



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

《稳汇率是资金面收紧的原因吗? ——资金利率周报 2023.08.21-08.25》

《8月中下旬资金面为何趋紧——资金利率周报 2023.08.14-08.18》

《地方债“发飞”或隐含配债要求提高——资金利率周报 2023.08.04-08.11》

《结构性货币政策工具如何续力——资金利率周报 2023.07.31-08.04》

9月降准时点临近?

资金利率周报 2023.08.28-09.01

投资要点:

- 本周资金利率观点: 9月或存基础货币缺口近3000亿元, 叠加8月缺口或超1.2万亿, 或需适时降准补充基础货币缺口。

- 2023年以来M2、社融增速和名义GDP增速脱离“基本匹配”阈值。从历史数据和央行的定性判断来推测, 社融增速和名义GDP增速的差值或应保持在年度2.80%至3.0%的区间浮动, M2和名义GDP增速的差值或应保持在2.0%以内, 当货币政策处于“逆周期调节”阶段时, 社融和M2允许阶段性的超过名义GDP增速4.0和2.0个百分点, 央行判断, 在前期M2增速较高的基础上, 2023年央行将着力“保持对实体经济的信贷支持力度”、“预计M2增速将保持平稳”, 基于这一判断, 今年全年M2增速或将维持较高水平。
- 9月或存基础货币缺口近3000亿元。截至2023年7月末, M2余额为285.4万亿, 货币乘数为8.20倍, 基础货币余额为34.78万亿, 由于当前处于货币政策“逆周期调节”阶段, M2增速或阶段性保持较高, 假设2023年8-9月M2同比增速在较高基数基础上保持10.5%, 那么至9月底M2余额将达到290.2万亿, 以2013年1月以来的货币乘数做线性外推, 9月底货币乘数预计为8.05, 基础货币余额或将达到36.05万亿, 和7月末的基础货币余额相比还有1.27万亿左右的基础货币缺口, 其中8月缺口测算约9900亿, 9月缺口测算为2800亿。若按“贷款派生存款”的思路, 以贷款投放量作为判断基准, 2018-2022年9月金融机构口径平均新增人民币贷款1.82万亿元, 以2018-2022年9月新增存贷款之比均值测算, 新增存款约1.6万亿, 再加上2018-2022年8月金融机构口径平均新增人民币存款1.25万亿元、2023年7月金融机构口径新增人民币存款11200亿元, 在9月没有降准的情况下, 对应三季度存款准备金或将增加约2000亿元。
- 或需适时降准补充基础货币缺口。测算8-9月累计基础货币缺口约1.27万亿, 8月下旬人民银行放量逆回购投放, 8月逆回购操作实现流动性净投放9500亿元, 基本弥补了8月的9900亿基础货币缺口, 但由于逆回购操作只是暂时性的基础货币投放, 前期实现的净投放在下周以内会全部到期回笼, 若央行9月逆回购操作维持常态稳量投放则9月基础货币缺口将进一步放大, 8-9月累积的基础货币缺口将足额反映在9月, 或需适时降准以释放长期流动性, 补充8-9月基础货币缺口。

