



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《地方债加速发行或收紧资金面——
资金利率周报 2023.07.24-07.28》

《资金利率预期为何偏紧？——资金
利率周报 2023.07.17-07.21》

《三季度“降准”概率较高——资金利
率周报 2023.07.10-07.14》

结构性货币政策工具如何续力

资金利率周报 2023.07.31-08.05

投资要点:

● 本周资金利率观点: 结构性货币政策工具如何续力

- **结构性货币政策工具再入视野。**央行对结构性货币政策工具的使用由来已久,最经典的三项结构性货币政策工具支农、支小再贷款和再贴现分别开始于1999年、2014年和2008年(再贴现开始发挥结构性功能),此外,2014年伴随着棚户区改造的推进央行创设了第四项结构性货币政策工具抵押补充贷款PSL。结构性货币政策工具快速发展始于2021年,2021-2022年为应对疫情冲击、支持薄弱环节(如小微、民营企业)和关键领域(如科技创新、普惠养老、双碳),央行陆续创设了11项结构性货币政策工具,今年上半年为应对房地产行业发展新态势央行又创设了2项房地产相关的结构性货币政策工具,目前共有17项结构性货币政策工具。今年4月,央行在一季度金融统计数据新闻发布会上表示“多数的结构性工具是阶段性工具……完成了政策目标,就会按期及时退出”,实际上,今年上半年结构性货币政策工具的使用较为稳健,根据央行公布的截止6月底的使用情况,我们发现上半年投放的结构性货币政策工具主要是碳减排支持工具和支持煤炭清洁高效利用专项再贷款两项,支持领域都在双碳方向,而前两年为应对疫情扰动、缓解小微企业经营压力的部分工具在今年上半年投放较小,反映出央行确实在收缩阶段性工具的使用力度,市场对其的关注也有所降低。8月4日,人民银行货币政策司司长邹澜在发改委新闻发布会上回答关于结构性货币政策工具的提问时表示“必要时还可再创设新的工具”,结构性货币政策工具再次引发关注。
- **现有工具使用情况:**截止今年6月底,占比最高的工具依然是抵押补充贷款、支小再贷款、再贴现和支农再贷款这四项较为长期的工具,而在阶段性工具中,碳减排支持工具、科技创新再贷款、支持煤炭清洁高效利用专项再贷款和设备更新改造专项再贷款占比较高。根据央行发布的结构性货币政策工具介绍表来看,科技创新再贷款和设备更新改造专项再贷款等5项工具都已到期,会随着当前余额到期而逐步退出,已到期工具合计额度达7000亿元,合计余额达5597亿元,退出后对6月底结构性货币政策工具余额影响为8.14%。
- **新工具如何推出:**今年上半年新推出两项结构性货币政策工具,分别为房企纾困专项再贷款和租赁住房贷款支持计划,额度共1800亿元,远不及即将退出的各项工具总额度,且去年底以来创设的新工具使用情况有限,如保交楼贷款支持计划仅使用5亿元,或由于保交楼相关资金投放集中在推出时间更早的保交楼专项借款上。7月14日国务院发布关于促进民营经济发展

壮大的意见，提出“完善融资支持政策制度……推动民营企业债券融资专项支持计划扩大覆盖面、提升增信力度”，预计下一步结构性货币政策工具在民营经济领域扩大额度或创设新工具以加力提效，扩大或新工具总额度预计小幅低于或接近 5000 亿元，以对冲退出工具的影响。

