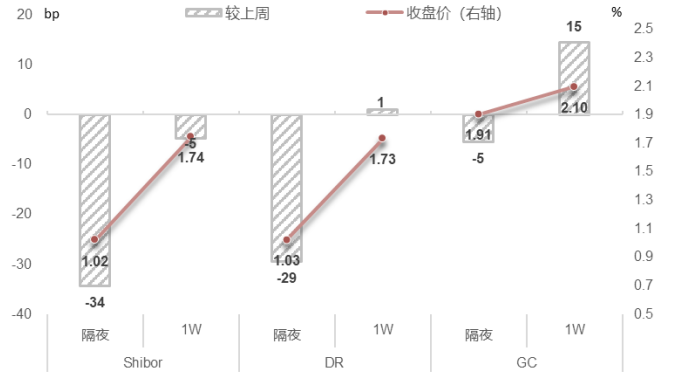
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 2-11 月，其中 11 月为 1-25 日

图 5：10 月 NSFR 回落至 106.4%



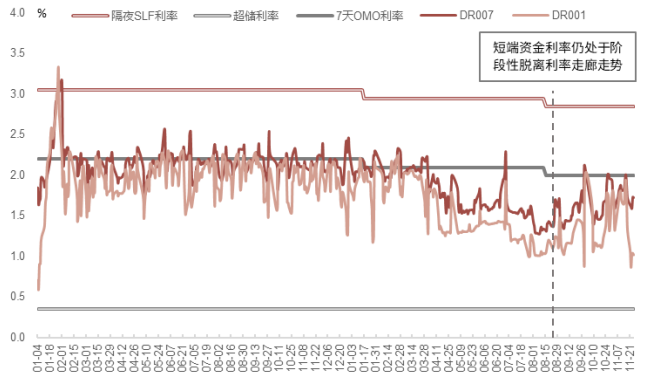
资料来源：Wind，光大证券研究所；日期：2019 年 1 月-2022 年 10 月

图 6：DR001 较上周下行 29bp 至 1.03%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月 21 日-2022 年 11 月 25 日

图 7：短端资金利率波动幅度加大

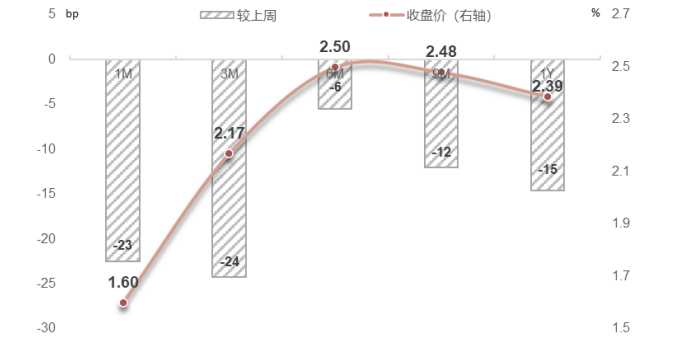


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2022 年 11 月 25 日

2.1.2、同业存单

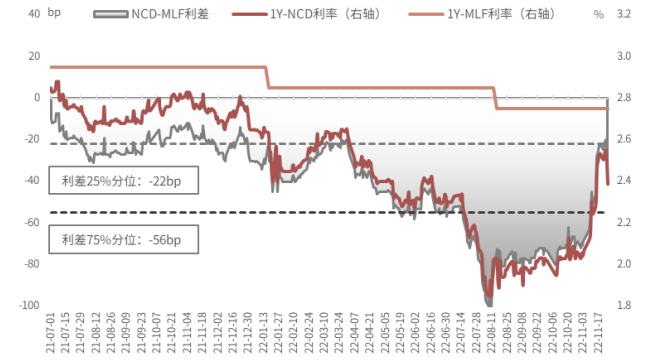
1Y 国股 NCD 利率下行至 2.39%。截至 11 月 25 日，1Y 国股行 NCD 利率录得 2.39%，较上周下行 15bp；NCD-MLF 利差为-36bp，倒挂幅度较上周收窄 15bp，利差水平回归至 2021 年中以来中位数。

图 8： 1M-1Y 期 NCD 利率较上周下行 6-24bp 不等



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月 21 日-11 月 25 日

图 9：NCD-MLF 利差较上周收窄至-36bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

备案额度使用方面，本周 NCD 净融资规模合计 1552 亿，较上周少减 2977 亿。截至 11 月 25 日，本月 NCD 计划净融资-5701 万亿，较 2021 年同月少增 1.3 万亿，国有行、股份行、城商行年内存单备案额度使用进度分别为 73%、67%和 62%，节奏略慢于去年同期。

表 3：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）	744	52	598	159	91	1403	1044	682	(1667)	1552
较上周（亿）	662	921	1030	364	(680)	308	1823	1118	408	2977