● 下周资金面展望：

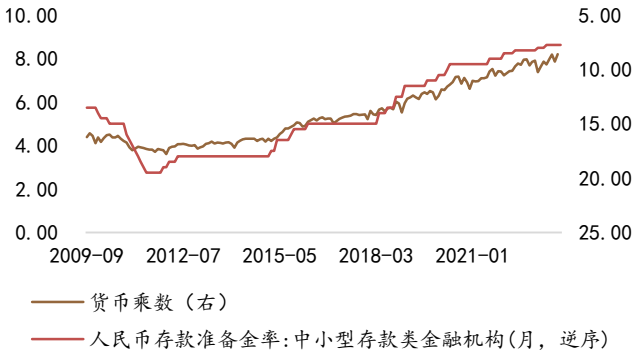
- **下周资金面展望：跨月后转松。**从 30 天移动平均 DR007 来看，截至 9 月 1 日，DR007 的 30 天移动均值上行 4.50 个 BP 至 1.86%，继续高于 1 年期定期存款基准利率和报价利率。8 月最后一周资金供给在跨月因素下延续偏紧，至周五跨月过后转松，根据上海国际货币经纪，周一至周四银行类机构资金融出谨慎，非银融出较充裕，周四（8 月 31 日）盘中隔夜价格一度上冲至较高水平，但尾盘大行放量融出后资金供需趋于均衡，跨月隔夜价格回落。展望下周资金供需，利空的因素主要来自 9 月通常是信贷投放“大月”、央行逆回购投放或回归常态较低水平等；利多因素则有跨月因素褪去等，从多空因素看，跨月因素褪去对资金面的影响或更大，下周资金利率或边际下行。下周重点关注央行公开市场操作资金投放力度。
- **下周存单发行量价展望：存单发行减少。**下周（9 月 4 日-9 月 8 日）将有 5976.60 亿元同业存单到期，此后两周将分别有 4012.70 亿元、5446.40 亿元同业存单到期；截止 9 月 3 日统计，下周披露有 107.00 亿元同业存单发行计划，同业存单到期量回升、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为-25.40 亿元，银行加杠杆意愿仍低。
- **下周利率债供给：利率债供给均衡。**下周（9 月 4 日-9 月 8 日）已经安排有 1514.11 亿元地方政府债、220 亿元农发债发行，国债在 9 月 6 日安排续发 950 亿元 5Y 付息国债，9 月 8 日安排续发 230 亿元 30Y 付息国债；下周地方政府债缴款 1066.79 亿元、国债和政金债缴款 2391 亿元。总体来看，下周利率债供给下降，月初地方债发行较少，但 9 月面临年内专项债额度发行完毕的要求，后续利率债供给压力或较大。
- **下周重点关注：周四海关总署发布 8 月进出口数据。**下周（9 月 4 日-9 月 8 日）有一项重点关注，周四海关总署将发布 8 月进出口数据，在 8 月 PMI 指数反映需求端改善的基础上，8 月进出口数据较为重要，一方面出口反映外需变化，另一方面进口也能从另一个侧面印证内需改善的程度。

● 本周资金面市场回顾：

- **央行态度：维护月末流动性平稳+维护银行间市场流动性合理充裕。**本周（8 月 28 日-9 月 1 日）期间总计有 7280 亿元 7 天期逆回购到期，央行按照“维护月末流动性平稳+维护银行间市场流动性合理充裕”的基调，总计开展了 14090 亿元 7 天期逆回购操作，OMO 口径合计净回笼 6810 亿元流动性。
- **资金：边际宽松。**本周（8 月 28 日-9 月 1 日）银行间市场资金边际转松，全周来看，准政策基准利率 DR007 下行 14.96 个 BP 至 1.8003%，隔夜 DR001 下行 15.70 个 BP 至 1.6688%；银行间质押 R007 下行 10.53 个 BP 至 2.0080%，隔夜 R001 利率下行 15.88 个 BP 至 1.7565%，R007 和 DR007 溢价走扩至 20.77 个 BP。

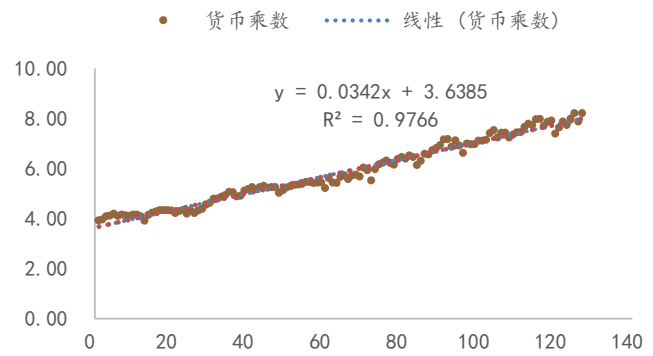
- **存单：NCD 量减价升。**本周（8月28日-9月1日）同业存单发行 2193.6 亿元，到期 2219 亿元，净融资规模为-25.4 亿元，平均发行利率为 2.2369%。分评级来看，全市场 AAA 级同业存单发行利率上行 6.72 个 BP 至 2.2276%，其中 3 个月期同业存单发行利率均值上行 4.73 个 BP 至 2.0486%、6 个月期同业存单发行利率均值上行 5.20 个 BP 至 2.2049%、1 年期同业存单发行利率均值上行 5.63 个 BP 至 2.2929%。1 年期国有大行 AAA 级同业存单发行利率上行 6.06 个 BP 至 2.2885%，1 年期股份行 AAA 级同业存单发行利率上行 5.35 个 BP 至 2.2863%。
- **衍生品：IRS 小幅上行，国债期货小幅下跌。**本周（8月28日-9月1日）FR007IRS1Y 上行 3.89 个 BP 至 1.9549%，FR007IRS5Y 上行 6 个 BP 至 2.3989%，3MSHIBORIRS1Y 上行 6.62 个 BP 至 2.1564%，10 年期国债期货活跃合约收盘价下跌 0.39 元至 102.11 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: 准备金率下降推动货币乘数上升



