2022 年 12 月 25 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

从银行视角看 2023 年货币政策

——流动性周报（2022.12.19-2022.12.25）

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

对同业存单定价的“再审视”——流动性周报（2022.12.12-2022.12.18）

银行自营资金能“救市”吗？——流动性周报（2022.12.05-2022.12.11）

降准对同业存单的影响——流动性周报（2022.11.21-2022.11.27）

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）

要点

本周观点：

近期中央经济工作会议明确提出：“稳健的货币政策要精准有力，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。刘国强副行长也表示：明年的货币政策要坚持“总量要够，结构要准”，力度不能小于今年。**本篇报告中，我们聚焦于银行视角，从机构行为出发，来思考 2023 年货币政策的主要取向。**

一、信贷投放依然需要政策助力，2023 年结构性货币政策工具有望“存量扩容、增量加码、普惠增强、定价优惠”

2021 年四季度以来，我国结构性工具迎来“大爆发”，表现为“**品种丰富、规模增加、频度提升**”，央行先后推出碳减排支持工具、科技创新、普惠养老、交通物流专项再贷款、开发性金融工具、设备更新改造再贷款以及保交楼专项借款等，旨在打通货币政策传导渠道不畅的堵点，实现信贷的精准投放。

表 1：2021 年四季度以来央行推出的各类结构性货币政策工具（亿元）

工具名称	时间	支持领域	发放对象	总额度	操作模式	资金定价	期限
碳减排支持工具	2021 年 11 月	清洁能源、节能减排、碳减排技术	政策性银行、国股银行	8000	先贷后借；按季发放；央行按贷款本金的 60%向金融机构提供资金支持	1.75%，贷款利率与发放时最近 1 次公布的同期限档次 LPR 大体持平。	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	2021 年 11 月	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	政策性银行、国股银行	3000	“先贷后借”；按月发放；央行按贷款本金的 100%向金融机构提供资金支持	同上	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
科技创新再贷款	2022 年 4 月	高新技术、专精特新、国家技术创新示范企业、制造业单项冠军企业等科技企业	21 家全国性银行	2000	“先贷后借”；按季发放；按贷款本金的 60%向金融机构提供资金支持	同上	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
普惠养老专项再贷款	2022 年 4 月	浙江、及江苏、河南、河北、江西试点，普惠养老项目	政策性银行、工、农、中、建、交	400	“先贷后借”；按季发放；按贷款本金的 100%向金融机构提供资金支持	同上	1 年期，可展期两次，期限最长为 3 年
交通物流专项再贷款	2022 年 5 月	道路货物运输经营者和中小微物流（含快递）企业	农发行、六大行	1000	-	-	-
开发性金融工具	2022 年 8-10 月	基础设施重点领域	政策性银行、国股银行	36000	通过 SPV 投放开发性金融工具作为项目资本金，撬动配套融资	-	期限较长
设备更新改造专项再贷款	2022 年 9 月	制造业、服务业、社会服务领域和中小微企业、个体工商户	21 家全国性银行	2000	先贷后借，按月发放，按贷款本金的 100%提供资金支持	1.75%，贷款利率不高于 3.2%	期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年，期限最长为 3 年
保交楼专项再贷款	2022 年 10 月	住房城乡建设部核定的保交楼专项借款支持项目、逾期难交付住宅项目	政策性银行	3500	第一批 2000 亿已投放完毕 第二批 1500 亿央行正在与相关部门敲定实施方案	-	-

资料来源：央行官网，光大证券研究所整理

站在当前时点展望 2023 年结构性工具使用情况，主要有四个要点：

1、今年 12 月份尽管疫情防控措施进一步优化，但由于初期感染率会大幅提升，需要“平稳过峰”。根据海外经济体的相关经验，疫情感染达到达到第一波峰值时间约 1-3 个月，在此期间，居民对于疫情感染会存在“再认识”过程，且感染之后的治疗也需要时间，这会导致短期内社会人流量偏少、物流运转受阻，以及企业经营受用工和供应链稳定冲击，市场化信贷需求也会相对较弱。

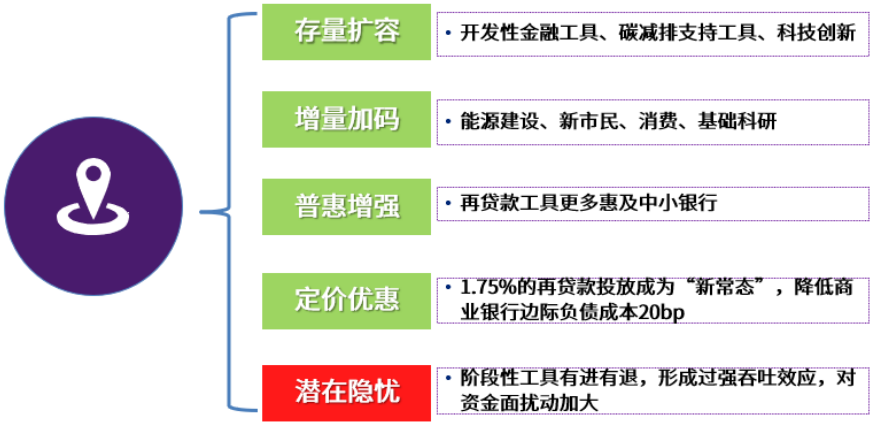
2、国有大行对公项目储备，受益于前期各类稳信贷工具的红利，相对较为充裕，2023 年将在基建、制造业、专精特新、绿色以及普惠小微等领域持续发力。对于 2023 年的信贷规划呈现一定冷热不均态势，部分银行暂按照信贷增量规模与今年基本持平来予以安排，不排除后续央行会通过狭义信贷额度管控进行调增。

3、以股份制银行和城农商行为代表的中小银行，项目储备情况相对偏弱，部分银行存在因今年四季度央行要求加大设备更新改造项目投放，以及制造业中长期贷款 30%的要求，而过度透支了 2023 年项目储备，导致开门红承压。

4、随着疫情高峰期的消退，进入二三季度零售需求可能会边际释放，加之有五一小长假和十一黄金周的红利驱动，届时料零售贷款量价均有所恢复。

从上述四方面情况看，当前实体经济有效需求不足的困境仍在延续，信贷投放仍需政策助力，通过外生力量驱动带动融资需求回暖，进而促进内生性融资需求的恢复。在这其中，结构性货币政策工具需要持续发挥定向支持稳信贷、稳投资的作用。

图 1：结构性工具特点：存量扩容、增量加码、普惠增强、定价优惠



资料来源：光大证券研究所整理

因此，2023 年结构性工具仍将是货币政策发力的重点，将呈现“存量扩容、增量加码、普惠增强、定价优惠”特点。具体而言：

1、存量扩容。2023 年预计要实现既定 GDP 目标，政府部门加杠杆仍需发挥重要力量，但本轮地产开发商信用风险及其引致的行业“负循环”尚未得到根本扭转，地产销售持续深度负增长，房企缺乏新开工动力和能力，地方政府土地出让收入改善预计较为曲折缓慢。这意味着 2023 年要维系地方政府加杠杆能力：一是预计赤字率会突破 3%，中央政府对地方的转移支付力度加大；二是各类准政府工具需要持续加量，来弥补地方财力的不足，预计开发性金融工具会继续扩容，进而撬动更多配套融资。

2、增量加码。在既定的工具体系下，未来结构性工具将重点聚焦国民经济重点领域和薄弱环节，包括能源安全、新市民、电子信息以及基础科研等领域。

3、普惠增强。传统的再贷款工具，如支农支小，主要针对涉农类金融机构，例如农商行、农信社、村镇银行以及农业银行和邮储银行在县域乡镇的分支机构，普惠性有限。2021 年四季度以来推出的各类结构性工具，操作对象涉及政策性银行以及 21 家全国性银行，普惠性得到增强。未来结构性工具将进一步提升普惠性，特别是对于夹心层银行如股份制银行和城商行扩大覆盖面。