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间：2022 年 11 月 21 日-11 月 25 日

表 4：8-11 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 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	(388)	(1282)	(1361)	(418)	(485)	208	(415)	(847)	(1910)	(3449)
	同比上年	(2016)	(3440)	(1970)	(521)	(1522)	1839	(1015)	(220)	(7028)	(7946)
2022 年 11 月	净融资	(242)	(3161)	(2019)	(280)	1078	2547	(566)	876	(9638)	(5701)
	同比上年	(1597)	(6149)	(4398)	(875)	1426	2186	(2044)	4329	(18916)	(13019)

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间：2022 年 8 月-11 月，其中 11 月为 1-25 日；注：红色数据为负值

表 5：2021-2022 年 NCD 备案额度使用进度对比

(万亿)	2021 年				2022 年			
	备案额度	截至 11 月 25 日净融资	截至 11 月 25 日余额	使用进度	备案额度	截至 11 月 25 日净融资	截至 11 月 25 日余额	使用进度
国有行	3.44	0.76	2.80	81%	4.63	0.52	3.37	73%
股份行	6.75	1.05	5.52	82%	7.61	-0.54	5.07	67%
城商行	6.16	0.74	4.17	68%	6.73	-0.02	4.15	62%
农村金融机构	2.12	0.15	1.02	48%	2.25	-0.03	1.03	46%
民营银行	0.04	0.02	0.04	93%	0.07	0.03	0.06	100%
外资银行	0.23	0.06	0.10	43%	0.19	0.03	0.12	62%
合计	**18.74**	**2.79**	**13.64**	**73%**	**21.48**	**-0.01**	**13.81**	**64%**

资料来源：中国货币网，Wind，光大证券研究所整理

表 6：2022 年 11 月主要银行同业存单发行压力数据

2022年11月同业存单发行压力数据表（更新日期：11月25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	11月发行	11月到期	11月净融资	Q4发行	Q4到期	Q4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	10348	652	486	598	-111	486	1766	-1280	7960
中国银行	8000	1300	6905	1095	394	489	-95	1310	797	513	6880
建设银行	9320	3320	7969	1351	318	884	-566	929	1785	-856	6226
交通银行	11000	3000	8498	2503	1784	1254	530	2191	2264	-73	9226
邮储银行	3000	0	0	3000	0	0	0	0	0	0	0
兴业银行	9000	0	7119	1882	893	612	282	2258	2160	98	10455
浦发银行	12127	3127	9253	2874	313	706	-393	743	2052	-1309	10395
招商银行	6000	0	757	5244	339	113	226	522	531	-9	2567
中信银行	9600	1600	8026	1575	715	745	-30	1074	2435	-1361	7900
光大银行	8000	2000	5875	2125	445	1099	-655	887	1832	-945	7816
民生银行	8500	0	4538	3962	1035	1785	-750	1125	2987	-1862	8760
平安银行	9050	1550	5151	3900	74	821	-747	407	1716	-1309	8177
华夏银行	4000	0	3087	913	227	328	-101	441	1126	-685	4735
广发银行	3100	0	1975	1125	87	649	-562	141	999	-858	3183
浙商银行	3300	300	1754	1546	242	439	-197	505	1034	-529	3662
北京银行	3864	264	2423	1441	413	691	-278	678	1233	-555	4370
上海银行	2250	250	1769	481	720	853	-133	1281	2156	-875	7142
南京银行	3096	96	1536	1560	255	295	-40	381	835	-454	2778
宁波银行	4754	1099	2624	2130	501	772	-271	761	1599	-838	5304
江苏银行	4800	300	4115	685	786	932	-146	1314	2424	-1110	6157

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

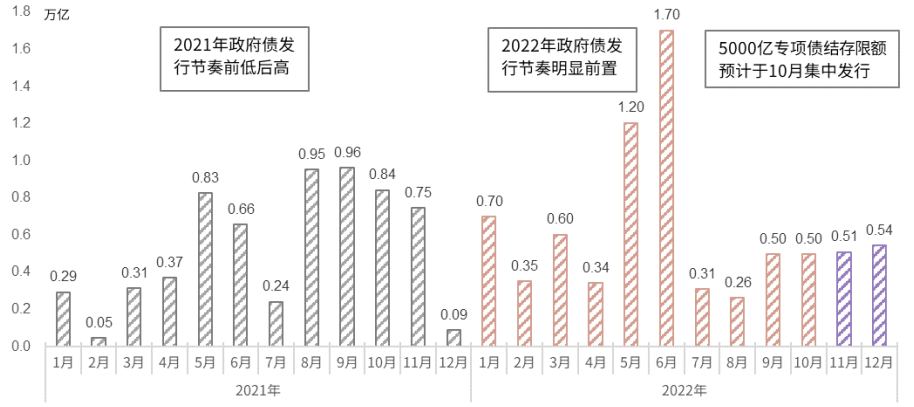
周内政府债发行规模有所回落。本周政府债净融资规模 1216 亿，较上周多增 903 亿，其中，国债、地方债净融资分别为 1516、-300 亿。下周政府债计划净融资约 617 亿，国债、地方债分别为 521、96 亿。

