

“宏观基本面”系列

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
 zhaow@gjzq.com.cn

分析师：马洁莹（执业 S1130522080007）
 majieying@gjzq.com.cn

地方债来袭，流动性拐点“信号”？

加快专项债发行下，地方债供给压力或阶段性上升，会否成为流动性拐点的“信号”？本文梳理，敬请关注。

一问：政府债券发行进度及节奏？发行节奏偏慢，地方债进度6成左右、国债仅2成

年初以来，地方债新券发行节奏相对较慢、前7月融资占全年新增额度6成左右。截至7月底，地方债新券累计发行2.8万亿元左右、占全年新增额度的62%左右，低于近4年同期均值的70%。结合部分省市公布的年中预算调整方案中公布的2023年地方债新增限额可以看出，浙江、天津、山西等省市发行进度不足40%。

与地方债相似，国债融资进度也相对偏慢、前7月净融资占全年新增额度比重仅2成左右。2023年前7月，国债发行5.1万亿元、同比增长12%左右，到期4.4万亿元、同比增长超25%；到期拖累下，国债净融资也明显偏慢，前7月累计融资近7600亿元左右、占全年国债新增额度的近24%，远低于近4年同期均值的33%左右。

二问：地方债来袭，政策或如何配合？8月政府债券融资或达1.4万亿元、货币政策或加大支持

政策加快地方债发行等要求下，8月、9月地方债融资或达8000亿元。近期，政策要求2023年新增专项债需在9月底前发行完毕。中性情景下，年内剩余专项债额度于8月、9月平均发行，一般新券于年内按月平均发行，则8月、9月地方债新券单月融资或在7700亿元以上。

叠加上国债剩余额度等，中性情景下，8月、9月政府债券融资或达1.4万亿元、处历史高位，一定程度上推升流动性缺口。经验显示，三季度国债净融资占全年新增额度比重约为30%，结合7月国债净融资，剩余规模于8月、9月平均分布，单月国债融资近6000亿元；叠加地方债新券待发额度等，8月政府债券融资或达1.4万亿元。

经验显示，政府债券集中发行阶段，央行多加大货币支持、不同阶段采取方式不同。由于政府债券募资缴款到资金运用存在时滞，当供给放量时，资金面压力往往容易上升。过往经验显示，央行多会加大货币支持来应对潜在的流动性压力；2016年以逆回购和MLF为主，2017年、2020年以逆回购为主，2018年和2019年以降准和逆回购等相结合。

三问：流动性或如何演绎？货币配合下，流动性环境往往相对平稳，当前也不具备收紧的宏观基础

货币政策呵护下，地方债供给压力上升阶段，流动性环境表现也相对平稳低位、尤其是短端利率。经验显示，2016年以来，货币政策配合地方债发行阶段，流动性环境往往平稳宽松，以R001为代表的短端货币市场利率甚至明显回落。2017年和2020年三季度有所不同，流动性相对紧张，与金融监管收严、阶段性打击资金空转套利等有关。

当前经济基本面仍处于修复初期，流动性环境尚不具备收紧的宏观基础。2017、2020年三季度金融监管收严导致的流动性收紧，均处于经济企稳、信用环境修复阶段。当前疫后修复正在进行中，但需求整体相对较弱、就业等压力依然较大。经验显示，在没有完全确认经济企稳前，央行政策取向通常不会转向全面收紧。

助力民企信用环境修复等，也需要平稳宽松的流动性呵护。微观层面上，流动性收紧或导致融资成本抬升，加大企业融资压力，不利于部分企业报表的进一步修复。除了再贷款等结构性货币支持外，定向降准等政策工具或未被排除在政策工具箱外，例如，2018年央行实施4次定向降准等增强民企、小微的信贷供给能力。

风险提示

经济修复和政策效果不及预期，统计过程中可能的偏误和遗漏。

内容目录

一问：地方债的发行进度和节奏？	4
二问：地方债来袭，货币政策或如何配合？	5
三问：流动性环境或将如何演绎？	8
流动性常规跟踪	12
风险提示：	14

图表目录

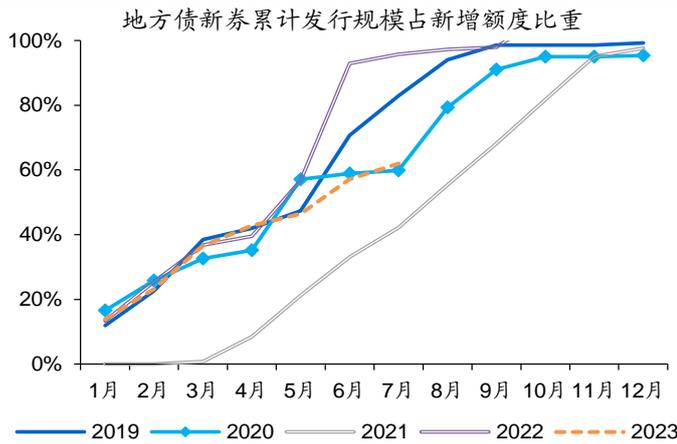
图表 1：前 7 月地方新券发行占新增额度比重 6 成左右	4
图表 2：部分省市发行进度明显偏慢	4
图表 3：内蒙古等省市剩余一般债额度相对较多	4
图表 4：浙江等地专项债剩余额度相对较多	4
图表 5：年初以来，国债融资进度也相对较慢	5
图表 6：前 7 月国债净融资占全年新增额度比重近 2 成	5
图表 7：近期，政策要求加快专项债发行节奏	5
图表 8：2022 年年中前专项债发行明显加快	5
图表 9：前 7 月地方债新券占全年额度比重相对较低	6
图表 10：8、9 月地方债净融资单月或达 8000 亿元左右	6
图表 11：国债季度融资节奏	6
图表 12：中性情境下，8-9 月国债净融资达 1.2 万亿元	6
图表 13：政府债券单月净融资达 1.4 万亿元、处历史高位	7
图表 14：政府债券集中发行阶段，央行逆回购往往加码	7
图表 15：不同阶段，央行货币支持方式有所不同	7
图表 16：2023 年三、四季度 MLF 到期规模相对较大	8
图表 17：此前也有降准置换 MLF 到期的操作	8
图表 18：货币配合下，短端利率平稳低位	8
图表 19：2017、2020 年存单利率阶段性上涨	8
图表 20：2017 年同业业务明显收缩	9
图表 21：2020 年三季度结构性存款压降推升利率	9
图表 22：当前基本面仍处于修复初期	9
图表 23：就业仍有较大压力	9
图表 24：经验显示，稳增长货币先行	10
图表 25：经济未完全企稳前，货币不会全面转向	10
图表 26：结构性政策向小微、民企倾斜	10
图表 27：民企结构性政策工具空间剩余 6000 亿元左右	10
图表 28：经验显示，融资修复需要流动性环境呵护	11
图表 29：2018 年间，央行定向降准助力民企小微融资	11
图表 30：7.8-7.14，央行公开市场净回笼资金 350 亿元	12
图表 31：货币市场利率整体上涨	12
图表 32：SHIBOR 利率多数上涨	12
图表 33：质押回购成交规模处于历史同期高位	13
图表 34：隔夜质押回购成交规模占比处于高位	13