4、定价优惠。传统支农支小再贷款利率为 2%，近年来推出的结构性工具，利率大部分均为 1.75%，与金融稳定再贷款利率持平，未来 1.75%的再贷款利率有望呈现“新常态”。考虑到目前上市银行平均负债成本率约 1.95%，再贷款利率存在 20bp 的优惠空间，有助于改善银行边际负债成本 20bp。

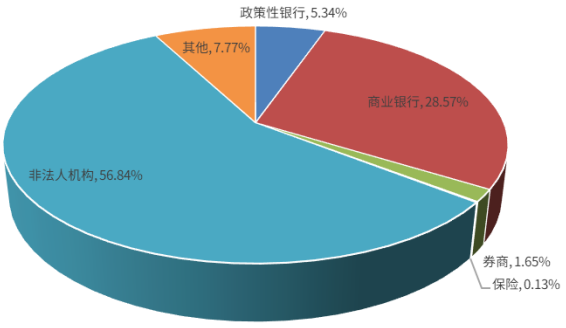
当然，结构性货币政策工具与总量工具间也需要寻求平衡。如果结构性工具过度使用，会形成过强的基础货币吞吐。一方面导致结构性流动性短缺框架失效，央行对于流动性掌控能力减弱，常规的流动性投放工具如 OMO、MLF 投放量需要适度调整。另一方面，这些结构性工具具有临时性特点，多为 1Y 期限且能够展期 2 次，未来需要统筹考虑结构性工具延续或者退出，对资金面形成的扰动差异。

二、银行对“长钱”需求加大，2023 年有望降准两次，每次步长 0.25 个百分点，MLF 降增量投放

近期受现管类理财新规整改期即将结束、理财赎回压力加大，以及监管对于货币基金久期管控等因素影响，长期限同业存单配置需求持续萎缩，叠加司库负债集中到期，供需两端矛盾共同推动同业存单利率大幅上行，其中 1Y 同业存单（AAA）二级市场收益率一度上行至 2.7%以上。

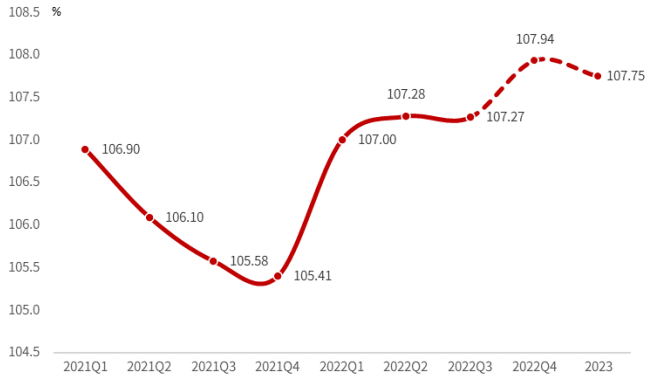
展望 2023 年，无论是银行自营资金还是广义基金对于长期限的同业存单需求会出现系统性萎缩，具体而言：

图 2：同业存单配置主体为广义基金与银行自营



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 11 月

图 3：预计 2023 年 NSFR 较 2022 年基本持平



资料来源：Wind，光大证券研究所测算。NSFR 测算假设为 2023 年 9M-1Y 同业存单缩量续作 50%

对于银行自营资金而言，对于同业存单青睐性并不强，截止今年 11 月末持仓占比不到 30%。这是因为，银行金融市场部配置资产，主要以合格优质流动性资产（HQLA）为主，多为利率债和高等级信用债，且财会部对于同业存单的成本考核设定相对较高，甚至部分银行明确同业存单为非准入品种。对于有配置同业存单需求的银行而言，2023 年也会适度控制久期，因为新巴 III 对于剩余期限在 3M 以上的同业资产，风险权重系数有所提升，导致银行配置长期限同业存单的资本占用成本加大。

对于广义基金而言，同业存单配置“大头”为现金管理类理财和货币基金。目前，在外力介入下（如银行自营资金部分承接理财子债券，协助理财子加大产品营销力度），理财赎回的负反馈机制得到阶段性缓解，市场情绪有所好转，债券市场近期也出现回暖。但拉长周期看，在监管政策约束下，货币类产品资产端久期将系统性下降，进而导致同业存单收益率曲线陡峭化。

在此情况下，2023 年银行对于长钱的需求将更大，我们判断：

1、2023 年随着经济活力在二三季度边际回暖，存款定期化现象将有所缓解，社融与 M2 增速差趋于收敛，M2 中的准货币将逐步向 M1 迁徙，NSFR 难现今年大幅上行趋势，甚至可能阶段性承压。

2、需要央行适时降准，缓解银行长钱补充压力，避免长期限同业存单利率上行过快，**预计 2023 年有望降准两次，每次步长 0.25 个百分点。**

3、MLF 工具性价比有所恢复，预计 2023 年 MLF 投放力度提升，部分月份增量续作可能性加大。

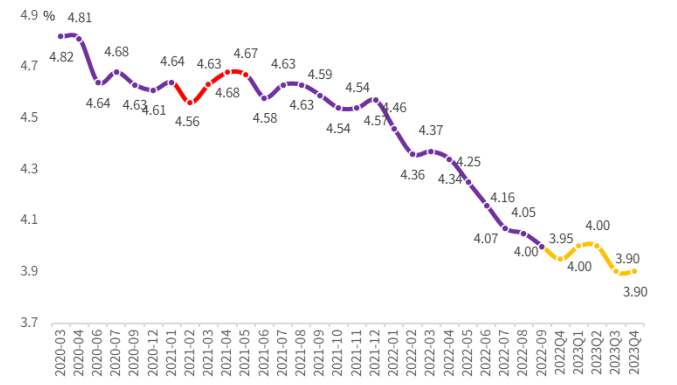
三、2023 年 Q1 降息有望落地，进一步管控负债成本迫在眉睫

当前正处于疫情感染逐步进入高峰期阶段，部分地区人流物流较疫情管控期间更为“萧条”，经济稳增长压力依然较大。2022 年因托底疫情对经济的冲击，各类政策储备消耗力度较大。中央经济工作会议召开之后，需要各部委部署落实，做好经济工作需要以“着力扭转市场信心”为纲，纲举目张。因此扩张总需求的刺激性政策出台可能性较大。

且**从 2022 年 12 月到 2023 年 3 月份新一届政府履职期间，属于相关稳经济重大会议“空窗期”，为确保开门红时点平稳，需要在疫情第一波冲击结束后，加大需求端刺激性政策的接续和对冲**。同时，采取进一步刺激政策的内外部约束也有所减弱：内部看 PMI 走弱，CPI 走低；外部看美债利率下行，人民币兑美元汇率已回落至 7 以下，12 月份以来 CFETS 人民币汇率指数升值约 2%，对一篮子货币汇率也逐步摆脱前期弱势状态，这也为国内货币宽松创造了空间。