表 7：2021-2022 年政府债券发行进度对比

	2022 年			2021 年		
（亿元）	预计净融资限额	截至 11 月 25 日累计净融资	发行进度	净融资限额	截至 11 月 25 日累计净融资	发行进度
国债	26500	23422	88%	27500	16491	60%
地方政府债	48700	45839	94%	44700	42996	96%

资料来源：2022 年政府工作报告，Wind，光大证券研究所整理

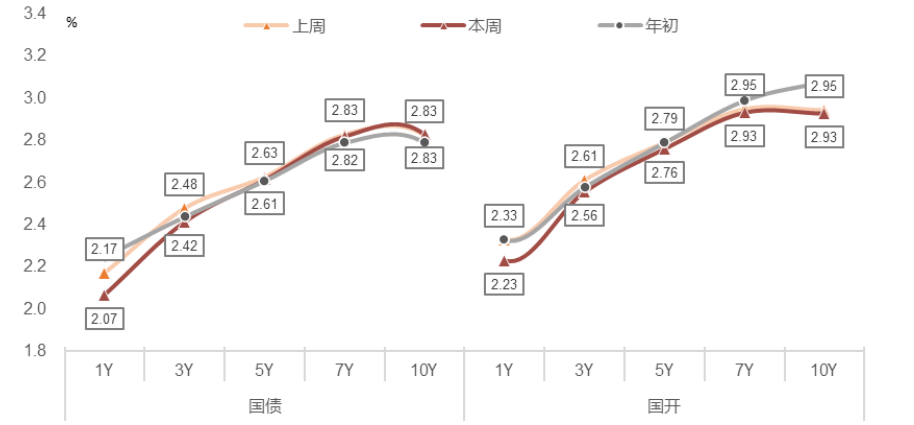
图 10：11-12 月政府债净融资规模合计或超 1 万亿



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 11-12 月为预测值

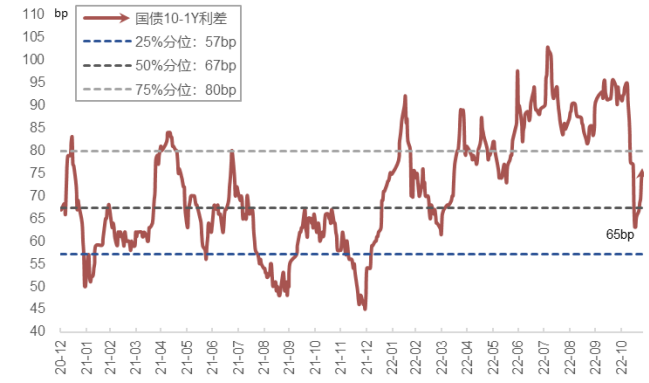
10Y 国债收益率同上周持平收至 2.83%。截至 11 月 25 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期收益率分别录得 2.07%、2.42%、2.61%、2.82%和 2.83%，分别较上周下行 10、6、2、1、0bp。

图 11：10Y 国债收益率同上周持平收至 2.83%



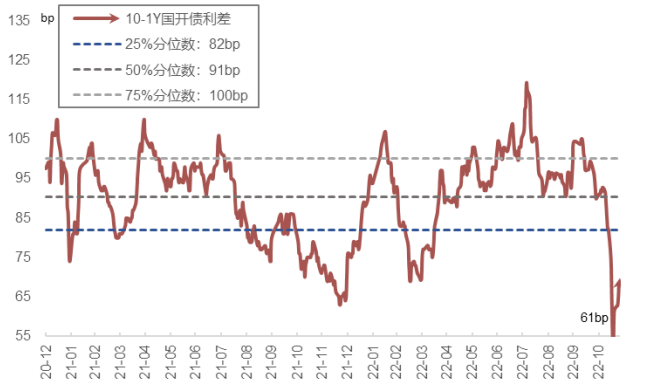
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月 21 日-2022 年 11 月 25 日

图 12：国债 10-1Y 利差回升至 60%分位附近



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

图 13：国开债 10-1Y 利差回升至 10%分位附近



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

截至 2022 年 11 月 25 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 8：2021 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 11 月 25 日