图表 35: 利率债发行规模有所回升	13
图表 36: 8 月 5 日至 8 月 11 日, 利率债发行与到期情况	14
图表 37: 利率债收益率变动情况	14
图表 38: 国债与国开债期限利差情况	14

一问：地方债的发行进度和节奏？

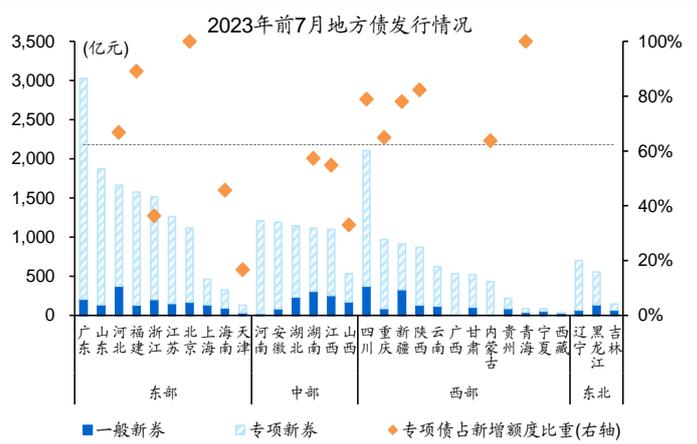
年初以来，地方债新券发行节奏相对较慢、前7月占全年新增额度6成左右，部分省市进度明显偏慢。截至7月底，地方债新券累计发行近2.8万亿元、占全年新增额度的62%左右，低于近4年同期进度均值的70%左右。结合部分省市年中预算调整报告中公布的2023年地方债新增限额可以看出，浙江、天津、山西等部东中部省市地方债新券发行进度偏慢，前7月发行规模占其新增限额比重均在40%以内，低于全国平均水平。

图表 1：前7月地方新券发行占新增额度比重6成左右



来源：Wind、国金证券研究所

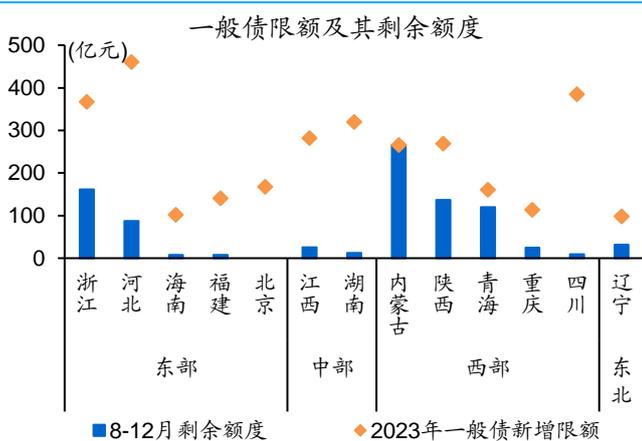
图表 2：部分省市发行进度明显偏慢



来源：Wind、国金证券研究所

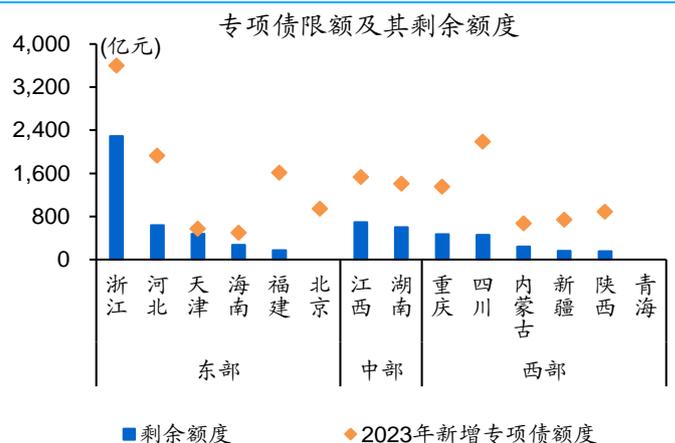
结合部分省市年中预算调整方案中公布的地方债新增限额等，浙、蒙等东西部省市剩余空间或相对较大。一般债中，海南、福建、北京等东部省市发行已超过全年新增限额的90%以上，江西、湖南、四川等中西部省市发行进度也较快。相较之下，内蒙古、陕西等省市剩余一般债额度相对较多，均在130亿元以上。相较于一般债，样本省市专项债发行进度相对较慢、或与地方高质量项目短缺等有关，其中，浙江剩余专项债额度超2200亿元，江西、湖南等剩余专项债额度也均在600亿元以上(详情参见《什么掣肘了稳增长？》)。

图表 3：内蒙古等省市剩余一般债额度相对较多



来源：政府网站、国金证券研究所

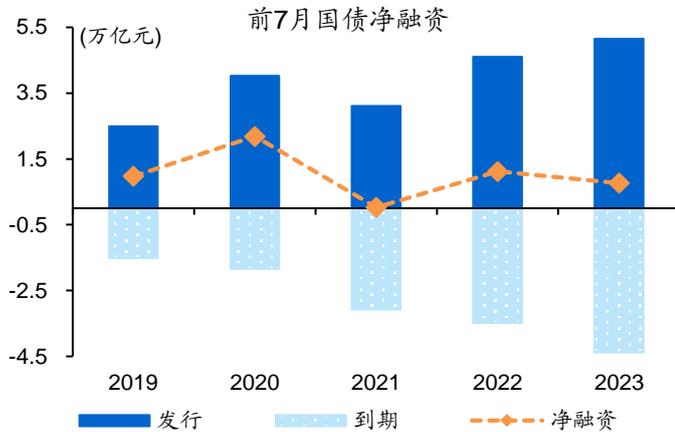
图表 4：浙江等地专项债剩余额度相对较多



来源：政府网站、国金证券研究所

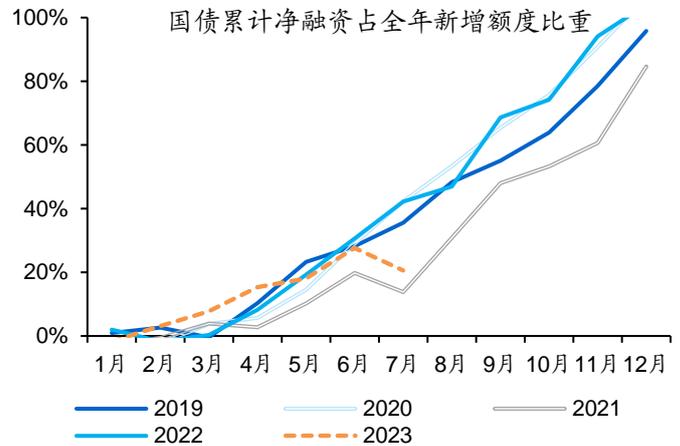
与地方债相似，国债融资进度也相对偏慢、前7月净融资占全年新增额度比重仅2成左右。2023年前7月，国债发行5.1万亿元、同比增长12%左右，到期4.4万亿元、同比增长超25%；到期拖累下，国债净融资也明显偏慢，前7月累积融资近7600亿元左右、占全年国债新增额度的近24%，远低于近4年同期均值的33%左右。