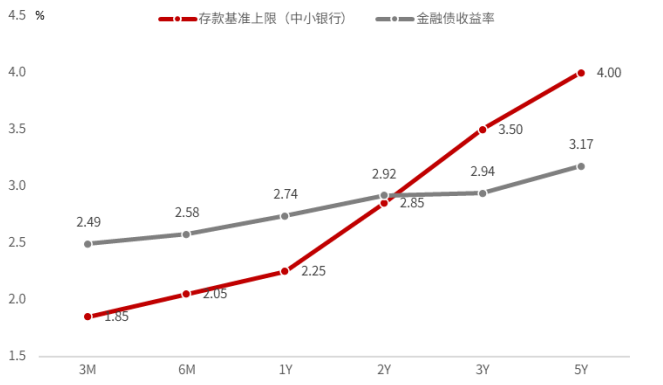
2022 年中央经济工作会议明确提出明年要坚持“稳中求进”、“突出做好稳增长、稳就业、稳物价”工作。经济稳定增长被置于首要位置，料明年 GDP 增长目标设置在 5%左右，将较今年有近 2 个百分点的提升。这意味着，2023 年开年之后，随着疫情冲击的逐渐平复，需要尽快启动经济恢复式增长，不排除采取一揽子刺激性举措激发市场活力。我们预估，23Q1 降息或有望落地，届时政策利率、LPR 报价均有望下调。

图 4：2023 年贷款利率仍维持低位震荡



资料来源：Wind，光大证券研究所。2022Q4-2023Q4 为预测值

图 5：存款与金融债中长端利差依然较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；日期：2022 年 12 月 22 日

23Q1，银行体系资产端因重定价因素继续受到扰动，进一步管控负债成本已迫在眉睫。尽管今年 9 月份部分银行主要对定期存款挂牌利率已下调 10-50bp，随着明年逐步进入重定价阶段，料存款成本逐步改善，但这一举措更多

惠及零售等弱议价客群，降幅仍不足以对冲贷款利率下行对 NIM 的侵蚀。同时，也需要注意到在今年资金利率低位下，银行市场化负债成本得以改善，但这一状况很可能在 2023 年反转。基于此：

1、预计 2023 年存款利率仍有进一步下行空间，操作模式可能通过挂牌利率调整方式，也可能通过压降利率自律机制上限模式来实现。

2、对于协定存款等活期高成本产品，挂牌利率+与客户签订的保底协议，使得该产品收益率达到 3%以上，未来需进一步加强对类活期存款的限额或限价管理。

3、目前，3Y 与 5Y 的定期存款利率上行与同期限金融债仍有 50-80bp 利差，预计银行会持续加强对于高成本定期存款限额管控。同时，金融债储架发行落地，在一定程度上有助于降低银行对于同业存单的滚动续作压力，引导中长期定期存款与金融债利差收敛，从而推动长端收益率曲线融合。

1、下周要点梳理

下周（12 月 26 日-12 月 30 日）提请市场关注要点事件：

（1） **央行 7D-OMO 累计到期 390 亿，**预计仍将延续放量续作模式对冲。

（2） **下周政府债券合计到期 201 亿，计划发行 7 亿，净融资规模预计-194 亿，较本周少增 2210 亿。**

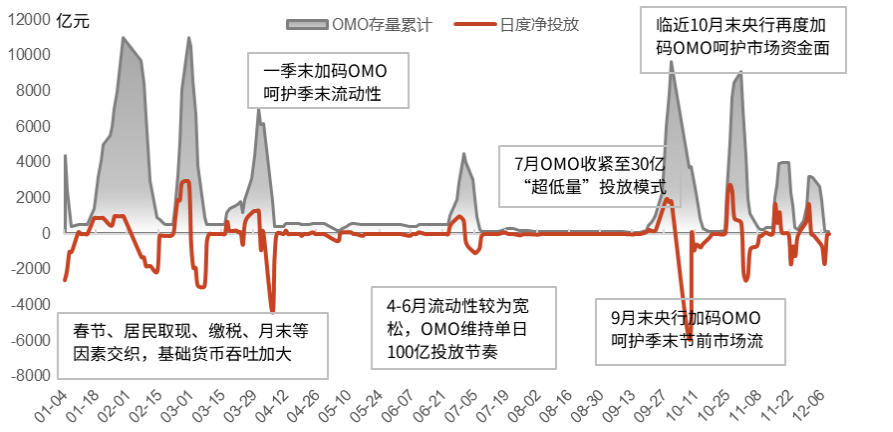
2、一周回顾

2.1、货币市场

2.1.1、资金市场

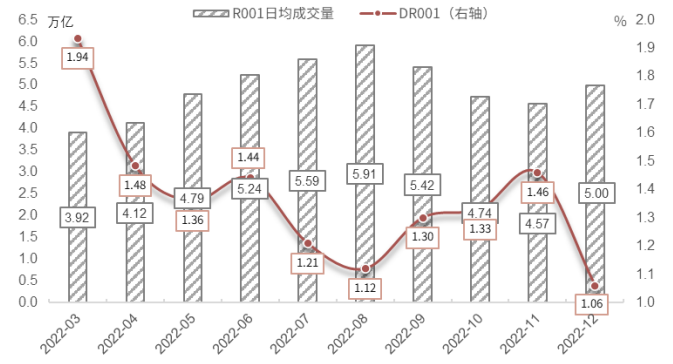
OMO 投放量提升至 7530 亿。周内央行重启千亿级 14D 逆回购操作平抑跨年资金面波动，累计投放 7140 亿，7D-OMO 累计投放 390 亿，到期 490 亿，基础货币净投放 7040 亿。截至 12 月 23 日，OMO 存量余额 7530 亿，较上周提升 7040 亿。

图 6：本周 OMO 投放量提升至 7530 亿



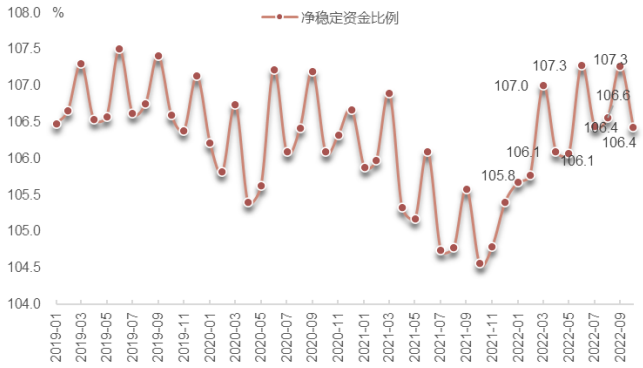
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 23 日

图 7：12 月 R001 日均成交量为 5 万亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 3-12 月，其中 12 月为 1-23 日

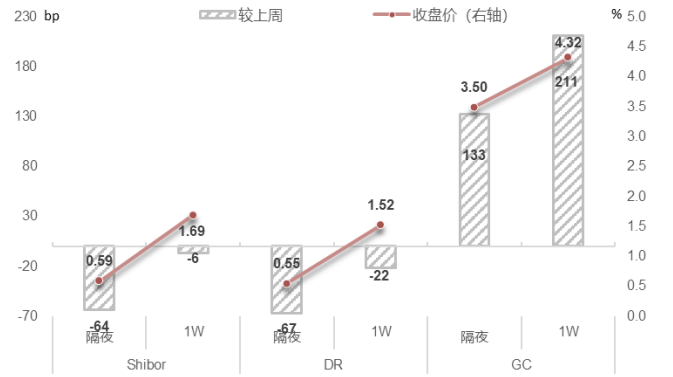
图 8：10 月 NSFR 回落至 106.4%



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

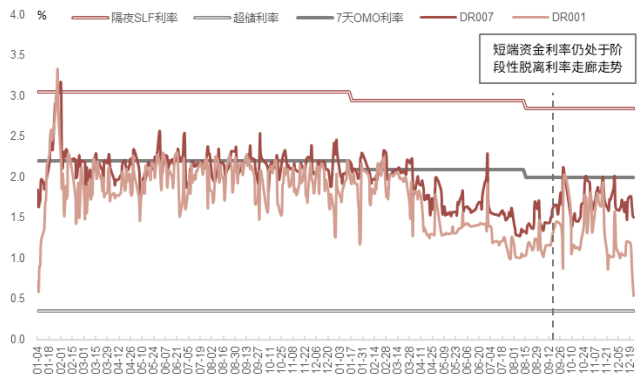
短端资金利率显著下行。截至 12 月 23 日，DR001、DR007 分别录得 0.55%、1.52%，分别较上周下行 67bp、22bp。月内 DR001 均值回落至 1.06%，R001 日均成交量回升至 5 万亿。