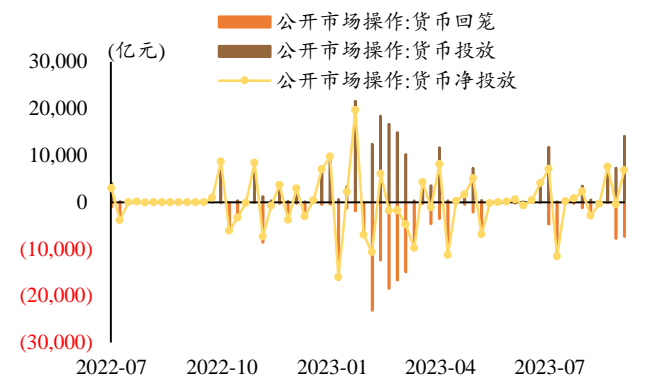
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 以 2012 年为起点, 货币乘数基本符合线性增长趋势



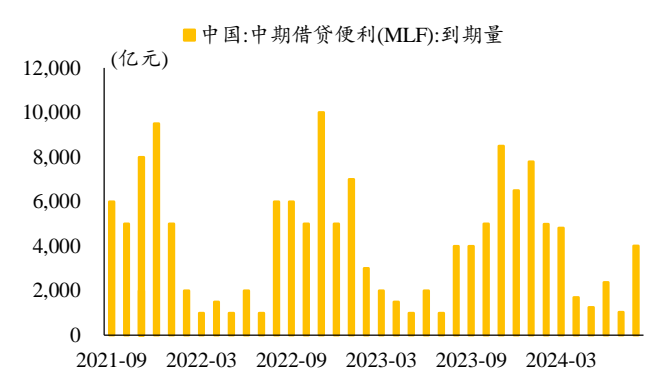
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 公开市场操作净投放/回笼



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 中期借贷便利 (MLF) 到期量



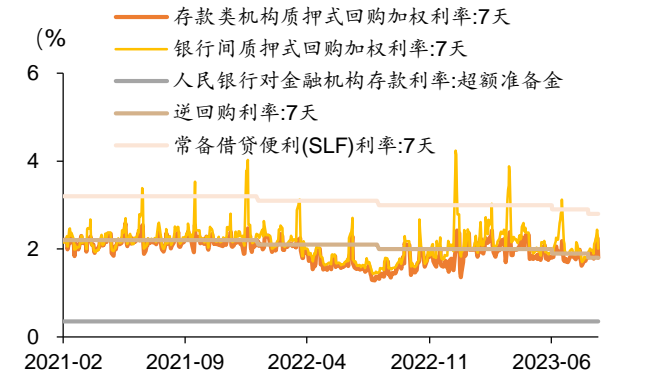
资料来源: Wind, 德邦研究所

表 1: 下周资金日历

单位: 亿元	周一 (9-4)	周二 (9-5)	周三 (9-6)	周四 (9-7)	周五 (9-8)
逆回购到期	3,320	3,850	3,820	2,090	1,010
MLF 到期					
国债发行计划					650.00
地方债发行计划	870.25	509.43	129.95	1,140.79	
政金债发行计划	120.00	90.00			
同业存单到期	67.90	84.00	106.40	230.30	436.20
重要日期		缴准			

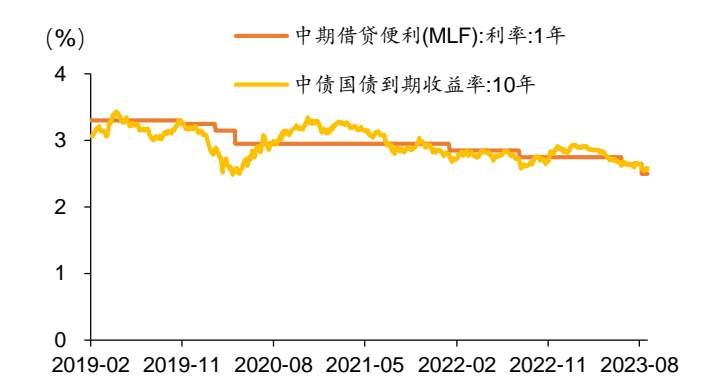
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：短期利率走廊



