



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

证券分析师

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《为何流动性分层不明显?——资金利率周报 2023.09.04-09.08》

《9月降准时点临近?——资金利率周报 2023.08.28-09.01》

《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》

降准后资金面怎么走?

资金利率周报 2023.09.11-09.15

投资要点:

- 本周资金利率观点: 9月降准后资金利率或需等待跨季后回落趋稳。

➢ 降准对资金面的影响并不完全一致。观察 2020 年以来降准后的资金面, 我们发现降准后资金面并不是如预期般快速趋松, 资金利率的走势还要考虑到不同时点资金需求、贷款投放的“抽水效应”等因素。

➢ 降准后资金面往往先紧后松。2020 年初在资金跨年压力和疫情影响下资金面趋紧, 为呵护资金面稳定, 央行在 1 月 6 日、3 月 6 日和 4 月 15 日连续三次降准, 期间资金面整体上趋于下行, 但波动较大, 1 月降准后资金利率先大幅上行后大幅下行, 3 月降准后资金面波动下行, 4 月降准后资金面维持了一周多的平稳状态, 至 4 月底再度趋紧。2021 年 7 月和 2022 年 4 月降准后资金面走势较为相似, 均体现为降准一周后资金利率上行, 持续一周后回落, 这两次降准的背景有一定相似处, 4 月和 7 月都不存在资金跨季、跨年因素, 且都处于贷款投放“小月”, 降准资金较为充分地流向银行间资金市场, 但降准释放的资金向银行间市场传递或需要一定过程, 资金利率呈现先上后下的态势。2021 年 12 月和 2022 年 12 月降准后资金利率走势具有一定相似性, 降准时点均接近跨年, 资金面均表现为降准后趋稳, 至跨年时点大幅波动, 跨年后再度缓和的态势。2023 年 3 月降准时点临近资金跨季, 叠加今年一季度贷款投放力度较大, 银行间资金市场受到贷款多增的“抽水效应”, 降准后资金利率仍快速上行, 一周后回落至趋于稳定。综合来看 2020 年以来历次降准后资金面走势, 可见降准对资金面的影响或难以在短期内快速反映在资金利率上, 资金利率走势更重要的决定因素或为关键时点的影响, 例如跨年、跨季。在不存在特殊时点的情况下, 降准释放的超额准备金或在一周左右的时间范围内逐步释放, 并逐步反映在资金利率波动后趋于稳定。

➢ 本次降准时点接近跨季, 资金面走势或与 3 月降准后较为接近。9 月 15 日降准落地, 从时点上看接近 9 月底资金跨季时点, 资金需求较高, 且 8 月 18 日金融支持实体经济和防范化解金融风险电视电话会议或推动 9 月贷款投放较为积极, 9 月贷款或有所增加, 对银行间资金面的“抽水效应”也较为明确, 预计本次降准后资金利率或将在当前较高水平基础上波动, 在 9 月底或仍有上行可能, 至跨季后回落并趋稳。

● 下周资金面展望:

➢ 下周资金面展望: 9 月内资金利率波动或仍较大。从 30 天移动平均 DR007 来看, 截至 9 月 15 日, DR007 的 30 天移动均值上行 3.12 个 BP 至 1.89%,

继续高于1年期定期存款基准利率和报价利率。9月第二周资金继续偏紧，周中资金面波动延续上周跟随逆回购操作资金净投放量变化的特征。根据上海国际货币经纪，周一至周二资金均衡宽松，对应周一、周二央行逆回购投放量增加；周三央行逆回购缩量，午后资金面迅速收紧，周四、周五逆回购较为稳定，且周五MLF增量投放叠加降准落地，银行间市场资金面均衡宽松，但DR007依然位于1.90%以上较高水平。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”、逆回购到期压力依然较大等；利多因素则有降准落地释放中长期流动性，9月MLF增量投放满足银行资金需求等，从多空因素看，降准落地对资金面的影响更大，降准落地弥补基础货币缺口、MLF增量续作满足银行中长期资金需求后，短期内资金面仍然面临跨季压力，9月末跨季时点过后资金利率波动幅度放大的态势或将迎来缓解，资金利率中枢或将企稳下行。下周重点关注9月LPR报价。