图 9：DR001 较上周下行 67bp 至 0.55%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 19 日-2022 年 12 月 23 日

图 10：短端资金利率波动幅度加大

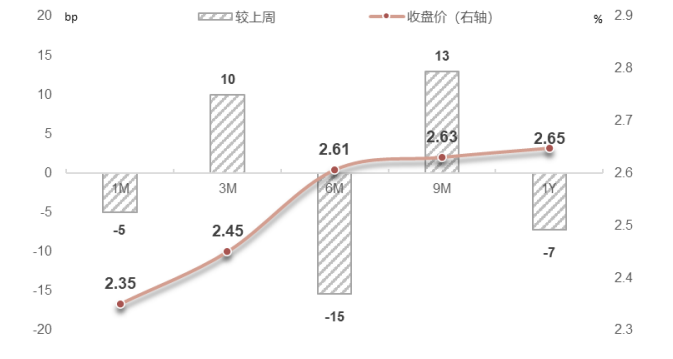


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2022 年 12 月 23 日

2.1.2、同业存单

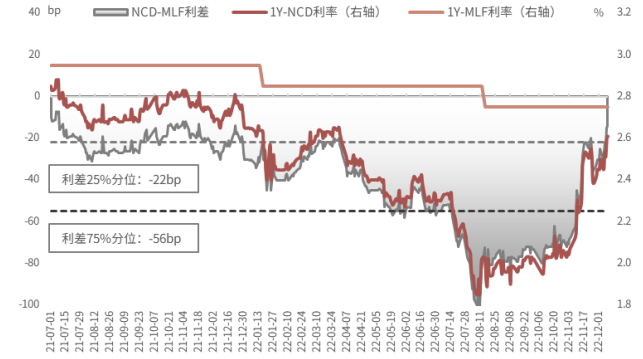
1Y 国股 NCD 利率回落至 2.65%。截至 12 月 23 日，1Y 国股行 NCD 利率录得 2.65%，较上周下行 7bp；NCD-MLF 利差为-17bp，倒挂幅度较上周走阔 14bp，利差接近 2021 年来 90%分位水平。

图 11： NCD 利率较上周波动不一



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 19 日-12 月 23 日

图 12：NCD-MLF 利差倒挂程度较上周走阔 14bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 1 日-2022 年 12 月 23 日

备案额度使用方面，本周 NCD 净融资规模合计 1149 亿，较上周少减 2600 亿。截至 12 月 23 日，月内 NCD 净融资规模约 2370 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 75%、65%、62%。

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）	738	224	234	(48)	(713)	1926	858	143	(1065)	1149
较上周（亿）	1037	1448	39	77	(925)	1285	1388	165	688	2600

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间：2022 年 12 月 12 日-12 月 23 日

表 3：9-12 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 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	193	(2404)	(1228)	(93)	1490	3547	(424)	920	(9065)	(3533)
	同比上年	(1162)	(5393)	(3608)	(688)	1838	3186	(1902)	4372	(18344)	(10851)
2022 年 12 月	净融资	1817	(374)	760	167	(144)	3260	2523	93	(3362)	2370
	同比上年	1624	2031	1988	260	(1634)	(286)	2947	(827)	5704	5903

资料来源：Wind，光大证券研究所整理，时间：2022 年 9 月-12 月，其中 12 月为 1-23 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 12 月 23 日净融资	截至 12 月 23 日余额	使用进度	备案额度	截至 12 月 23 日净融资	截至 12 月 23 日余额	使用进度
国有行	3.44	0.56	2.80	81%	4.63	0.67	3.50	75%
股份行	6.75	1.12	5.48	81%	7.61	-0.62	4.93	65%
城商行	6.16	0.74	4.13	67%	6.73	0.25	4.18	62%
农村金融机构	2.12	0.17	1.03	48%	2.25	-0.02	1.03	46%
民营银行	0.04	0.02	0.04	92%	0.07	0.03	0.07	100%
外资银行	0.23	0.05	0.09	39%	0.19	0.04	0.12	62%
合计	**18.74**	**2.66**	**13.56**	**72%**	**21.48**	**0.35**	**13.82**	**64%**

资料来源：中国货币网，Wind，光大证券研究所整理

表 5：2022 年四季度主要银行同业存单发行压力数据（截至 12 月 23 日）

2022年12月同业存单发行压力数据表（更新日期：12月23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	12月发行	12月到期	12月净融资	Q4发行	Q4到期	Q4净融资	年内到期
工商银行	4000	2000	454	3546	454	0	454	454	0	454	0
农业银行	11000	3000	10078	922	495	700	-205	1279	1766	-487	95
中国银行	8000	1300	7059	941	479	123	355	1789	797	992	0
建设银行	9320	3320	8029	1291	234	240	-6	1275	1785	-511	0
交通银行	11000	3000	9333	1667	1127	3	1124	3370	2264	1106	0
邮储银行	3000	0	0	3000	0	0	0	0	0	0	0
兴业银行	9000	0	7496	1504	323	248	75	2774	2160	614	80
浦发银行	12127	3127	8640	3487	239	864	-625	1191	2052	-861	105
招商银行	6000	0	664	5336	0	84	-84	522	531	-9	6
中信银行	9600	1600	7344	2256	402	1047	-645	1574	2435	-861	356
光大银行	8000	2000	6038	1962	166	157	9	1205	1832	-627	74
民生银行	8500	0	4166	4334	670	836	-166	1823	2987	-1164	198
平安银行	9050	1550	4920	4131	294	392	-98	701	1716	-1016	44
华夏银行	4000	0	3132	868	363	267	96	864	1126	-262	18
广发银行	3100	0	1983	1117	214	210	4	356	999	-643	15
浙商银行	3300	300	1822	1478	367	272	95	878	1034	-157	0
北京银行	3864	264	2691	1173	622	242	379	1334	1233	101	3
上海银行	2250	250	1929	321	594	711	-117	1950	2231	-281	138
南京银行	3096	96	1394	1702	0	223	-223	392	835	-443	70
宁波银行	4754	1099	3239	1515	733	290	444	1659	1599	60	62
江苏银行	4800	300	3929	871	836	1203	-368	2249	2520	-271	146

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

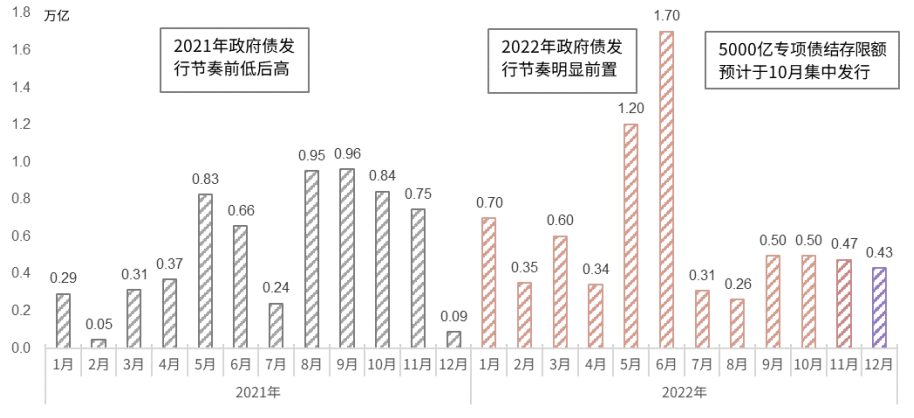
周内政府债发行规模有所回落。本周政府债净融资规模 2016 亿，较上周少增 6805 亿，其中，国债、地方债净融资分别为 1899、117 亿。下周政府债计划净融资约-194 亿，国债、地方债分别为-201、7 亿。