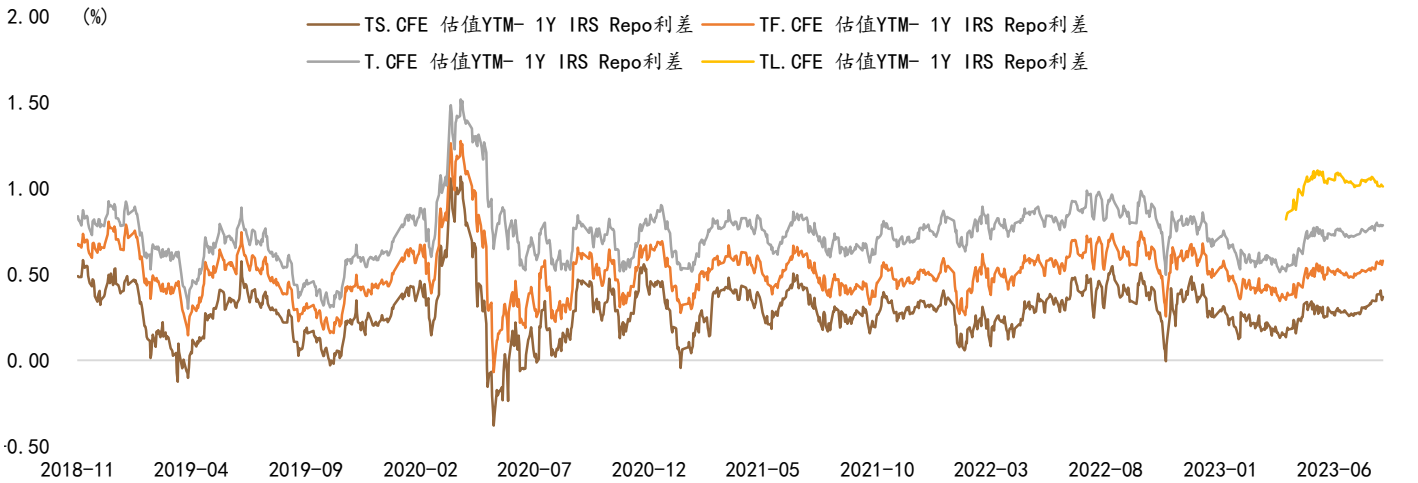
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：中期利率走廊



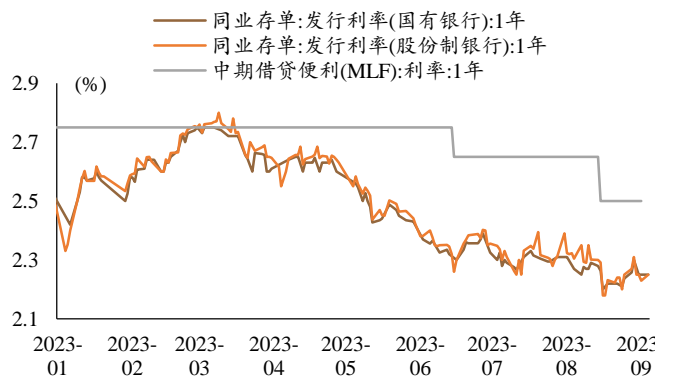
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：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 8：国股行同业存单发行利率走势



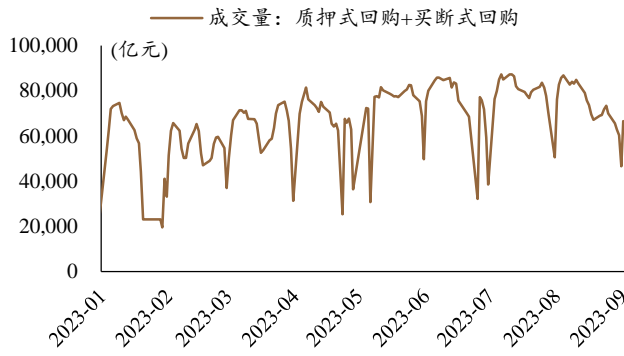
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：同业存单到期收益率走势