● 下周资金面展望：

- **下周资金面展望：维持平衡宽松。**从 30 天移动平均 DR007 来看，截至 8 月 4 日，DR007 的 30 天移动均值下行 4 个 BP 至 1.81%，持续低于 7 天逆回购政策利率，2 月以来始终位于 7 天逆回购政策利率±10BPS 的区间内小幅波动，继续高于 1 年期定期存款基准利率和报价利率。7 月份 DR007 均值虽然维持在 1.80 以上较高水平，但全月资金供给较为充足，资金面体感宽松，8 月第一周资金利率中枢下移，然而从周五来看，利率中枢下移却伴随着午后供给收敛，DR007 在周一至周二跨月后持续下行，至周五 DR007 边际回升，根据上海国际货币经纪，周二到周四大行及股份行融出较为稳定，资金面保持均衡宽松，而到周五出现变化，周五午后银行融出暂停，资金面边际趋紧态势维持至尾盘，警惕 8 月份资金利率波动加大的风险。展望下周资金供需，利空的因素主要来自政府债券融资或将加速；利多因素则有人民币中间价边际回落汇率贬值压力趋缓、跨月因素褪去资金面恢复常态等，从多空因素看，8 月资金供需缺口稳定，资金利率因政府债券融资等风险尚有上行风险，跨月影响消退后资金面短期回归相对平衡。本周资金面主要扰动因素来自资金跨月，下周重点关注缴准压力、7 月金融数据。
- **下周存单发行量价展望：存单供给继续下降。**下周（8 月 7 日-8 月 11 日）将有 6256.40 亿元同业存单到期，此后两周将分别有 4091.70 亿元、5923.40 亿元同业存单到期；截止 8 月 5 日统计，下周披露有 596.20 亿元同业存单发行计划，同业存单到期量上升、发行量下降。如果将同业存单净融资量作为商业银行主动负债意愿变化的指标，本周同业存单净融资量下降至 469.70 亿元，银行普遍不缺“长钱”，资产回报率不高导致银行加杠杆意愿较低。
- **下周利率债供给：利率债供给平稳。**下周（8 月 7 日-8 月 11 日）已经安排有 1523.07 亿元地方政府债、220 亿元农发债发行，国债在 8 月 9 日安排续发 950 亿 2 年期付息国债、950 亿 5 年期付息国债；8 月 11 日安排续发 230 亿 30 年期付息国债；下周地方政府债缴款 2195.25 亿元、国债和政金债缴款 3360 亿元。总体来看，下周利率债供给平稳，总量可控，近期多地报道对年内专项债 9 月内完成发行的要求落地，预留地方政策计划发行等时间后，实际发行时点或集中在 8 月中下旬至 9 月上旬。
- **下周重点关注：周二中国 7 月进出口数据发布，周三中国 7 月通胀数据发布，周四中国 7 月金融数据发布。**下周（8 月 7 日-8 月 11 日）有三项重点关注事项，周二中国 7 月进出口数据发布，考虑到去年基数较高，7 月出口压力仍然较大，预计同比增速为-11%左右；周三中国 7 月通胀数据发布，7 月猪肉、蔬菜、水果等主要食品价格均环比下行，预计 7 月 CPI 同比为-0.4%，PPI 同比为-3.9%，8 月起二者增速预计将双双回升，7 月成为年内

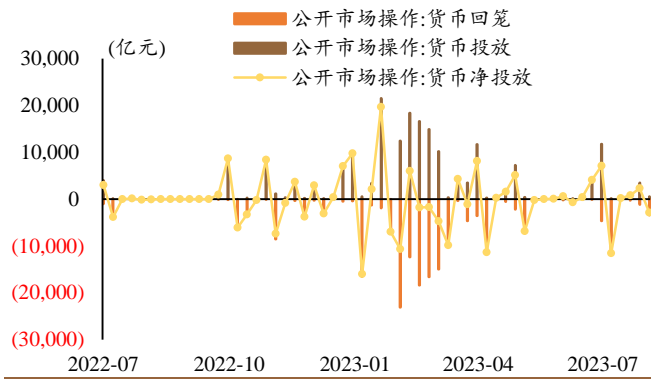
唯一 CPI、PPI 同比双双下降的年份；周四中国 7 月金融数据发布，预计 7 月金融机构口径贷款新增 7600 亿左右，较 2022 年同期同比小幅多增 810 亿，预计 7 月社会融资规模新增 1.10 万亿左右，对应社融存量同比增速小幅回升至 9.5%，贷款投放回到“季初小月、季末大月”的节奏。