表 6：2021-2022 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 12 月 16 日累计净融资	发行进度	净融资限额	截至 12 月 16 日累计净融资	发行进度
国债	26500	25949	98%	27500	22337	81%
地方政府债	48700	45790	94%	44700	47908	107%

资料来源：2022 年政府工作报告，Wind，光大证券研究所整理

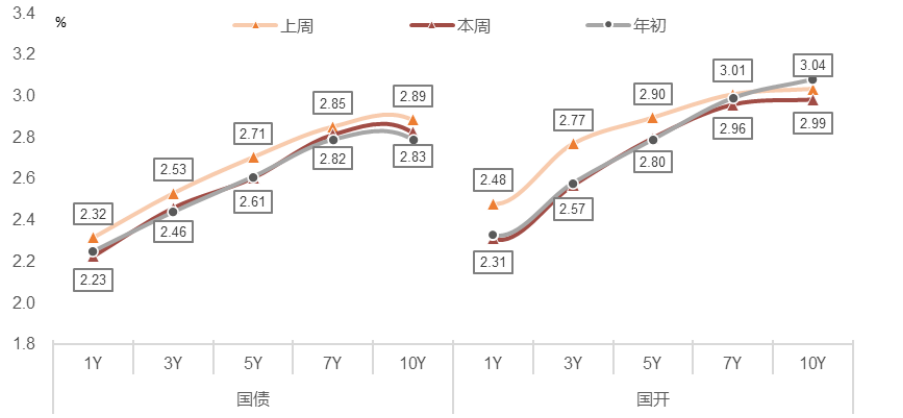
图 13：12 月政府债净融资规模预计 4300 亿



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 12 月为预测值

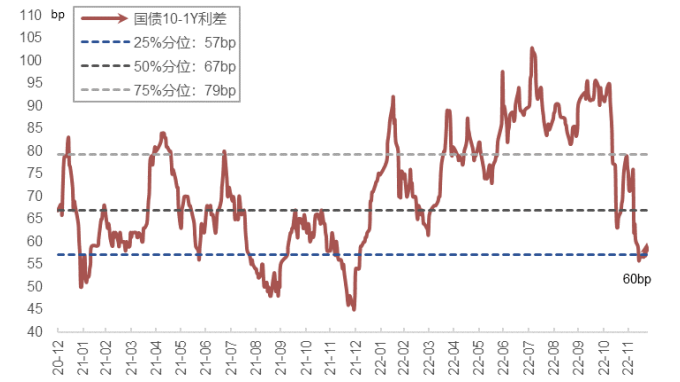
10Y 国债收益率为 2.83%，较上周下行 6bp。截至 12 月 23 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 期收益率分别录得 2.23%、2.46%、2.61%、2.82%和 2.83%，分别较上周下行 9、7、10、3、6bp。

图 14：10Y 国债收益率较上周下行 6bp 至 2.83%



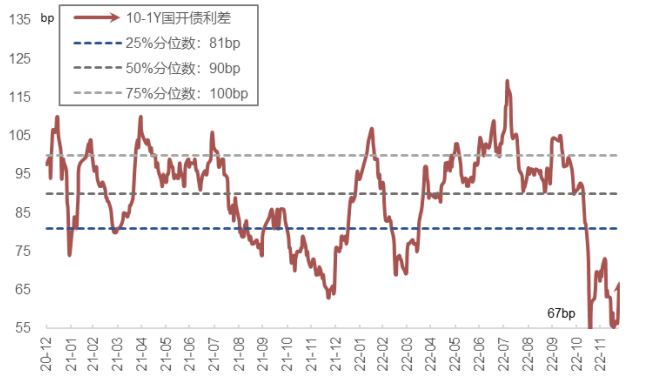
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 19 日-2022 年 12 月 23 日

图 15：国债 10-1Y 利差降至 25%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 12 月 23 日

图 16：国开债 10-1Y 利差有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 23 日

截至 2022 年 12 月 23 日，各地支持中小银行发展补充资本专项债共计发行 2577 亿，其中 2022 年发行 630 亿，年内辽宁、大连、甘肃、河南发行规模分别为 200、50、300、80 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、2022/12/20	2032/4/15、2023/12/21	200	10
大连	2022/8/30	2032/8/31	50	10
甘肃	2022/8/22	2032/8/23	300	10
河南	2022/11/28	2032/11/29	80	10
合计	**-**	**-**	**2577**	**-**

资料来源：Wind，光大证券研究所；注：统计截至 2022 年 12 月 23 日

2.2.2、金融债

截至 12 月 23 日，月内预计有 26 支商业银行债发行，发行额共计 1696 亿，到期 663 亿，净融资 1033 亿，较上年同期少减 1181 亿。资本补充工具方面，月内 12 支二级债发行，额度共计 546.5 亿；4 支永续债发行，额度共计 82 亿。月内共 19 支二级债到期，额度累计 1132 亿，商业银行资本补充工具净融资为-504 亿。

表 8：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	2022-12-01	22 渤海银行 01	3	150	2.95
	2022-12-01	22 汇丰银行 03	3	30	3.1
	2022-12-01	22 厦门国际银行	3	100	2.9
	2022-12-06	22 乐山银行绿色债 01	3	15	3.55
	2022-12-06	22 中山农商小微债	3	30	3.05
	2022-12-06	22 重庆农商绿色金融债	3	20	3
	2022-12-07	22 通商银行债	3	20	3.2
	2022-12-08	22 南京银行绿色债	3	50	2.95
	2022-12-08	22 安吉农商绿色债	3	1	3.4
	2022-12-08	22 南京银行 03	3	100	2.98
	2022-12-08	22 桂林银行绿色债 02	3	15	2.95
	2022-12-09	22 交通银行绿色金融债 02	3	100	2.96
	2022-12-09	22 交通银行小微债 02	3	300	2.98
	2022-12-12	22 顺德农商小微债 02	3	20	2.95
	2022-12-12	22 建设银行三农债	3	100	2.92
	2022-12-13	22 浙商银行绿色金融	3	100	3.05
	2022-12-13	22 日照银行绿色债	3	30	3.15
	2022-12-13	22 浙商银行三农债	3	50	3.05
	2022-12-15	22 中国银行绿色金融债 02	3	300	2.92
	2022-12-15	22 杭州联合农商小微债	3	30	3
	2022-12-15	22 贵州银行小微债	3	40	3.45
	2022-12-16	22 威海银行小微债	3	50	-
	2022-12-16	22 三峡银行绿色债 02	3	20	-
	2022-12-16	22 陕西西乡农商行三农债	3	0.3	-
	2022-12-20	22 乐山银行绿色债 02	3	15	-
	2022-12-20	22 长沙农商小微债 01	3	10	-
到期	2022-12-05	19 青岛银行小微债 01	3	30	3.45
	2022-12-09	19 杭州联合农商绿色 02	3	3	3.59
	2022-12-10	19 颍泉农商绿色金融债	3	2	4.6
	2022-12-12	19 长沙农商小微债 01	3	35	3.7
	2022-12-12	19 华商银行 02	3	30	3.8
	2022-12-13	19 交通银行 02	3	400	3.35
	2022-12-16	19 成都银行双创债	3	5	3.45
	2022-12-16	19 青岛银行小微债 03	3	30	3.42
	2022-12-19	19 青岛农商小微债 01	3	30	3.5
	2022-12-20	19 海峡银行 02	3	20	3.9
	2022-12-24	19 鄞州农商小微债	3	25	3.62
	2022-12-27	19 天津银行债	3	50	3.88
	2022-12-27	19 长兴农商绿色金融债	3	3	3.69