图表 5: 年初以来，国债融资进度也相对较慢



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 前7月国债净融资占全年新增额度比重近2成



来源: Wind、国金证券研究所

二问：地方债来袭，货币政策或如何配合？

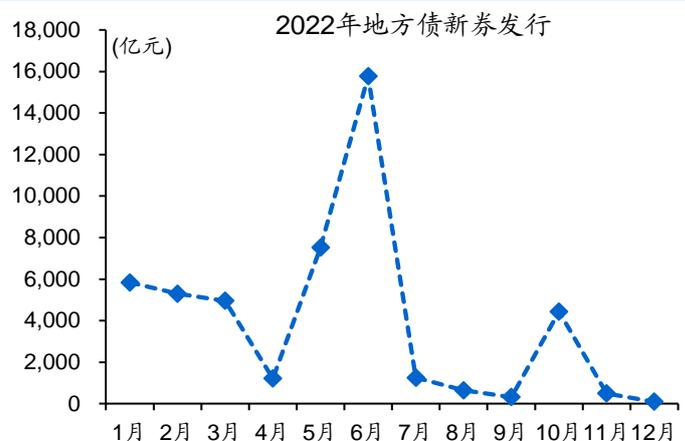
政策加快地方债发行下，8、9月地方债净融资单月或达8000亿元左右。近期，监管部门通知地方，2023年新增专项债需在9月底前发行完毕，原则上于10月底前使用完毕。结合全年新增地方债额度和前7月地方债新券发行进度等，8-9月剩余专项债新券额度近1.4万亿元；一般债新券暂无发行进度要求，年内剩余额度还有近2800亿元。中性情景下，专项债新券剩余额度于8月、9月平均分布，一般债新券剩余额度发行于年内平均分布，8、9月份地方债新券单月融资或达7700亿元以上。

图表 7: 近期，政策要求加快专项债发行节奏

时间	主要内容
2022年5月	确保新增专项债在6月底前发行完毕，力争在8月底前基本使用完毕。
.....	
2023年7月	要更好发挥政府投资带动作用，加快地方政府专项债券发行和使用。
2023年8月	2023年新增专项债需于9月底前发行完毕，原则上在10月底前使用完毕。

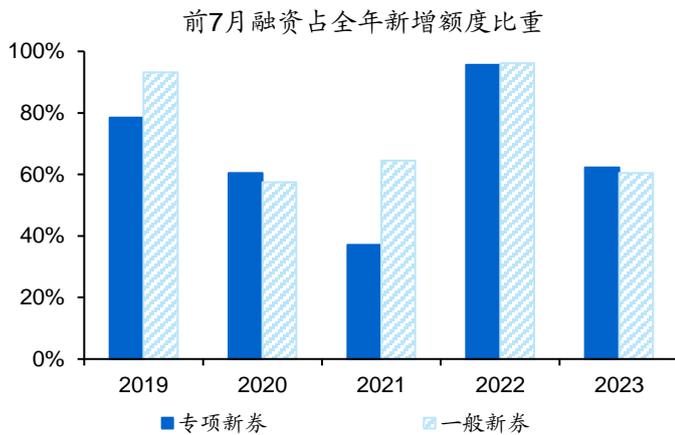
来源: Wind、政府网站、21世纪经济报道、国金证券研究所

图表 8: 2022年年中前专项债发行明显加快



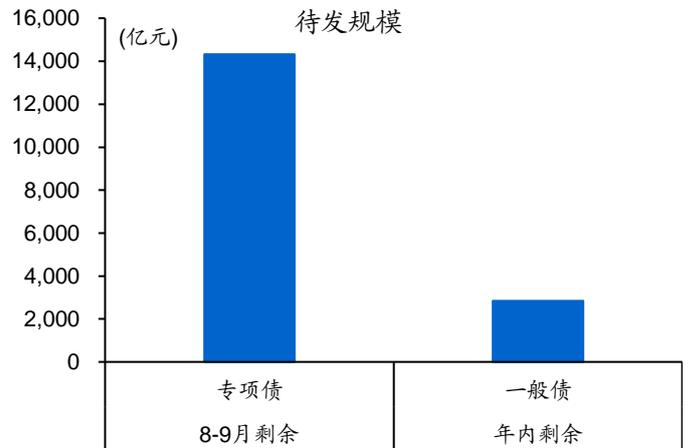
来源: Wind、国金证券研究所

图表 9: 前7月地方债新券占全年额度比重相对较低



来源: Wind、国金证券研究所

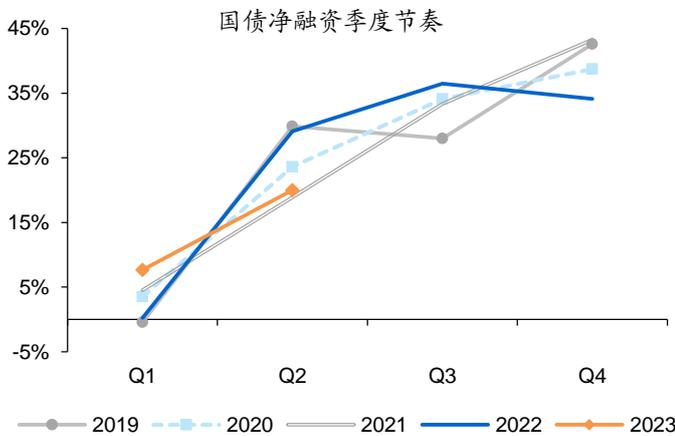
图表 10: 8、9月地方债净融资单月或达8000亿元左右



来源: Wind、国金证券研究所

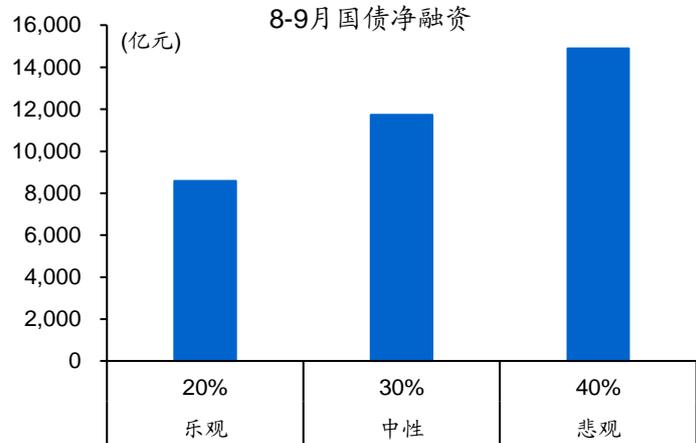
叠加上国债剩余额度等,中性情景下,8月政府债券融资或达1.4万亿元、一定程度上推升流动性缺口。经验显示,国债净融资呈现明显的季度特征,上半年、三季度、四季度净融资占全年新增额度的比重大约为3:3:4。今年上半年国债净融资达9920亿元、占全年新增额度约为27%。中性情景下,假设三季度国债净融资占全年新增额度的30%,对应国债净融资量达9500亿元左右;7月净融资-2260亿元左右,剩余规模8月、9月平均分布,则对应8月国债净融资近6000亿元左右。叠加8月地方债新券8000亿元左右的待发规模,8月政府债券融资或达1.4万亿元。