● **本周资金面市场回顾：**

- **央行态度：维护银行间市场流动性合理充裕。**本周（7 月 31 日-8 月 4 日）期间总计有 3410 亿元 7 天期逆回购到期，央行按照“维护银行体系流动性合理充裕”的基调，总计开展了 530 亿元 7 天期逆回购操作，OMO 口径合计净回笼 2880 亿元流动性。
- **资金：平衡宽松。**本周（7 月 31 日-8 月 4 日）银行间市场资金延续均衡宽松态势，全周来看，准政策基准利率 DR007 下行 17.50 个 BP 至 1.6402%，隔夜 DR001 下行 30.94 个 BP 至 1.1458%；银行间质押 R007 下行 25.30 个 BP 至 1.7072%，隔夜 R001 利率下行 29.04 个 BP 至 1.2778%，R007 和 DR007 溢价收窄至 6.70 个 BP。
- **存单：NCD 量价双降。**本周（7 月 31 日-8 月 4 日）同业存单发行 3899.80 亿元，到期 3430.10 亿元，净融资规模为 469.70 亿元，平均发行利率为 2.1638%。分评级来看，全市场 AAA 级同业存单平均发行利率下行 8.11 个 BP 至 2.1278%，其中 3 个月期同业存单发行利率均值上行 3.51 个 BP 至 2.0469%、6 个月期同业存单发行利率均值上行 6.8 个 BP 至 2.2186%、1 年期同业存单发行利率均值下行 0.37 个 BP 至 2.3069%。1 年期国有大行 AAA 级同业存单发行利率下行 2.25 个 BP 至 2.2796%，1 年期股份行 AAA 级同业存单发行利率下行 0.93 个 BP 至 2.2912%。
- **衍生品：IRS 小幅下行，国债期货小幅上涨。**本周（7 月 31 日-8 月 4 日）FR007IRS1Y 下行 5.22 个 BP 至 1.9783%，FR007IRS5Y 下行 2.89 个 BP 至 2.4678%，3MSHIBORIRS1Y 下行 3.93 个 BP 至 2.1696%，10 年期国债期货活跃合约收盘价上涨 0.19 元至 102.25 元。

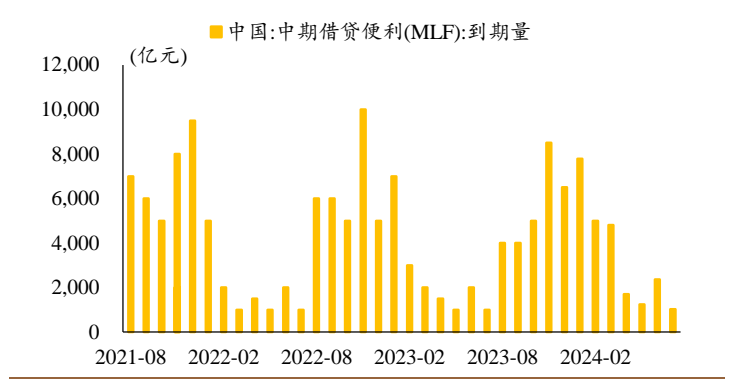
- **风险提示：**国内货币政策超预期变化；海外货币政策超预期变化；信用违约事件发酵。

图 1：公开市场操作净投放/回笼



资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：中期借贷便利（MLF）到期量



资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：下周资金日历

单位：亿元	周一(8-7)	周二(8-8)	周三(8-9)	周四(8-10)	周五(8-11)
逆回购到期	310	80	90	30	20
MLF 到期					
国债发行计划			1,900.00		230.00
地方债发行计划	581.88	420.13		521.06	
政金债发行计划	130.00	90.00			
同业存单到期	1,365.30	1,777.50	478.80	725.30	1,394.90
重要日期	缴准日				缴税申报 T-2

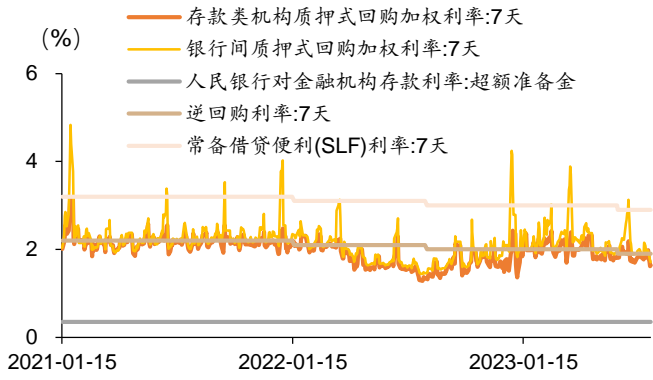
资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：结构性货币政策工具一览