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 1 日-12 月 31 日

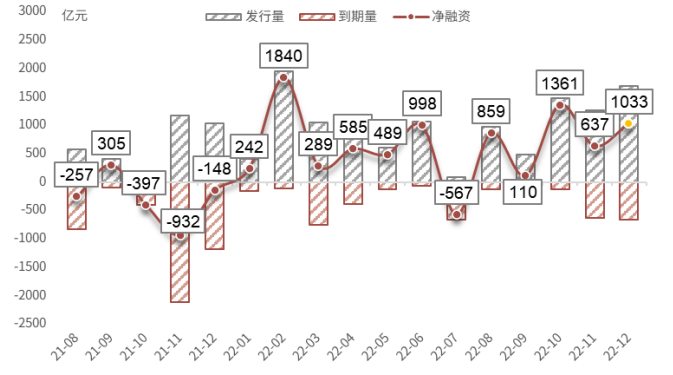
表 9：本月商业银行资本补充工具发行到期情况

发行/到期	证券类型	发行日期	证券简称	额度（亿）	期限（年）	发行利率
发行	二级债	2022/12/6	22 合肥科技农商二级	10	5+5	4.8
	二级债	2022/12/6	22 南安农商二级 01	5	5+5	4.4
	二级债	2022/12/8	22 成都银行二级资本债 01	65	5+5	3.9
	二级债	2022/12/16	22 宁波宁海农商行二级	3	5+5	5
	二级债	2022/12/20	22 工行二级资本债 05B	50	10+5	3.85
	二级债	2022/12/20	22 龙湾农商二级	6	5+5	4
	二级债	2022/12/20	22 沧州银行二级	15	5+5	5.15
	二级债	2022/12/20	22 工行二级资本债 05A	250	5+5	3.7
	二级债	2022/12/20	22 新昌农商二级	2.5	5+5	5
	二级债	2022/12/27	22 广州银行二级 01	50	5+5	-
	二级债	2022/12/27	22 盛京银行二级 01	50	5+5	-
	二级债	2022/12/27	22 东莞农商二级	40	5+5	-
	永续债	2022/12/15	22 江西银行永续债 02	20	-	4.79
	永续债	2022/12/16	22 重庆银行永续债	45	-	4.7
	永续债	2022/12/20	22 北部湾银行永续债	10	-	4.8
	永续债	2022/12/26	22 哈尔滨银行永续债	7	-	-
到期	二级债	2022/12/5	17 潍坊银行二级 01	10	5+5	5.00
	二级债	2022/12/7	12 上行次级债	50	10+5	5.35
	二级债	2022/12/8	17 宁波银行二级	100	5+5	4.80
	二级债	2022/12/19	17 洛阳银行二级	20	5+5	5.00
	二级债	2022/12/19	17 宁夏银行二级 01	15	5+5	5.00
	二级债	2022/12/20	12 农行次级债	500	10+5	4.99
	二级债	2022/12/20	17 三峡银行二级 01	18	5+5	5.00
	二级债	2022/12/20	17 盛京银行二级	60	5+5	4.90
	二级债	2022/12/22	17 济宁银行二级 02	5	5+5	5.00
	二级债	2022/12/27	17 大同银行二级	5	5+5	5.50
	二级债	2022/12/28	12 浦发次级债	120	10+5	5.20
	二级债	2022/12/28	17 海盐农商二级 01	1	5+5	5.80
	二级债	2022/12/28	12 天津银行债 01	15	10+5	5.90
	二级债	2022/12/28	12 招行次级债	117	10+5	5.20
	二级债	2022/12/28	12 天津银行债 02	12	10+5	5.99
	二级债	2022/12/28	12 广发次级债	45	10+5	5.60
	二级债	2022/12/28	17 温州银行二级	15	5+5	5.00
	二级债	2022/12/28	12 贵阳银行债	12	5+5	6.50
	二级债	2022/12/29	17 三峡银行二级 02	12	5+5	5.95

资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2022 年 12 月 1 日-12 月 31 日

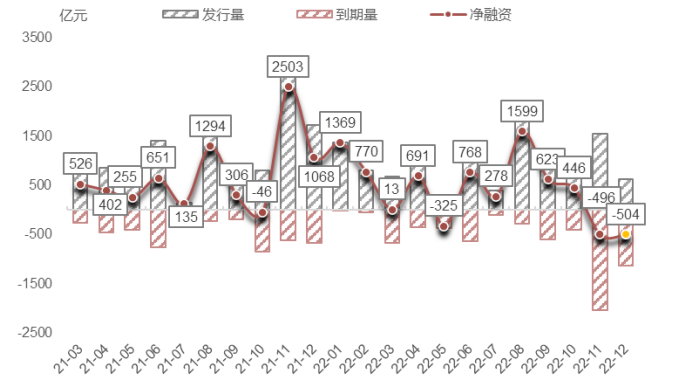
金融债收益率下行，信用利差走阔。截至 12 月 23 日，商业银行 3 年期 AAA 级普通债收益率为 2.9%，较上周下行 10bp，与同期限国开债利差为 32bp，较上周走阔 9bp，上行至 85%分位。

图 17：12 月商业银行普通债净融资规模预计 1033 亿



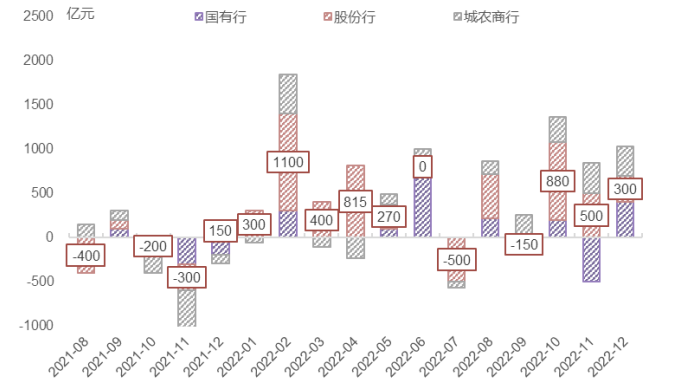
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月-2022 年 12 月，12 月 1-23 日

图 18：12 月商业银行资本补充工具净融资预计-504 亿



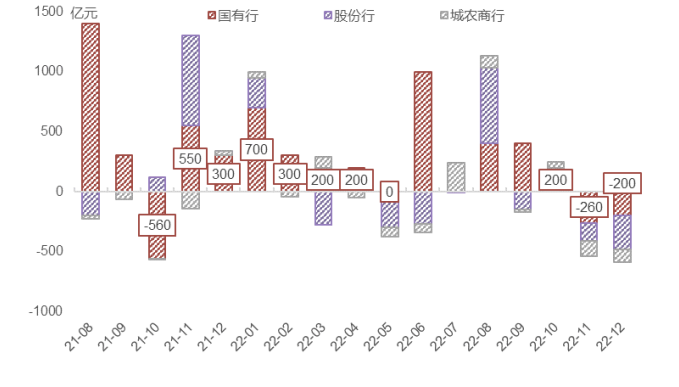
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-2022 年 12 月，12 月 1-23 日