图表 11: 国债季度融资节奏



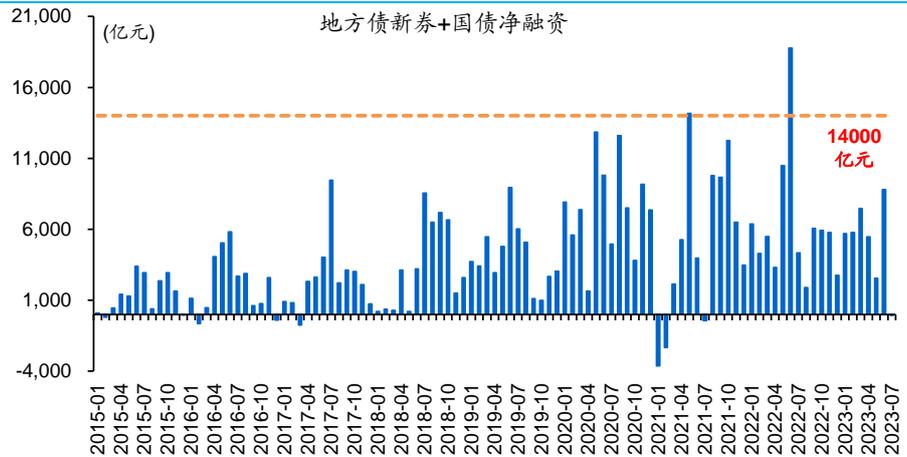
来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 中性情境下,8-9月国债净融资达1.2万亿元



来源: Wind、国金证券研究所

图表 13: 政府债券单月净融资达1.4万亿元、处历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

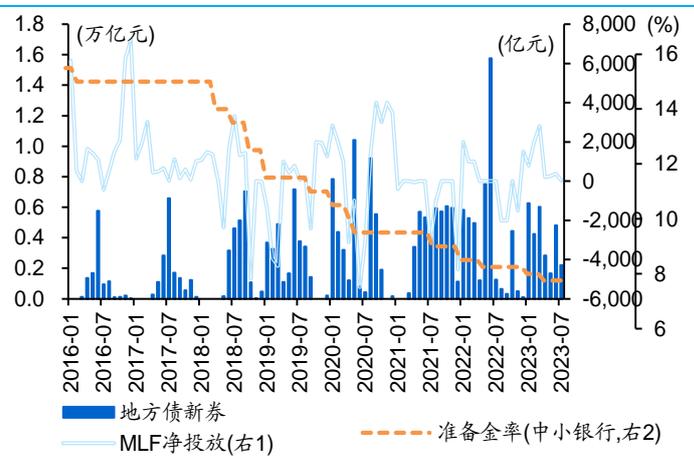
经验显示,政府债券集中发行阶段,央行多加大货币支持、不同阶段采取方式不同。由于政府债券募资缴款到资金运用存在时滞,当供给放量时,资金面压力往往容易上升。过往经验显示,央行多会加大货币支持来应对潜在的流动性压力;2016年以逆回购和MLF为主,2017年、2020年以逆回购为主,2018年和2019年以降准和逆回购等相结合。今年来看,地方债供给阶段性仍有压力、叠加上半年MLF到期量较大,结合政治局相关表态等,降准等政策操作或仍在政策工具箱内。

图表 14: 政府债券集中发行阶段,央行逆回购往往加码

年份	日期	央行操作	备注
2017	7月17日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购400亿元	为对冲政府债券发行, 金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
	7月18日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购700亿元	为对冲政府债券发行和央行逆回购, MLF到期等
	7月24日	7天逆回购2000亿元, 14天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行和逆回购, MLF到期等
	8月14日	7天逆回购8000亿元, 14天逆回购2000亿元, 28天逆回购1000亿元	为对冲政府债券发行和逆回购
	8月18日	7天逆回购2800亿元, 28天逆回购200亿元	为对冲政府债券发行和MLF到期等
	8月19日	7天逆回购1300亿元, 28天逆回购200亿元	为对冲政府债券发行和逆回购
	8月25日	14天逆回购1600亿元, 28天逆回购400亿元	为对冲央行逆回购到期, 政府债券发行和逆回购
	10月19日	7天逆回购8000亿元, 14天逆回购6000亿元	为对冲政府债券发行和逆回购到期等
	11月23日	7天逆回购11000亿元, 14天逆回购9000亿元	为对冲政府债券发行和逆回购到期等
	10月24日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购1200亿元	为对冲政府债券发行和逆回购到期等
	11月14日	7天逆回购1300亿元, 14天逆回购1200亿元, 63天逆回购300亿元	为对冲政府债券发行和央行逆回购到期等
	11月16日	7天逆回购1600亿元, 14天逆回购1400亿元, 63天逆回购300亿元	为对冲政府债券发行, 金融机构缴纳法定存款准备金和央行逆回购到期等
2021	11月18日	7天逆回购1600亿元, 14天逆回购1400亿元, 63天逆回购300亿元	为对冲政府债券发行, 政府债券发行和央行逆回购到期等
	12月18日	7天逆回购1200亿元, 14天逆回购1100亿元, 28天逆回购700亿元	为对冲政府债券发行, 央行MLF和逆回购到期等
	5月27日	7天逆回购1200亿元	为对冲政府债券发行等
	5月28日	7天逆回购2400亿元	为对冲政府债券发行, 企业所得税汇算清缴等
	5月29日	7天逆回购3000亿元	为对冲政府债券发行, 企业所得税汇算清缴等
	6月4日	7天逆回购700亿元	为对冲公开市场逆回购到期和政府债券发行等
	6月11日	7天逆回购800亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	6月15日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	8月14日	7天逆回购1500亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	8月21日	7天逆回购1000亿元, 14天逆回购400亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	10月20日	7天逆回购1000亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	10月21日	7天逆回购1000亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
2022	10月25日	7天逆回购1000亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	10月28日	7天逆回购2300亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
	10月28日	7天逆回购2800亿元	为对冲政府债券发行和逆回购等
2023	1月18日	7天逆回购1350亿元, 14天逆回购4470亿元	为对冲政府债券发行和逆回购, 现金缴款等
	1月19日	7天逆回购650亿元, 14天逆回购4670亿元	为对冲政府债券发行和逆回购, 现金缴款等