工具名称		存续状态	支持领域	利率(1年期)/激励比例	2022 年底额度(亿元)	2023 年 6 月底额度(亿元)	2022 年底余额(亿元)	2023 年 6 月底余额(亿元)	余额(%)	
长期性工具	支农再贷款	存续	涉农领域	2%	7600	8000	6004	5658	8.23	
	支小再贷款	存续	小微企业、民营企业	2%	16400	17600	14171	14231	20.70	
	再贴现	存续	支农、支小和民营企业	2% (6个月)	7050	7400	5583	5950	8.66	
	普惠小微贷款支持工具	存续	普惠小微企业	1% (激励)	400	800	213	398	0.58	
	抵押补充贷款	存续	棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等	2.40%	/	/	31528	29896	43.49	
	碳减排支持工具	存续	清洁能源、节能减排、碳减排技术	1.75%	8000	8000	3097	4530	6.59	
	支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	存续	煤炭清洁高效利用、煤炭开发利用和储备	1.75%	3000	3000	811	2459	3.58	
	科技创新再贷款	到期	科技创新企业	1.75%	4000	4000	2000	3200	4.66	
	普惠养老专项再贷款	存续	浙江、江苏、阿南、河北、江西试点，普惠养老项目	1.75%	400	400	7	13	0.02	
阶段性工具	交通物流专项再贷款	到期	道路货物运输经营者和中小微物流(含快递)、仓储企业	1.75%	1000	1000	242	434	0.63	
	设备更新改造专项再贷款	到期	制造业，社会服务领域和中小微企业、个体工商户	1.75%	2000	2000	809	1694	2.46	
	普惠小微贷款减息支持工具	到期	普惠小微企业	1% (激励)	/	/	0	269	0.39	
	收费公路贷款支持工具	到期	收费公路主体	0.5% (激励)	/	/	0	0	0.00	
	民企债券融资支持工具(II)	存续	民营企业	1.75%	500	500	0	0	0.00	
	保交楼贷款支持计划	存续	保交楼项目	0%	2000	2000	0	5	0.01	
	房企纾困专项再贷款	存续	房企项目并购	1.75%	尚未创设	800	尚未创设	0	0.00	
	租赁住房贷款支持计划	存续	试点城市收购存量住房	1.75%	尚未创设	1000	尚未创设	0	0.00	
	合计					/	/	64465	68737	100.00
	到期工具影响					/	7000	/	5597	8.14