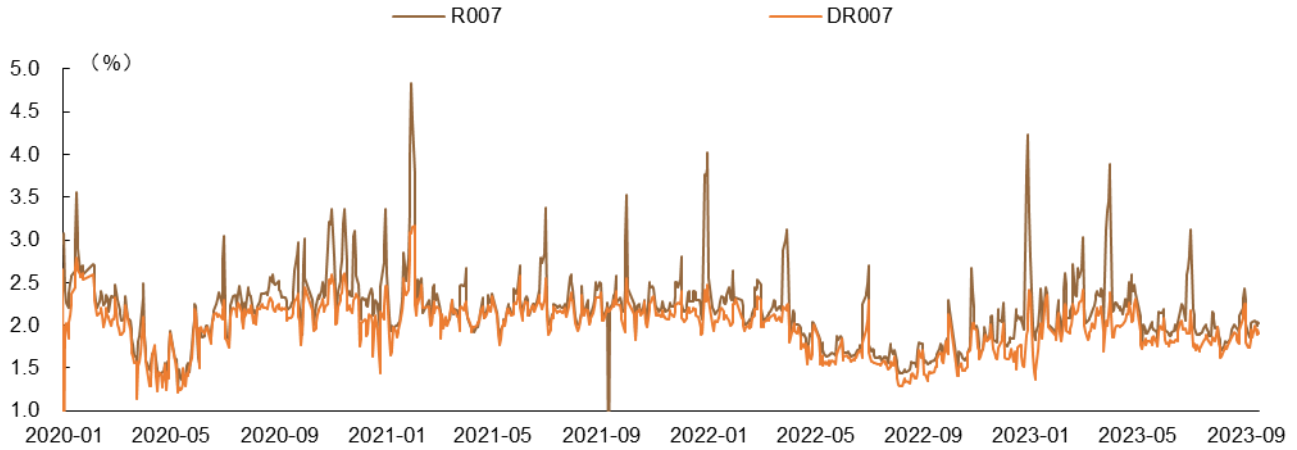
- **下周存单发行量价展望：存单净融资额显著上升。**下周（9月18日-9月22日）将有5446.4亿元同业存单到期，此后两周将分别有4954.8亿元、371.5亿元同业存单到期；截止9月18日统计，下周披露有1498.7亿元同业存单发行计划，同业存单到期量、发行量双双上升。如果将同业存单净融资量作为商业银行主动负债意愿变化的指标，本周同业存单净融资量为4613.4亿元，银行间资金趋紧叠加9月贷款投放或在8月18日金融支持实体经济和防范化解金融风险电视电话会议的推动下增加，存单净融资额显著上升。
- **下周利率债供给：利率债供给上升。**下周（9月18日-9月22日）已经安排有1690.44亿元地方政府债、410亿元农发债、240亿元国开债发行，国债在9月20日安排续发1150亿元1Y付息国债、1150亿元10Y付息国债，9月22日安排新发1150亿元2Y付息国债、1150亿元5Y付息国债、新发950亿元6M贴现国债；下周地方政府债缴款1617.67亿元、国债和政金债缴款3648.5亿元。总体来看，下周利率债供给上升，国债发行量大幅增加，且9月面临年内专项债额度发行完毕要求，利率债供给压力或仍较大。
- **下周重点关注：周三人民银行发布9月LPR报价。**下周（9月18日-9月22日）有一项重点关注，周三（9月20日）人民银行将发布9月LPR报价，虽然9月MLF操作并未“降息”，但由于8月MLF“降息”后LPR未跟随“降息”，年内仍存在LPR调降的可能；另一方面也要考虑到银行的经营压力，LPR调降对银行净息差仍将构成压力。

● **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（9月11日-9月15日）期间总计有7450亿元7天期逆回购到期，央行按照“维护银行间市场流动性合理充裕”的基调，总计开展了7040亿元7天期逆回购操作，OMO口径合计净回笼410亿元流动性。