2.2.2、金融债

截至 11 月 25 日，本月预计共有 15 支商业银行债发行，发行额共计 1270 亿，到期 633 亿，净融资 637 亿，较上年同期少减 1569 亿。

表 9：本月商业银行债券发行到期情况

发行/到期	发行起始日	债券简称	期限（年）	发行额度（亿）	利率（%）
发行	2022.11.03	22 宁波银行 04	3	100	2.48
	2022.11.04	22 南海农商绿色债	3	20	2.55
	2022.11.08	22 顺德农商小微债	3	30	2.55
	2022.11.08	22 平安银行绿色债	3	200	2.45
	2022.11.08	22 杭州联合银行绿色债	3	15	2.55
	2022.11.09	22 三峡银行绿色债 01	3	30	2.80
	2022.11.09	22 北京银行小微债 03	3	80	2.47
	2022.11.09	22 浦发银行 04	3	300	2.45
	2022.11.10	22 杭州银行债 02	3	150	2.50
	2022.11.10	22 长沙银行债 01	3	50	2.52
	2022.11.11	22 华润银行绿色债	3	30	2.65
	2022.11.15	22 华侨永亨中国绿色债	3	5	3.24
	2022.11.16	22 江苏银行金融债	3	200	2.80
	2022.11.18	22 东营银行小微债 01	3	10	3.50
	2022.11.29	22 郑州银行债 01	3	50	-
到期	2022.11.11	19 厦门银行 03	3	15	3.80
	2022.11.11	19 长沙银行小微债 01	3	35	3.64
	2022.11.13	19 华商银行 01	3	40	3.85
	2022.11.19	19 靖江农商双创债	3	3	4.20
	2022.11.26	19 通商银行债 02	3	10	3.80
	2022.11.27	19 交通银行 01	3	500	3.35
	2022.11.28	19 西安银行小微债 02	3	20	3.56
	2022.11.29	19 北湾银行绿色金融 02	3	10	4.00
净融资	-	-	-	637	-

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月 1 日-11 月 25 日

截至 11 月 25 日，月内共有 9 支二级债、2 支永续债发行，发行额度分别为 1507、40 亿，共有 18 支二级债到期，额度累计 2043 亿，商业银行资本补充工具净融资为-496 亿。

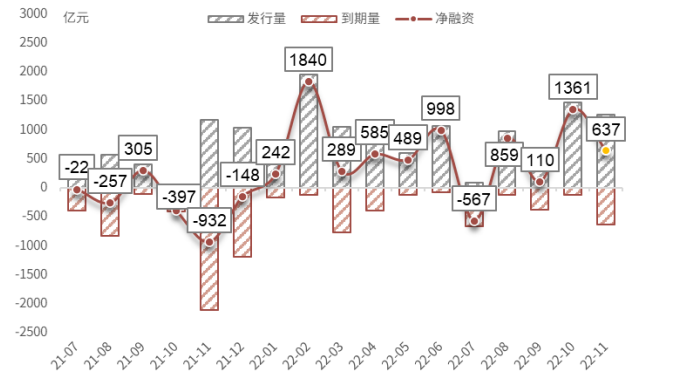
表 10：本月商业银行资本补充工具发行到期情况

发行/到期	证券类型	发行日期	证券简称	额度（亿）	期限（年）	利率（%）
发行	二级债	2022/11/3	22 建行二级资本债 02B	150	10+5	3.34
	二级债	2022/11/3	22 建行二级资本债 02A	250	5+5	3.00
	二级债	2022/11/8	22 工行二级资本债 04A	500	5+5	3.34
	二级债	2022/11/8	22 工行二级资本债 04B	100	10+5	5.56
	二级债	2022/11/9	22 安徽届首农商二级债 01	1.1	5+5	3.03
	二级债	2022/11/11	22 交通银行二级 02	370	5+5	3.36
	二级债	2022/11/11	22 交融银行二级 03	130	10+5	-
	二级债	2022/11/25	22 舟山定海海洋农商二级债	2.3	5+5	-
	二级债	2022/11/25	22 恒信农商二级 01	4	5+5	-
	永续债	2022/11/24	22 邯郸银行永续债 01	15	-	5.15
	永续债	2022/11/29	22 唐山银行永续债 01	25	-	-
到期	二级债	2022/11/2	17 中国银行二级 02	300	5	4.45
	二级债	2022/11/3	17 无锡农商二级 01	20	5	5.00
	二级债	2022/11/8	17 安吉农商二级 01	3	5	5.05
	二级债	2022/11/8	17 工商银行二级 01	440	5	4.45
	二级债	2022/11/10	17 张家口银行二级	20	5	5.00
	二级债	2022/11/10	17 金谷农商二级 02	5	5	5.00
	二级债	2022/11/16	17 稠州商行二级 01	13	5	5.00
	二级债	2022/11/17	17 长乐农商二级 01	2	5	5.45
	二级债	2022/11/17	17 常熟农商二级	10	5	5.00
	二级债	2022/11/17	17 富滇银行二级 02	20	5	5.40
	二级债	2022/11/21	17 邹平农商二级 01	2	5	6.00
	二级债	2022/11/21	17 瑞丰农商二级 03	7	5	5.00
	二级债	2022/11/22	17 工商银行二级 02	440	5	4.45
	二级债	2022/11/28	12 宁波银行债	30	5+5	5.75
	二级债	2022/11/29	12 中行 02	180	5+5	4.99
	二级债	2022/11/29	17 新昌农商二级 01	1	5	5.30
	二级债	2022/11/29	17 民生银行二级 02	150	5	4.70