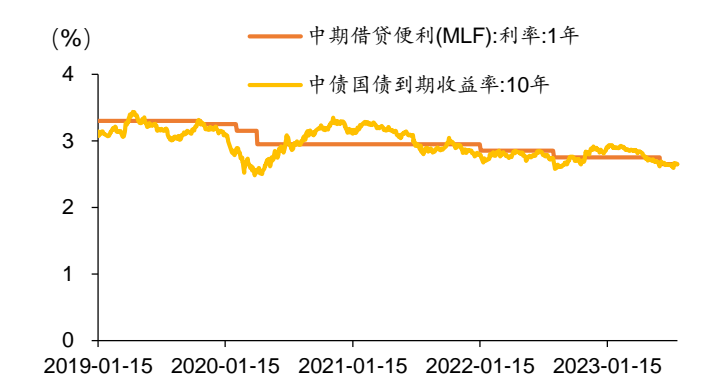
资料来源：人民银行，德邦研究所

图 3：短期利率走廊



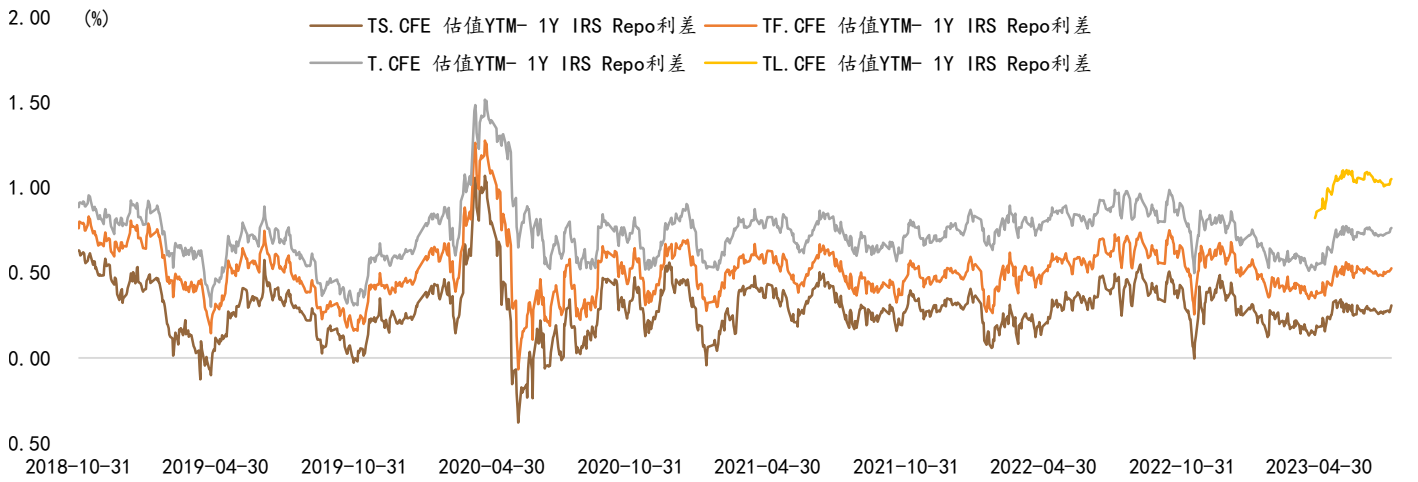
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：中期利率走廊



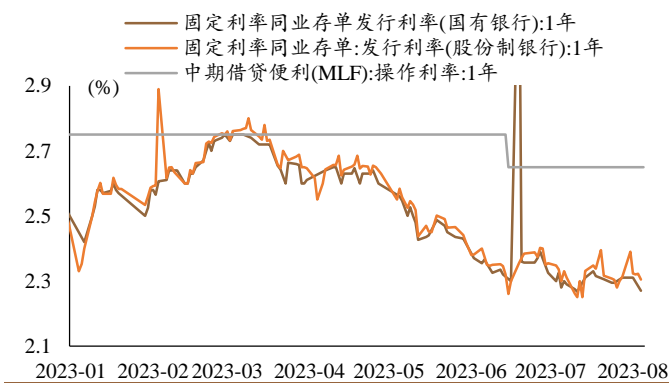
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：国债期货估值收益率与 IRS Repo 利差



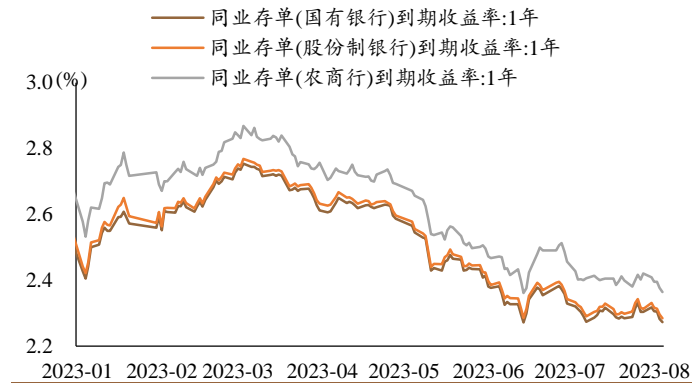
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：国股行同业存单发行利率走势



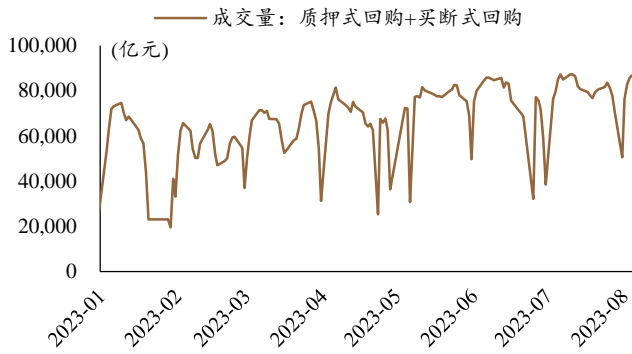
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：同业存单到期收益率走势