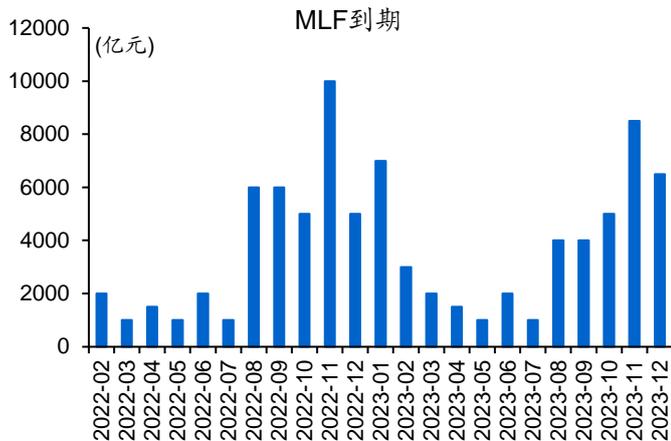
来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 15: 不同阶段, 央行货币支持方式有所不同



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 2023 年三、四季度 MLF 到期规模相对较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表 17: 此前也有降准置换 MLF 到期的操作

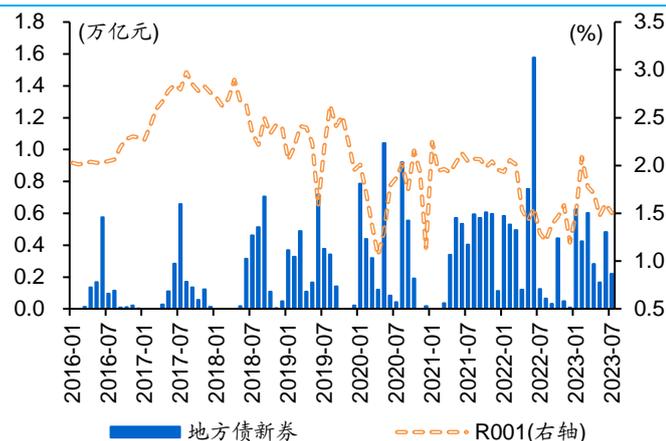
时间	降准操作	释放资金
2018/4/17	2018年4月25日起,降准1个百分点以置换MLF并支持小微企业融资	以2018年一季度末数据估算,操作当日偿还MLF约9000亿元,同时释放增量资金约4000亿元
2018/10/7	2018年10月15日起,降准1个百分点,置换MLF并支持小微企业、民营企业及创新型企业融资	部分资金用于偿还10月15日到期的约4500亿元MLF;除去此部分,降准还可再释放增量资金约7500亿元
2019/1/4	2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点	此次降准将释放资金约1.5万亿元,加上即将开展的定向中期借贷便利操作和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金,再考虑今年一季度到期的中期借贷便利不再续做的因素后,净释放长期资金约8000亿元

来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

三问：流动性环境或将如何演绎？

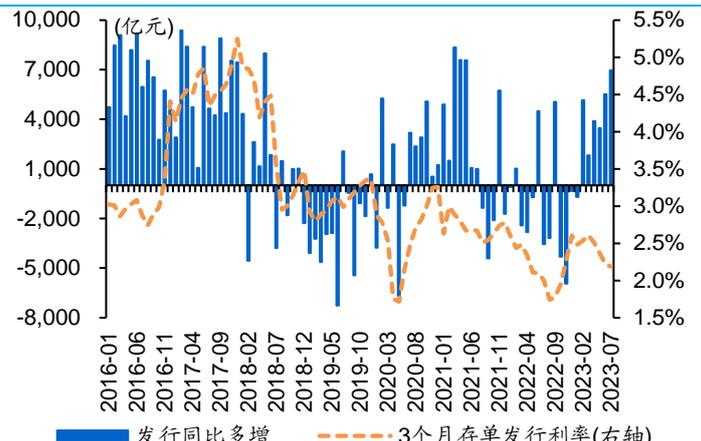
货币政策呵护下，地方债供给压力上升阶段，流动性环境表现也相对平稳低位、尤其是短端利率。经验显示，2016年以来，货币政策配合地方债发行阶段，流动性环境往往平稳宽松，以R001为代表的短端货币市场利率甚至明显回落，较为典型的是2020年一季度、2022年二季度等，隔夜利率处于阶段性低点。2017年和2020年三季度有所不同，流动性相对紧张，与金融监管收严、阶段性打击资金空转套利等有关，金融同业收缩、结构性存款压降等推升负债端压力，带动利率明显上涨。

图表 18: 货币配合下，短端利率平稳低位



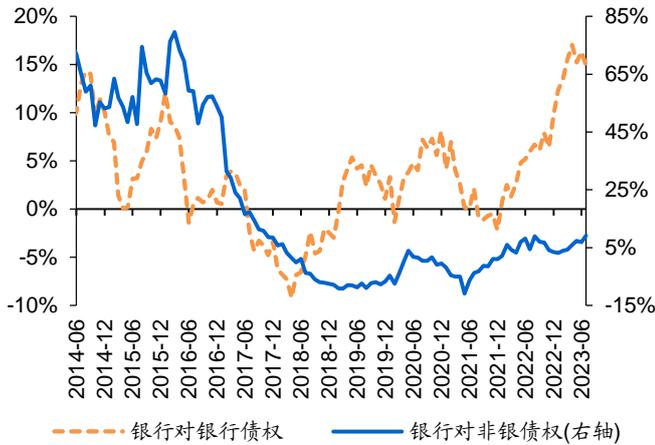
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 2017、2020 年存单利率阶段性上涨



来源: Wind、国金证券研究所

图表 20: 2017 年同业业务明显收缩



来源: Wind、国金证券研究所

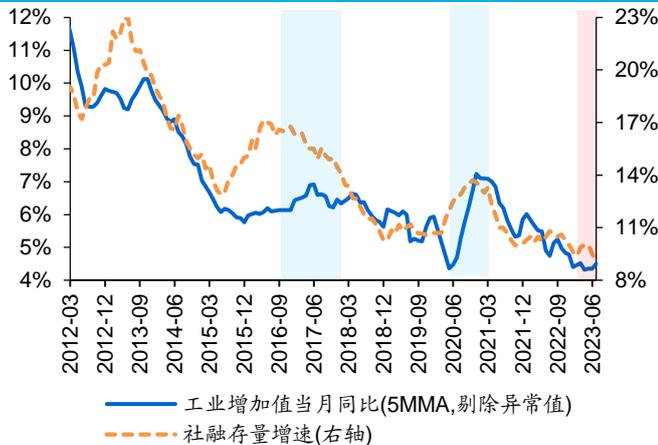
图表 21: 2020 年三季度结构性存款压降推升利率



来源: Wind、国金证券研究所

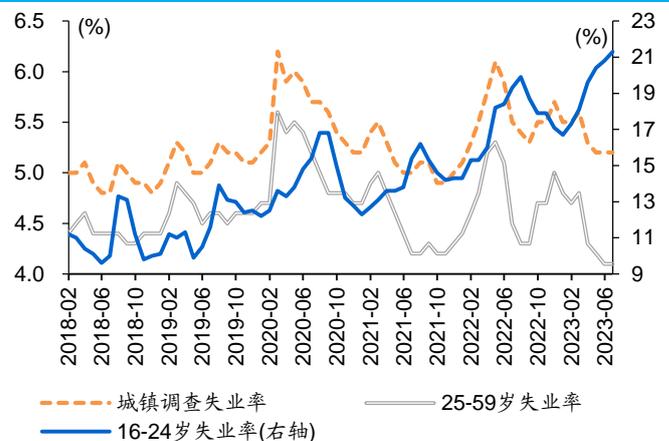
当前经济基本面仍处于修复初期，流动性环境尚不具备收紧的宏观基础。2017、2020 年三季度金融监管收严导致的流动性收紧，均处于经济企稳、信用环境修复阶段。当前疫后修复正在进行中，但需求整体相对较弱、就业等压力依然较大，地产等传统引擎走弱或弱化经济向上修复的弹性。经验显示，在应对内外部冲击时央行往往率先启动；随着冲击减弱、经济逐步修复，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧（详情参见《债市，又到十字路口？》）。