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月 1 日-11 月 25 日

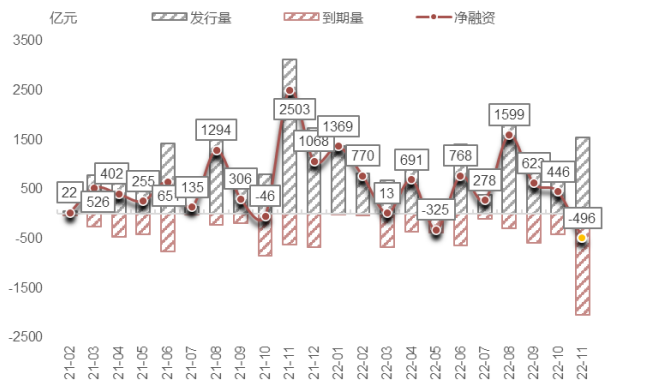
金融债收益率下行，信用利差有所收窄。截至 11 月 25 日，商业银行 3 年期 AAA 级普通债收益率为 2.73%，较上周下行 13bp，与同期限国开债利差为 17bp，较上周收窄 7bp，接近 25%分位水平。

图 14：11 月商业银行普通债净融资规模预计 637 亿



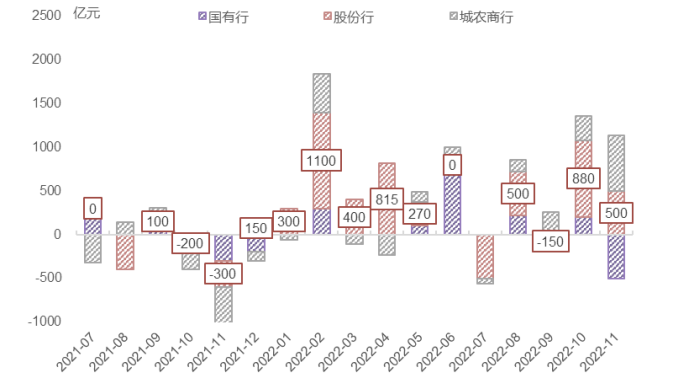
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月-2022 年 11 月，11 月 1-25 日

图 15：11 月商业银行资本补充工具净融资预计-496 亿



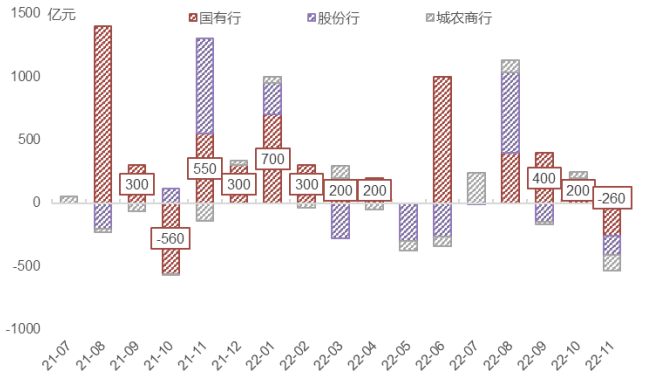
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-2022 年 11 月，11 月 1-25 日

图 16：11 月股份行普通债净融资预计降至 500 亿



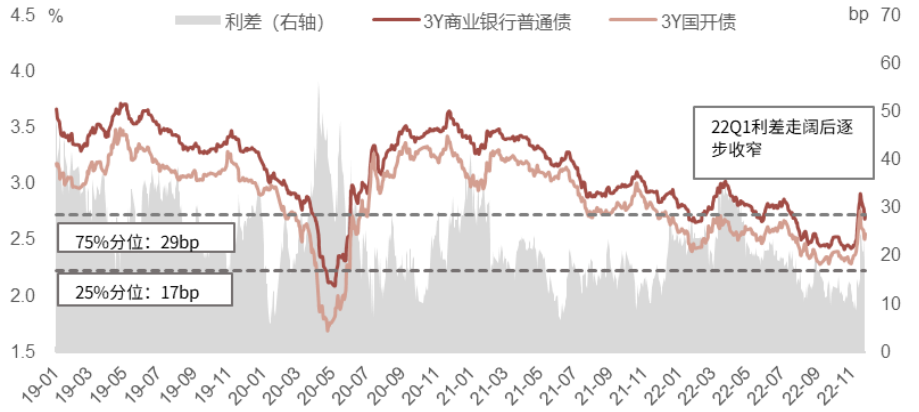
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月-2022 年 11 月，11 月 1-25 日