图 19：12 月股份行普通债净融资预计降至 300 亿



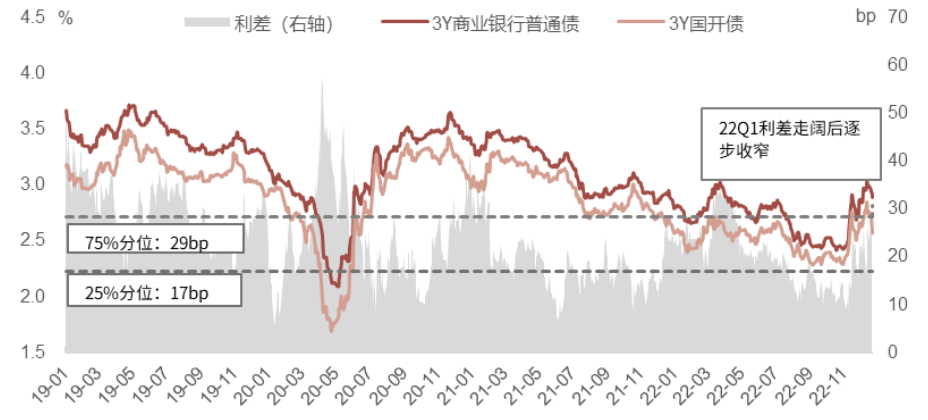
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月-2022 年 12 月，12 月 1-23 日

图 20：12 月国有行二级债净融资降至-200 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月-2022 年 12 月，12 月 1-23 日

图 21：3Y 商业银行普通债利率较上周下行 10bp 至 2.9%



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 23 日

商业银行二级资本债收益率有所上行，信用利差、期限利差双双走阔。截至 12 月 23 日，商业银行 AAA-等级 5Y 二级资本债、永续债利率分别录得 3.73%、4.11%，较上周下行 7、3bp；与同期限国开债信用利差分别为 93、

131bp，较上周上行 2bp，下行 7bp，分别位于 91%、99%分位水平。期限利差方面，截至 12 月 23 日 AAA-级二级债 5Y-3Y 利差录得 29bp，较上周走阔 15bp，处于 23%分位水平。

表 10：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况（5Y）

2022 年 12 月 23 日		5Y 到期收益率（bp）			同 5Y 国开债利差			5Y 等级利差（bp）		期限利差（bp）		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-5Y-3Y	AA+5Y-3Y	AA5Y-3Y
二级资本债	利率/利差	3.73	3.89	4.26	93	109	146	17	54	29	31	31
	分位数（%）	45	48	51	91	92	89	82	82	23	20	10
永续债	利率/利差	4.11	4.20	4.62	131	140	182	9	51	25	25	25
	分位数（%）	98	99	86	99	100	100	89	69	6	4	3

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 12 月 23 日，永续债分位数计算区间为 2021 年 8 月 16 日-2022 年 12 月 23 日

表 11：商业银行二级资本债、永续债利率及利差情况（3Y）

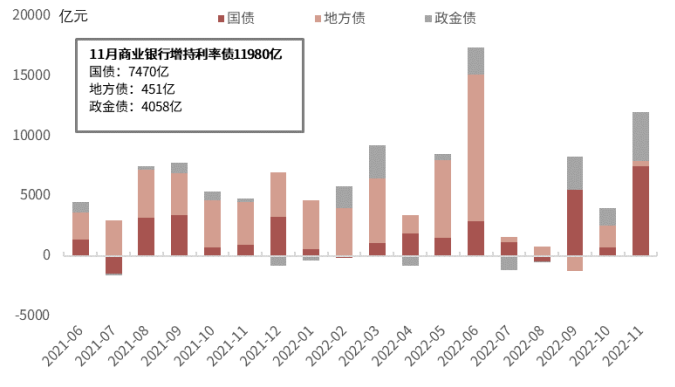
2022 年 12 月 23 日		3Y 到期收益率（%）			同 3Y 国开债利差（bp）			3Y 等级利差（bp）		期限利差（bp）		
		AAA-	AA+	AA	AAA-	AA+	AA	AAA-/AA+	AAA-/AA	AAA-5Y-3Y	AA+5Y-3Y	AA5Y-3Y
二级资本债	**利率/利差**	3.44	3.59	3.96	87	102	139	15	52	29	31	31
	分位数（%）	45	48	51	88	89	92	93	85	23	20	10
永续债	**利率/利差**	3.86	3.95	4.37	129	138	180	9	51	25	25	25
	分位数（%）	97	97	97	99	99	100	97	100	6	4	3

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 12 月 23 日，永续债分位数计算区间为 2021 年 8 月 16 日-2022 年 12 月 23 日

2.2.3、银行自营债券投资

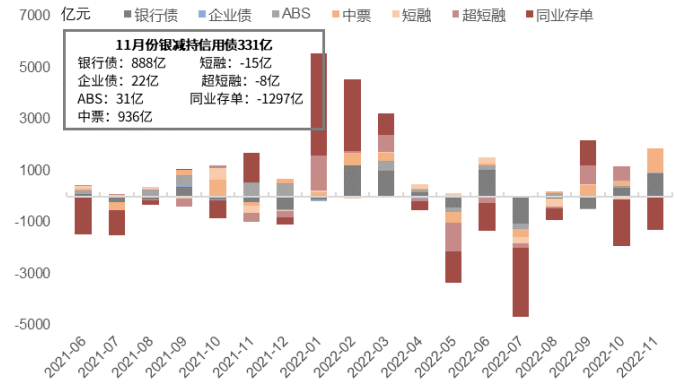
11 月银行利率债配置力度有所提升。11 月银行增持利率债 1.2 万亿，其中国债、地方债、政金债分别增持 7470、451、4058 亿。信用债方面，11 月商业银行债、中票为主要增持品种，额度分别为 888、936 亿。

图 22：11 月商业银行增持利率债 11980 亿



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月-2022 年 11 月

图 23：11 月商业银行减持信用债 331 亿



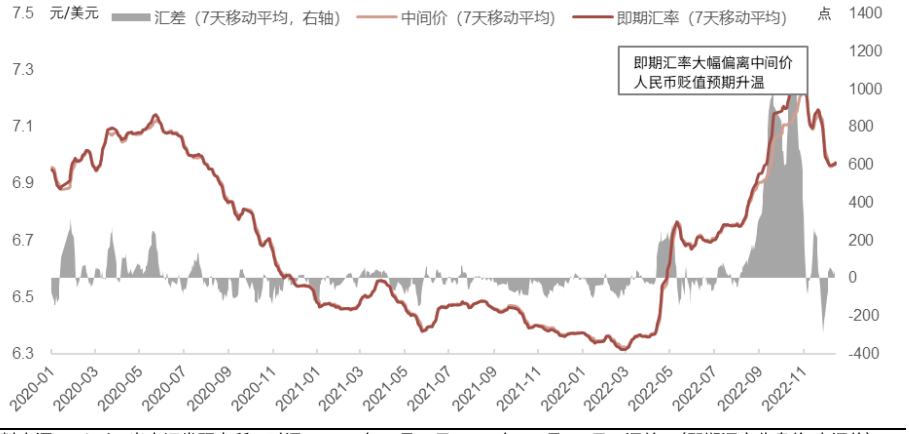
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月-2022 年 11 月

2.3、外汇市场

2.3.1、人民币汇率

美元兑人民币即期汇率走升至 6.99。截至 12 月 23 日，美元兑人民币汇率较上周走升 154 点收至 6.99。即期汇率收盘价与中间价汇差转正至 60 点，较上周走阔 135 点。

图 24：美元兑人民币即期汇率较上周走升 154 点至 6.99

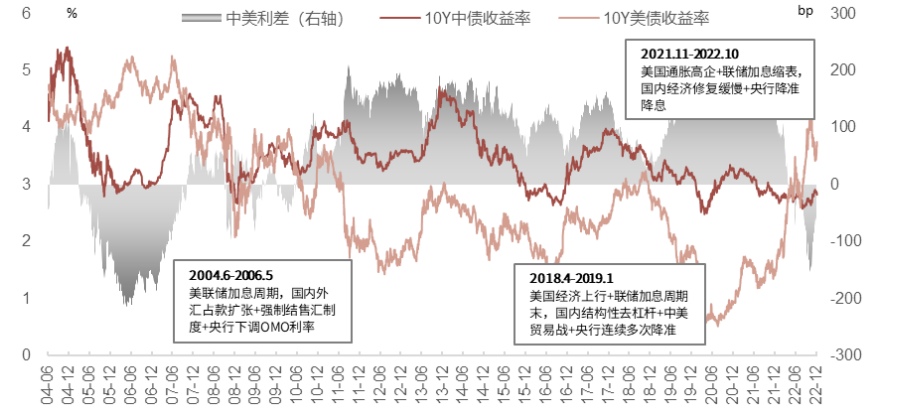


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 23 日。汇差=（即期汇率收盘价-中间价）*10000