图表 22: 当前基本面仍处于修复初期



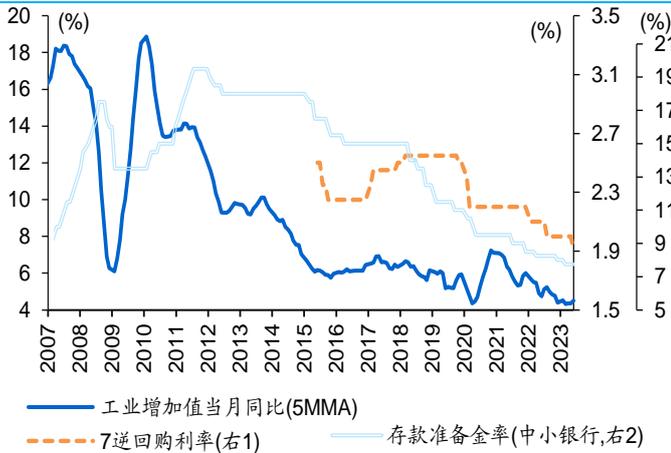
来源: Wind、国金证券研究所

图表 23: 就业仍有较大压力



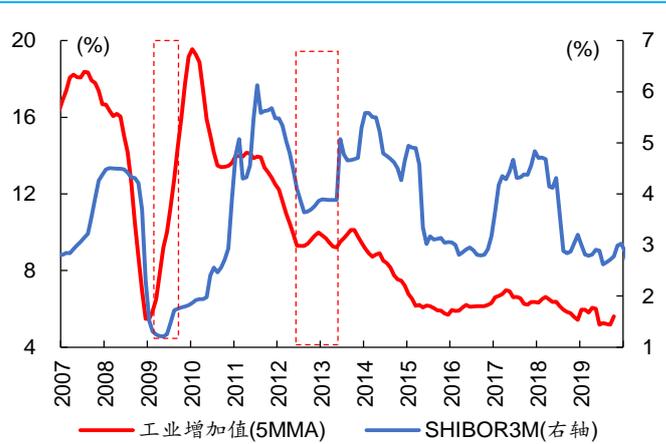
来源: Wind、国金证券研究所

图表 24: 经验显示, 稳增长货币先行



来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 经济未完全企稳前, 货币不会全面转向



来源: Wind、国金证券研究所

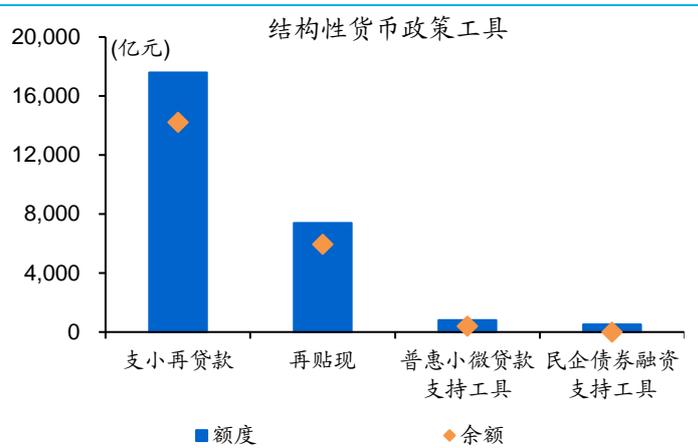
助力民企信用环境修复等, 也需要平稳宽松的流动性呵护。微观层面上, 流动性收紧或导致融资成本抬升, 加大企业融资压力, 不利于部分企业报表的进一步修复。除了再贷款等结构性货币支持外, 定向降准等政策工具或未被排除在政策工具箱外, 例如, 2018 年央行实施 4 次定向降准等增强民企、小微的信贷供给能力。

图表 26: 结构性政策向小微、民企倾斜

时间	工具/政策	主要内容
2022年11月	民营企业债券融资支持工具	交易商协会继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”), 支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资, 预计可支持约2500亿元民营企业债券融资。 与18年不同在于: 一是支持民企范围上, 强调了“包括房地产企业”, 并提出将中债增担保民营企业发债纳入支持工具统筹推进; 二是在专业机构支持民企发债融资的方式上增加了“直接购买债券”; 三是明确提出“预计可支持约2500亿元民营企业债券融资”的政策目标。
2023年6月	新增再贷款额度	增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元, 进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。
2018年10月	民营企业债券融资支持工具(CRMW)	设立民营企业债券融资支持工具(CRMW), 稳定和促进民营企业债券融资。
2018年10月	信贷支持	人民银行6月增加了再贷款和再贴现额度1500亿元, 现决定在此基础上, 再增加再贷款和再贴现额度1500亿元
2018年10月	募集资金进行纾困	证监会支持各类符合条件的机构通过发行专项公司债券募集资金专门用于纾解民营企业融资困境及化解上市公司股票质押风险。
2018年11月	出资进行纾困	证券行业11家证券公司宣布拟共同出资设立“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”, 主要用于化解民营企业股票质押等流动性风险, 支持具备发展前景的民营企业走出困境。
2018年12月	定向中期借贷便利(TMLF)、信贷支持	定向中期借贷便利利率比中期借贷便利(MLF)利率优惠15个基点; 同时新增再贷款和再贴现额度1000亿元支持中小金融机构继续扩大对小微企业、民营企业贷款。