图 17：11 月国有行二级债净融资降至-260 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月-2022 年 11 月，11 月 1-25 日

图 18：3Y 商业银行普通债利率较上周下行 13bp 至 2.73%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

商业银行二级资本债收益率有所下行，信用利差较上周持平、期限利差小幅走阔。截至 11 月 25 日，商业银行 AAA-等级 5Y 二级资本债、永续债利率分别录得 3.41%、3.61%，较上周变动-8、1bp；与同期限国开债信用利差分别为 65、85bp，分别位于 37%、78%分位水平，同上周基本持平。期限利差方面，截至 11 月 25 日 AAA-级二级债 5Y-1Y、5Y-3Y 利差分别录得 76bp、38bp，较上周走阔 13bp、3bp，处于 37%、64%分位水平。

表 11：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况

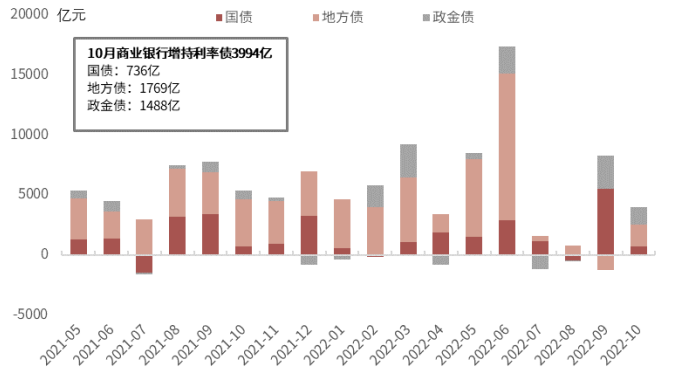
2022 年 11 月 25 日		5Y 到期收益率（%）			5Y 信用利差（bp）			5Y 等级利差（bp）		期限利差（bp）					
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-		AA+		AA	
										5Y-1Y	5Y-3Y	5Y-1Y	5Y-3Y	5Y-1Y	5Y-3Y
二级资本债	利率/利差	3.41	3.52	3.76	65	75	99	10	34	76	38	85	40	87	40
	分位数（%）	18	21	25	37	39	29	52	22	37	64	42	66	31	46
永续债	利率/利差	3.61	3.64	3.99	85	88	123	3	38	89	37	89	37	105	50
	分位数（%）	57	52	53	78	69	58	4	45	47	25	45	19	68	61

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 11 月 25 日，永续债分位数计算区间为 2021 年 8 月 16 日-2022 年 11 月 25 日

2.2.3、银行自营债券投资

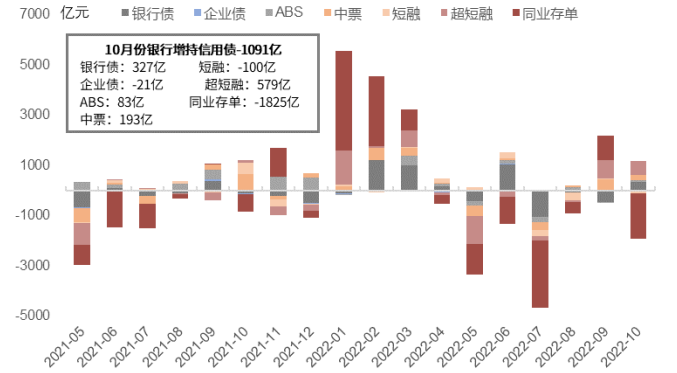
10 月银行信用债配债力度有所回落。10 月银行增持利率债 3994 亿，其中国债、地方债、政金债分别增持 736、1769、1488 亿。信用债方面，10 月超短融、商业银行债为主要增持品种，额度分别为 579、327 亿。

图 19：10 月商业银行增持利率债 3994 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月-2022 年 10 月

图 20：10 月商业银行减持信用债 1091 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月-2022 年 10 月

2.3、外汇市场

2.3.1、人民币汇率

美元兑人民币即期汇率较上周走升 340 点收至 7.16。截至 11 月 25 日，美元兑人民币汇率较上周走升 340 点收至 7.16。即期汇率收盘价与中间价汇差录得 276 点，较上周上行 92 点，人民币贬值预期小幅升温。