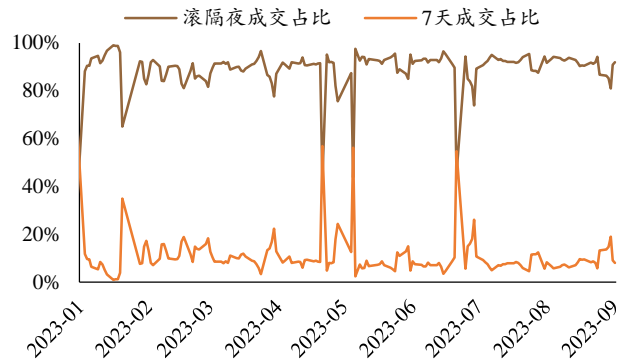
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：银行间资金杠杆情况：回购



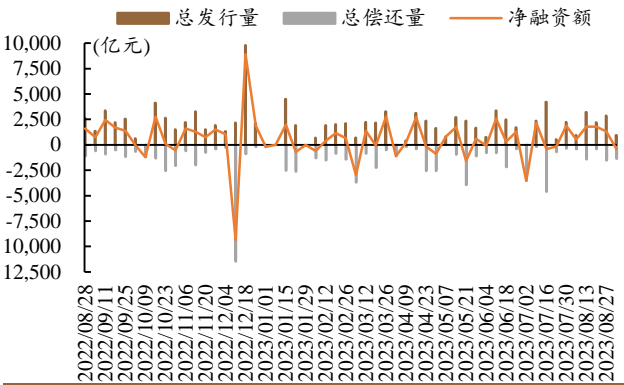
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



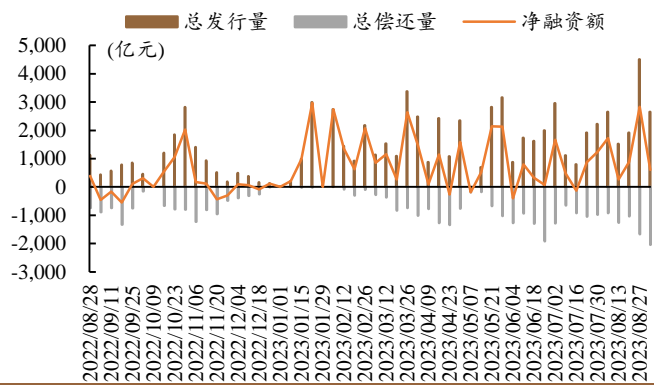
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：国债发行与到期



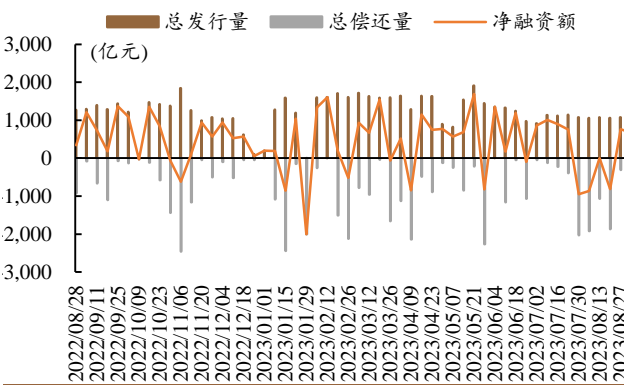
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：地方债发行与到期



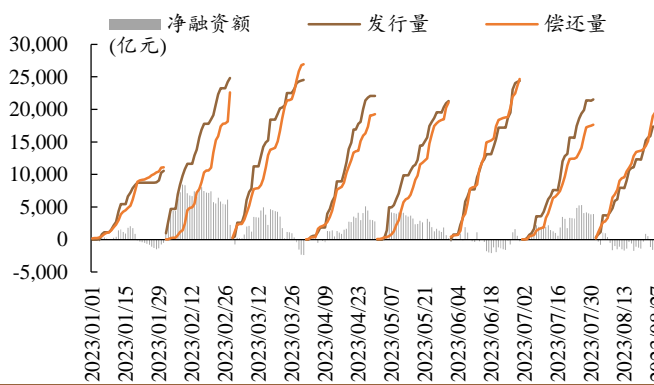
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：政金债发行与到期



资料来源：Wind，德邦研究所

图 15：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，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

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

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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。