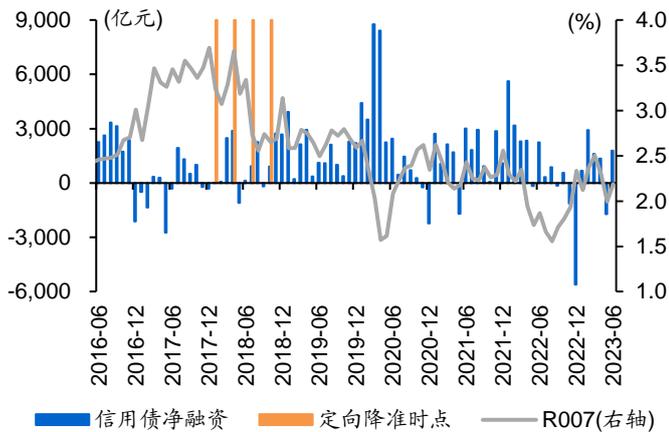
来源: Wind、国金证券研究所

图表 27: 民企结构性政策工具空间剩余 6000 亿元左右



来源: 中国人民银行、国金证券研究所

图表 28: 经验显示, 融资修复需要流动性环境呵护



来源: Wind、国金证券研究所

图表 29: 2018 年间, 央行定向降准助力民企小微融资

宣布时间	实施时间	国常会相关表态	主要内容	释放资金
2017/9/30	2018/1/25	2017年9月27日, 国常会会议上指出“采取降税、定向降准等手段, 激励金融机构进一步加大对小微企业的支持”	凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%的商业银行, 存款准备金率可在人民银行公布的基准档基础上下调0.5个百分点; 前一年上述贷款余额或增量占比达到10%的商业银行, 存款准备金率可按累进原则在第一档基础上再下调1个百分点	4500亿元
2018/4/17	2018/4/25	/	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点	4000亿元
2018/6/24	2018/7/5	2018年6月20日国常会上指出“运用定向降准等货币政策工具, 增强小微企业信贷供给能力”	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率0.5个百分点	7000亿元
2018/10/7	2018/10/15	/	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率1个百分点	7500亿元

来源: Wind、中国人民银行、国金证券研究所

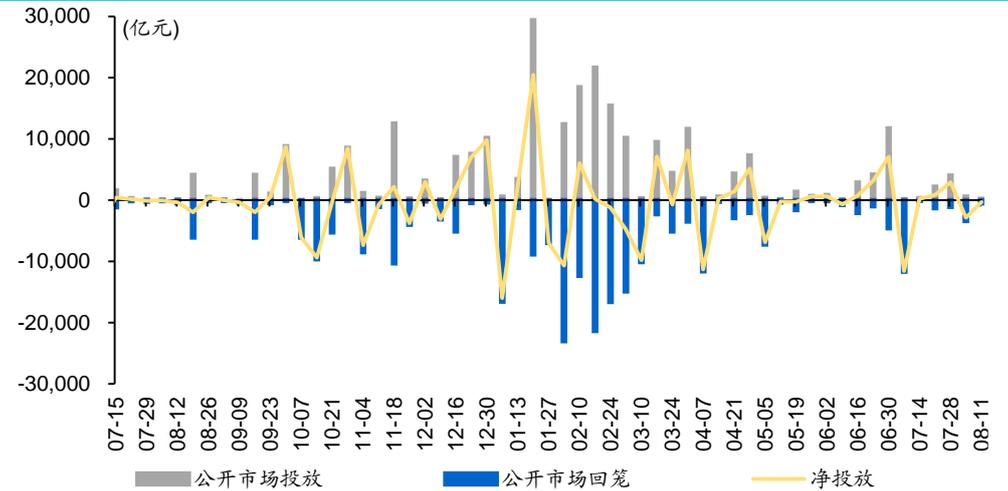
经过研究, 我们发现:

1. 年初以来, 地方债新券发行节奏相对较慢、前7月融资占全年新增额度6成左右。与地方债相似, 国债融资进度也相对偏慢、前7月净融资占全年新增额度比重仅2成左右。
2. 政策加快地方债发行等要求下, 8月、9月政府债券融资或达1.4万亿元、处历史高位。经验显示, 政府债券集中发行阶段, 央行多加大货币支持、不同阶段采取方式不同。
3. 货币政策呵护下, 地方债供给压力上升阶段, 流动性环境表现也相对平稳低位、尤其是短端利率。当前经济基本面仍处于修复初期, 流动性环境尚不具备收紧的宏观基础。助力民企信用环境修复等, 也需要平稳宽松的流动性呵护。

流动性常规跟踪

8月5日至8月11日间，央行公开市场净回笼资金350亿元，其中，7天逆回购投放180亿元、利率持平于1.9%，7天逆回购到期530亿元。本周(8月12日至8月18日)，将有4180亿元资金到期，其中包括4000亿元的MLF和180亿元的7天逆回购。

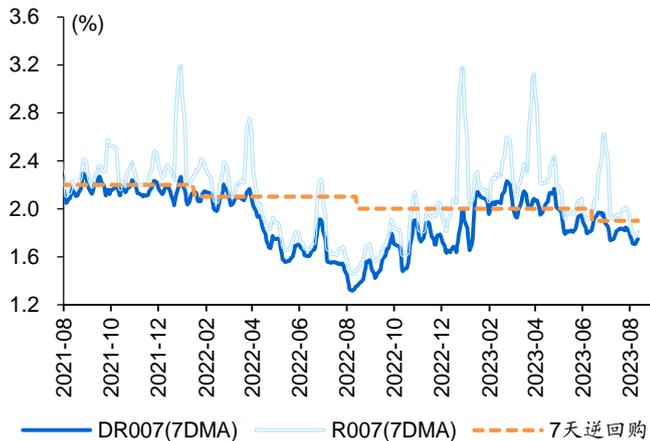
图表 30: 7.8-7.14, 央行公开市场净回笼资金 350 亿元



来源: Wind、国金证券研究所

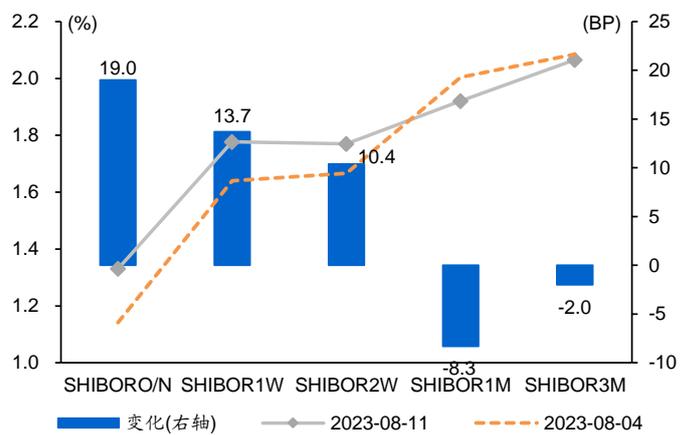
货币市场利率多数上涨。8月5日至8月11日间，R001和R007分别较上周上涨16.9BP和8.8BP至1.45%和1.79%，DR007较上周上涨12.3BP至1.76%、低于同期政策利率的1.9%。SHIBOR隔夜和1周利率分别为1.33%和1.78%，分别较上周上涨19BP和13.7BP。