图 21：美元兑人民币即期汇率较上周走升 340 点收至 7.16

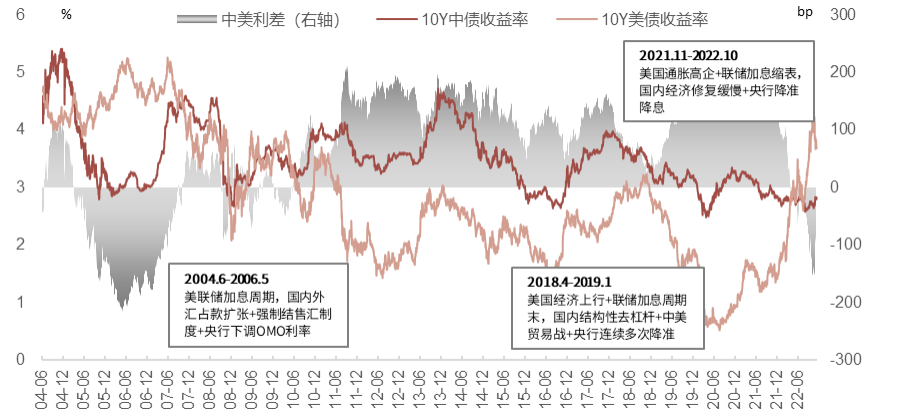


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 25 日。汇差=（即期汇率收盘价-中间价）*10000

2.3.2、美元指数与美债利率

10Y 美债利率下行至 3.7%点位下方。周中（11 月 23 日）美联储公布 11 月议息会议纪要，多数联储官员支持放缓加息节奏，但预计联邦基金目标利率终端会高于前期预测，经济衰退可能性有所提升。截至 11 月 25 日，10Y 美债利率为 3.68%，较上周下行 14bp；中美利差为-85bp，倒挂程度较上周收窄 15bp。

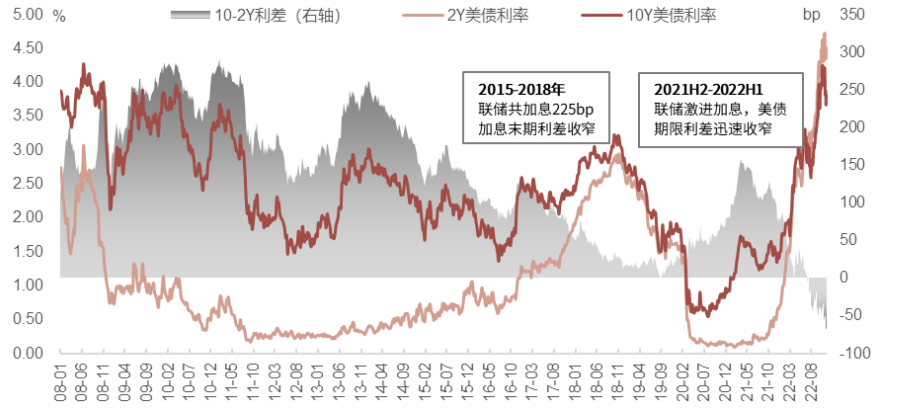
图 22：本周中美利差倒挂幅度较上周收窄 15bp 收至-85bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2004 年 6 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

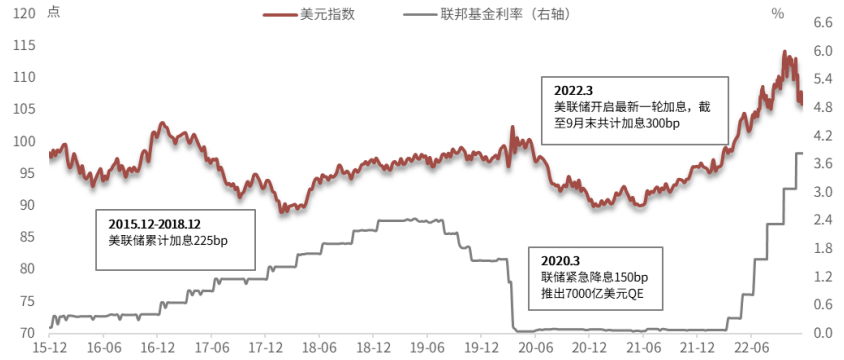
美债 10Y-3M 期限利差倒挂程度加深。截至 11 月 25 日，10Y、2Y、3M 美债收益率分别录得 3.68%、4.42%、4.41%，分别较上周变动-14、-6、7bp。10-2Y 利差-74bp，倒挂程度较上周增加 5bp。10Y-3M 利差-73bp，倒挂程度较上周增加 21bp，经济衰退担忧有所升温。