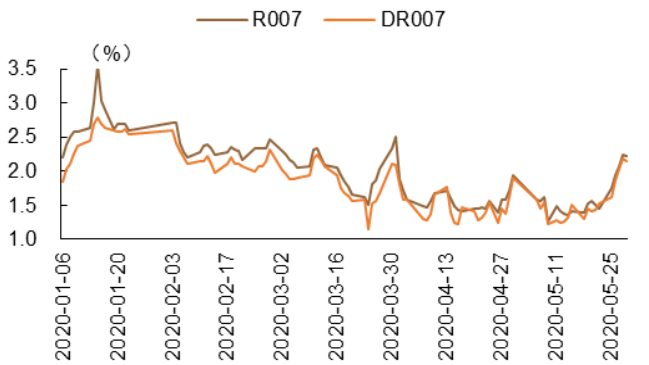
- **资金：持续偏紧。**本周（9月11日-9月15日）银行间市场资金持续偏紧，全周来看，准政策基准利率 DR007 上行 4.54 个 BP 至 1.9079%，隔夜 DR001 下行 14.48 个 BP 至 1.7548%；银行间质押 R007 下行 1.1 个 BP 至 2.0241%，隔夜 R001 下行 15.26 个 BP 至 1.8345%，R007 和 DR007 溢价收窄至 11.62 个 BP。
- **存单：NCD 量价双升。**本周（9月11日-9月15日）同业存单发行 8626.1 亿元，到期 4012.7 亿元，净融资规模为 4613.4 亿元，平均发行利率为 2.4281%。分评级来看，全市场 AAA 级同业存单发行利率上行 14.44 个 BP 至 2.4232%，其中 3 个月期同业存单发行利率均值上行 17 个 BP 至 2.3134%，6 个月期同业存单发行利率均值上行 11.33 个 BP 至 2.4337%，1 年期同业存单发行利率均值上行 7.76 个 BP 至 2.4825%，1 年期国有大行 AAA 级同业存单发行利率上行 7.02 个 BP 至 2.4698%，1 年期股份行 AAA 级同业存单发行利率上行 7.25 个 BP 至 2.4787%。
- **衍生品：IRS 下行，国债期货上涨。**本周（9月11日-9月15日）FR007IRS1Y 下行 3.71 个 BP 至 2.0089%，FR007IRS5Y 下行 4.44 个 BP 至 2.4423%，3MSHIBORIRS1Y 下行 0.34 个 BP 至 2.2519%，10 年期国债期货活跃合约收盘价上涨 0.13 元至 101.81 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 1：2020 年以来资金利率走势



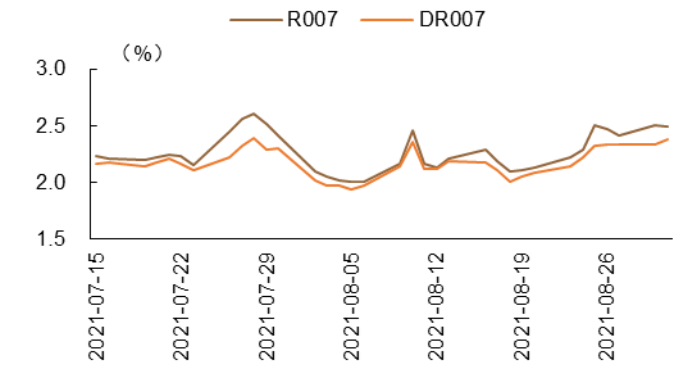
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2020 年 1 月、3 月和 4 月降准后资金面走势



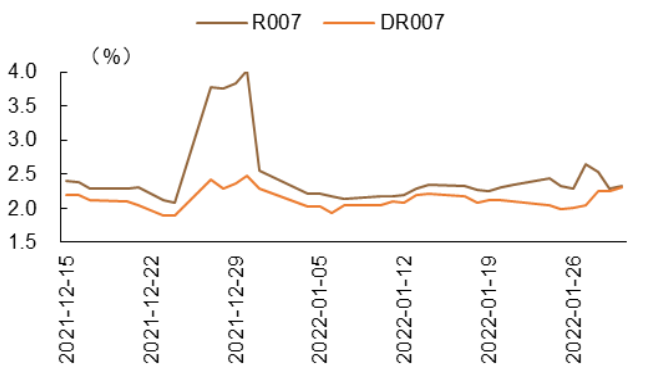
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：2021 年 7 月 15 日降准后资金面走势