2.3.2、美元指数与美债利率

10Y 美债利率上行至 3.75%点位。本周 10Y 美债利率升至 3.75%，较上周上行 27bp。本周美国商务部数据显示，第三季度实际 GDP 年化季环比上修至 3.2%，高于预期的 2.9%。周内名义利率上行 18bp，其中实际利率上行 13bp，成为驱动美债利率上行的主要因素。中美利差较上周走阔 33bp 至-92bp。

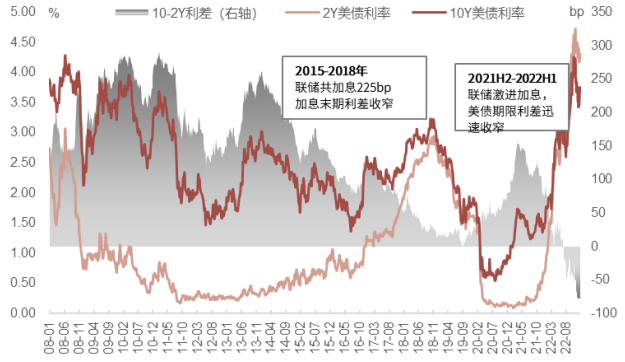
图 25：本周中美利差倒挂幅度较上周走阔 33bp 至-92bp



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2004 年 6 月 1 日-2022 年 12 月 23 日

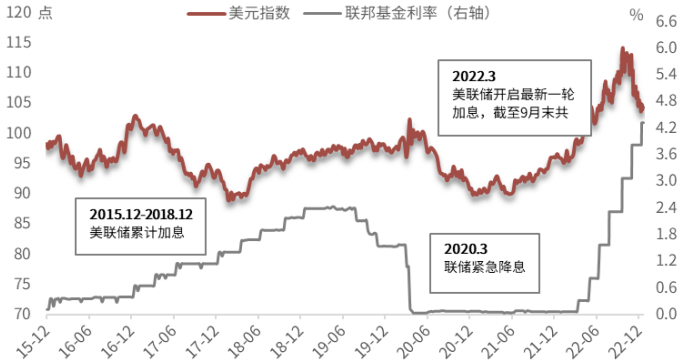
美债 10Y-3M 期限利差倒挂程度有所收窄。截至 12 月 23 日，10Y、2Y、3M 美债收益率分别录得 3.75%、4.31%、4.34%，分别较上周上行 27、14、3 bp。10Y-3M 利差-59bp，倒挂程度较上周收窄 24bp。

图 26：10Y-3M 利差倒挂程度较上周收窄 24bp 至-59bp



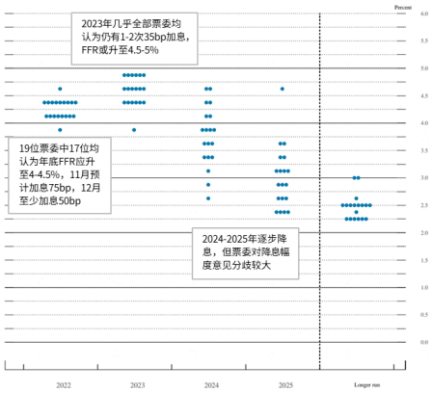
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2008 年 1 月 1 日-2022 年 12 月 23 日

图 27：美元指数同上周小幅回落至 104.3 点



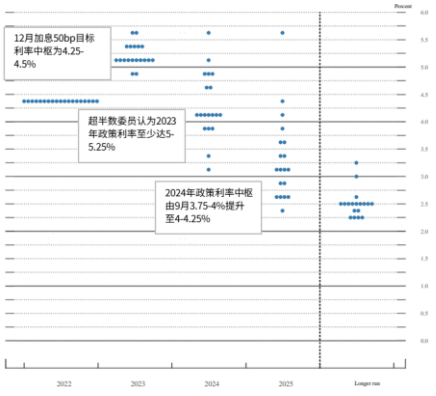
资料来源：FED 官网，Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 12 月 1 日-2022 年 12 月 23 日

图 28：9 月点阵图显示年底 FFR 将升至 4-4.5%



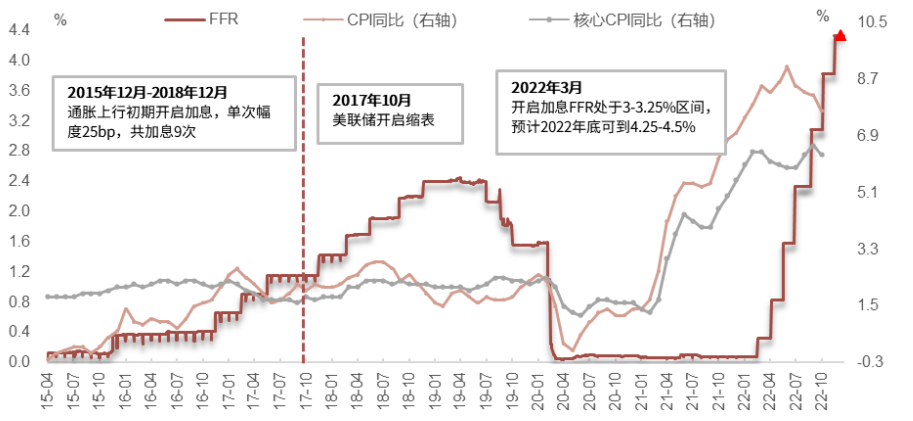
资料来源：FED 官网，光大证券研究所

图 29：12 月点阵图显示 2023 年利率目标区间升至 5%以上



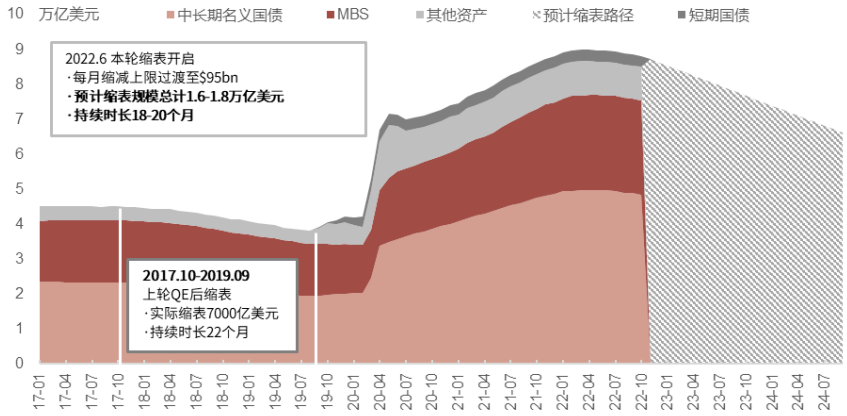
资料来源：FED 官网，光大证券研究所

图 30：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 12 月 26 日-2023 月 1 月 1 日为预测值

图 31：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 12 月 26 日-2024 年 7 月 31 日为预测值

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
2022.10.3-2022.10.7	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
2022.11.28-2022.12.2	-18	-35	17
2022.12.5-2022.12.9	-3	10	-13
2022.12.12-2022.12.16	-13	2	-15
2022.12.19-2022.12.23	18	13	5

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