图表 31: 货币市场利率整体上涨



来源: Wind、国金证券研究所

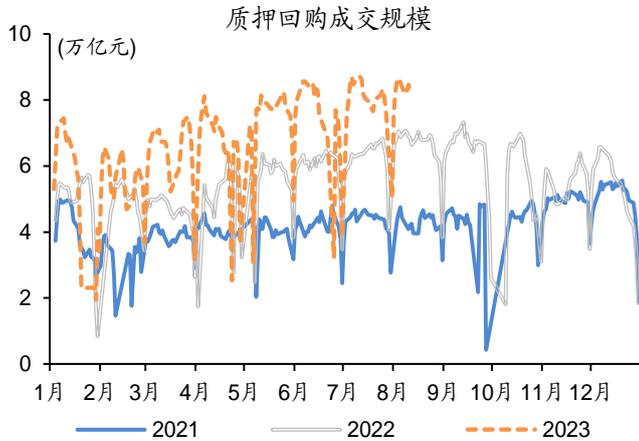
图表 32: SHIBOR 利率多数上涨



来源: Wind、国金证券研究所

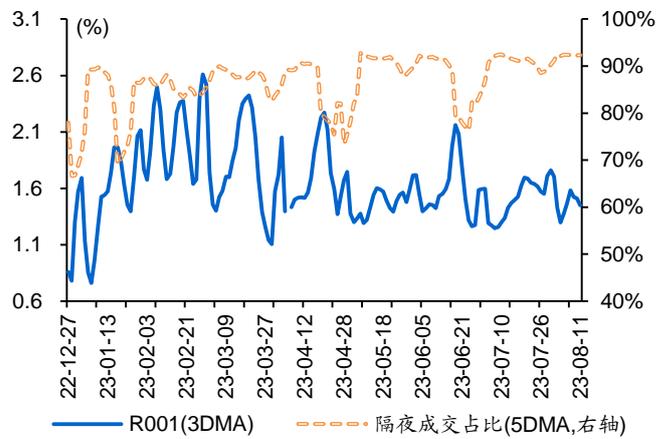
质押回购成交规模维持高位。8月5日至8月11日间，银行间质押回购成交规模日均8.33万亿元、远高于去年同期的6.9万亿元，其中，隔夜质押回购成交占比维持在90%以上的高位、单日突破93%，机构“滚隔夜”加杠杆的显现依然较为突出。

图表 33: 质押回购成交规模处于历史同期高位



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

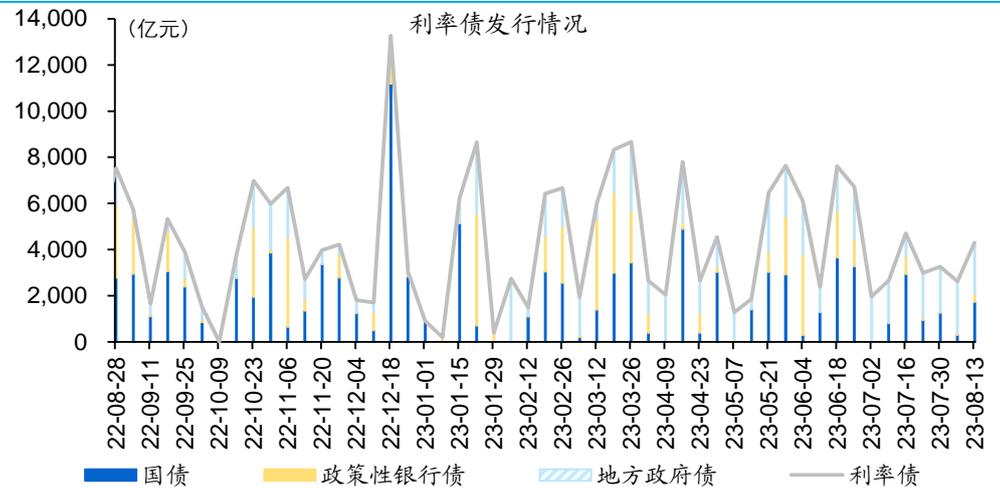
图表 34: 隔夜质押回购成交规模占比处于高位



来源: Wind、中国货币网、国金证券研究所

利率债发行回升。8月5日至8月11日间，利率债总计发行3929亿元、较前周增加990亿元，净融资181亿元、前周为-310亿元。其中，国债发行1734亿元、较前周增加1433亿元；政策性银行债未有发行、前周发行370亿元；地方政府债发行2195亿元、较前周减少73亿元；国债和政策性银行债净融资分别为311亿元和-1066亿元。

图表 35: 利率债发行规模有所回升



来源: Wind、国金证券研究所

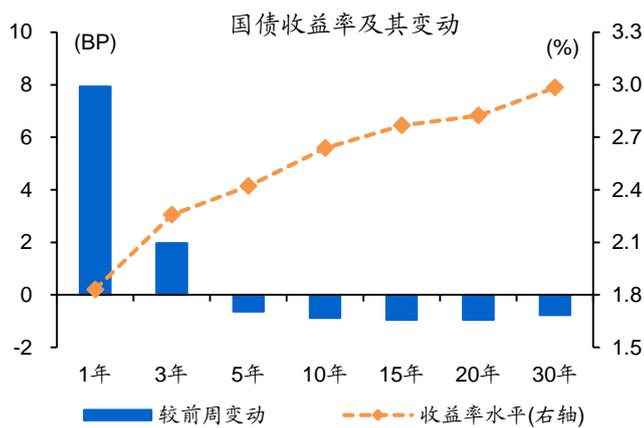
图表 36: 8月5日至8月11日, 利率债发行与到期情况

类别	发行只数	总发行量	总偿还量	净融资额
国债	6	1734	1423	311
政策银行债	0	0	1066	-1066
地方政府债	40	2195	1259	936
合计	46	3929	3748	181

来源: Wind、国金证券研究所

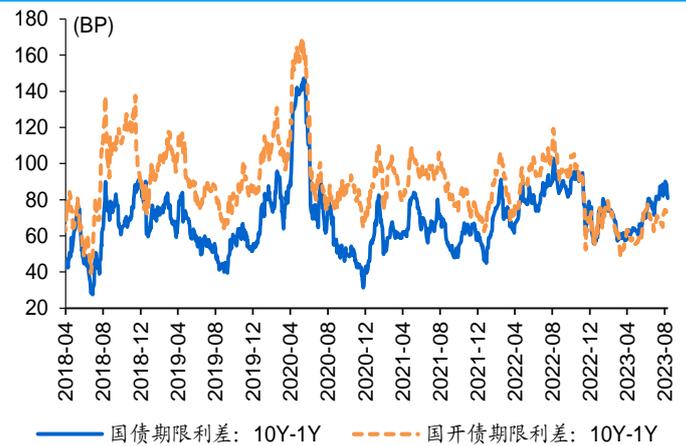
利率债收益率多数下行、中长端较为明显。8月5日至8月11日间, 10年期国债收益率小幅下行0.9BP至2.64%, 1年期和3年期国债收益率分别较前周上行7.9BP和2BP, 5年期、15年期、20年期和30年期分别较上周下行0.6BP、1BP、1BP和0.8BP。10年期与1年期国债、国开债利差分别较上周收窄8.8BP和走阔0.1BP至80.8BP和74.2BP。

图表 37: 利率债收益率变动情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 38: 国债与国开债期限利差情况



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、经济修复和政策效果不及预期。经济修复结构分化、资金错配、政策落地偏慢等, 导致经济修复和政策效果偏弱。
- 2、统计过程中可能的偏差和遗漏。分行业杠杆情况, 本文选取了上市公司资产负债率数据, 可能存在一定的偏差。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402