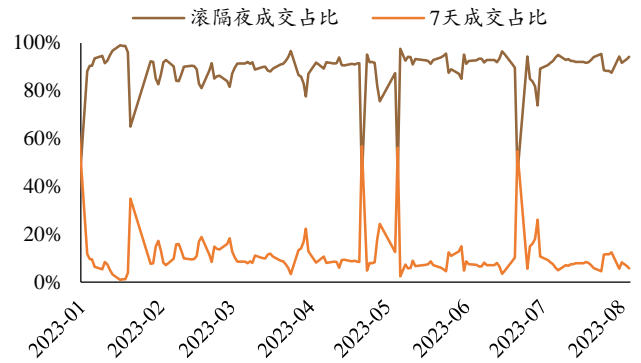
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：银行间资金杠杆情况：回购



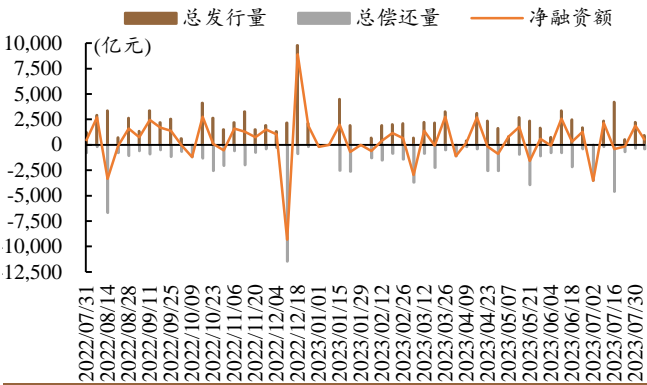
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



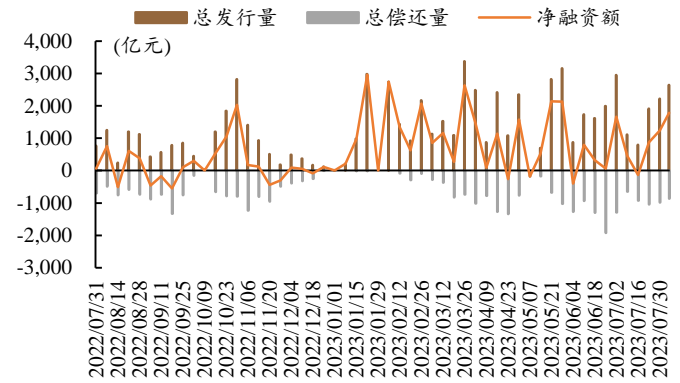
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：国债发行与到期



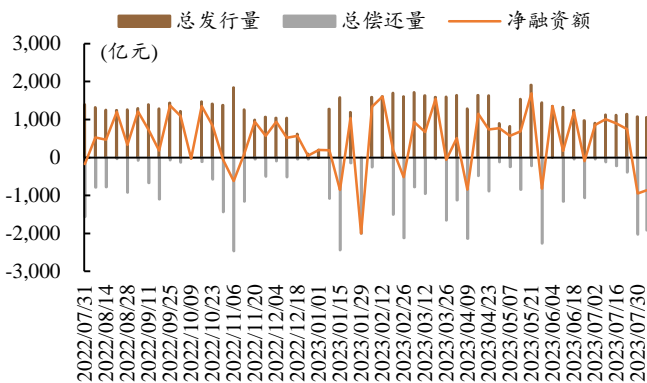
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：地方债发行与到期



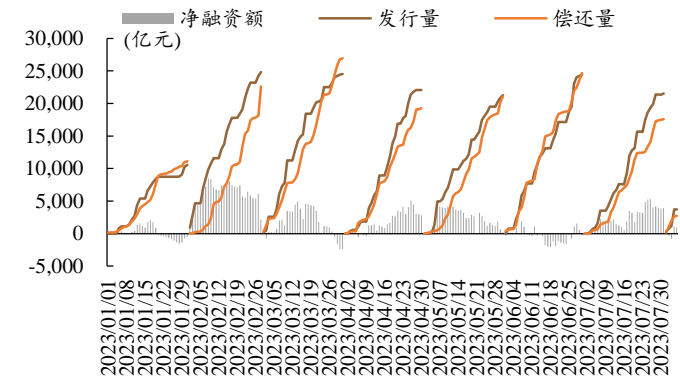
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：政金债发行与到期



资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：同业存单发行与到期



资料来源：Wind，德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席宏观经济学家。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）特邀青年研究员，人民大学重阳金融研究院客座研究员，中央财经等多所大学校外研究生导师。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，偏重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。