图 23： 10Y-3M 利差倒挂程度较上周增加 21bp 收至-73bp



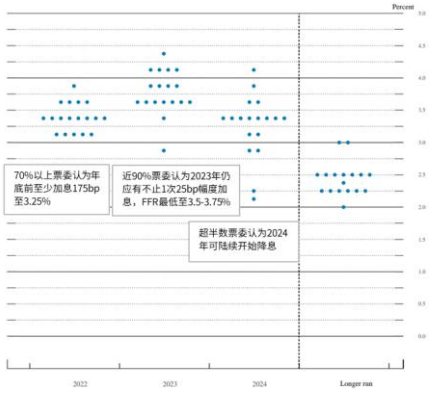
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2008 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

图 24：美元指数较上周下降 0.9 点收至 106 点



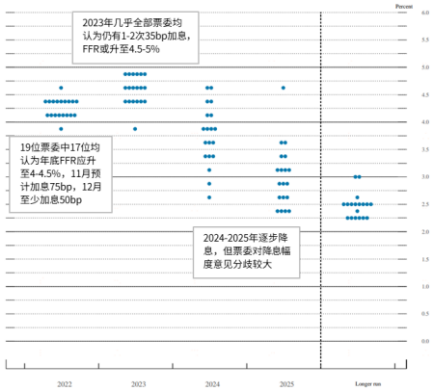
资料来源：FED 官网，Wind，光大证券研究所；时间：2008 年 1 月 1 日-2022 年 11 月 25 日

图 25：6 月点阵图显示年内至少仍有 175bp 加息



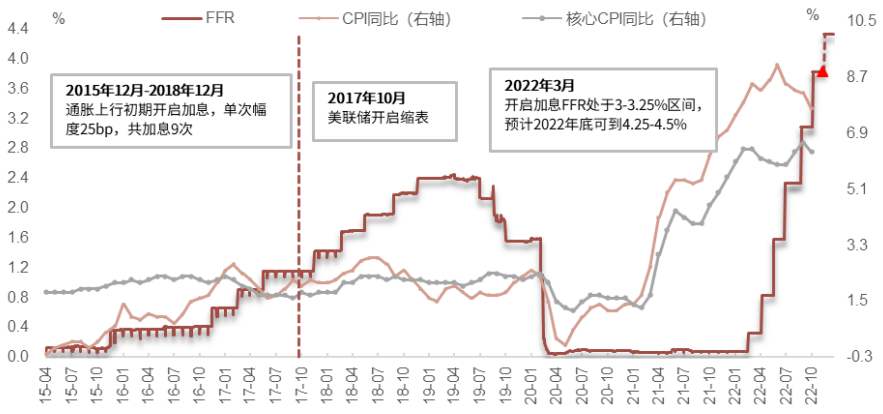
资料来源：FED 官网，光大证券研究所

图 26：9 月点阵图显示年底 FFR 将升至 4-4.5%



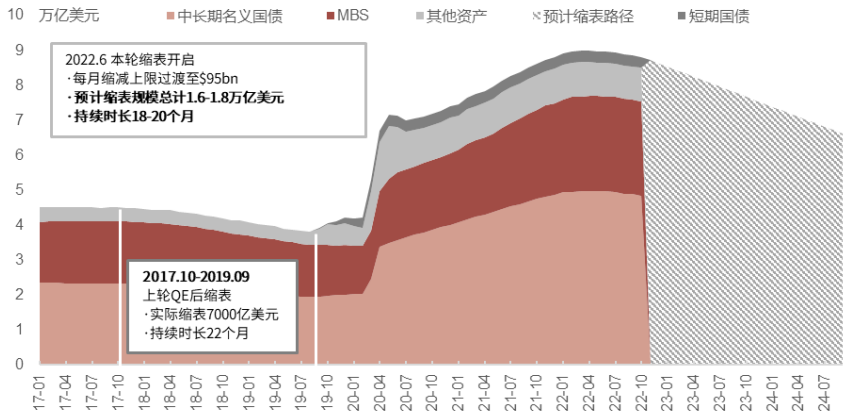
资料来源：FED 官网，光大证券研究所

图 27：预计年内联邦基金利率目标区间为 4.25-4.5%



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 11 月 28 日-2023 月 1 月 18 日为预测值

图 28：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 11 月 28 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 14bp，其中，实际利率下行 15p，通胀预期上行 1bp，提请市场关注下周美国 11 月物价及就业数据。

表 12：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
2022.8.29-2022.9.2	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
2022.10.31-2022.11.4	7	11	-4
2022.11.7-2022.11.10	-40	-26	-14
2022.11.14-2022.11.18	-6	6	-12
2022.11.21-2022.11.25	-14	-15	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曾与，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