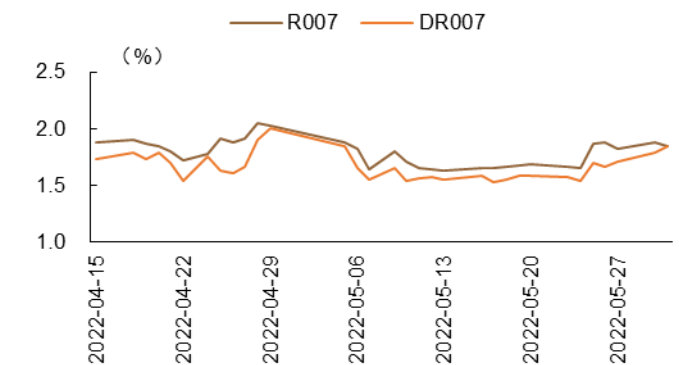
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2021 年 12 月 15 日降准后资金面走势



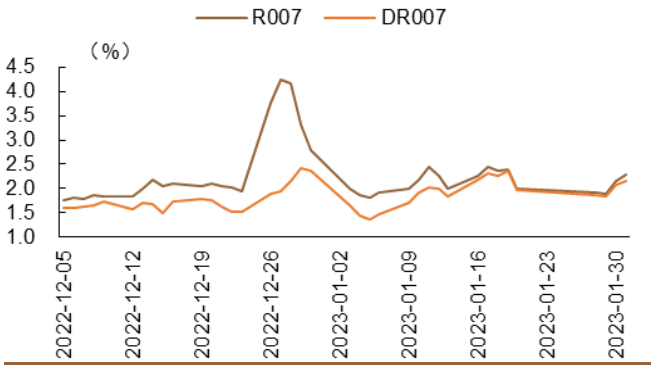
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：2022 年 4 月 15 日降准后资金面走势



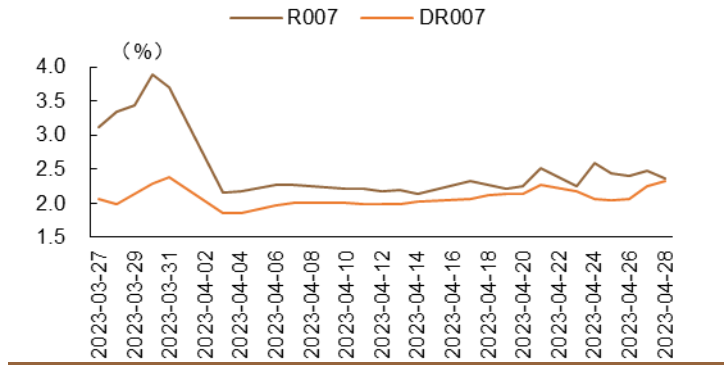
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2022 年 12 月 5 日降准后资金面走势



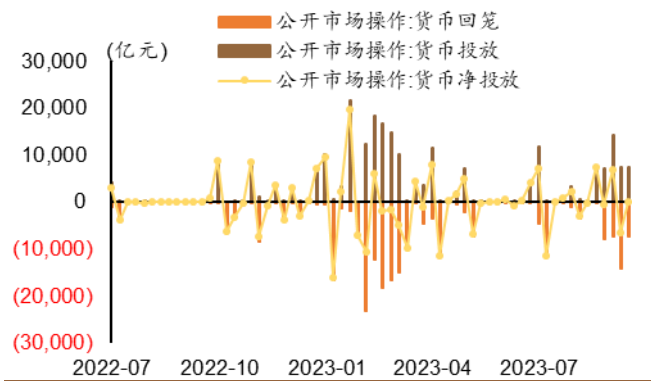
资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：2023 年 3 月 27 日降准后资金面走势



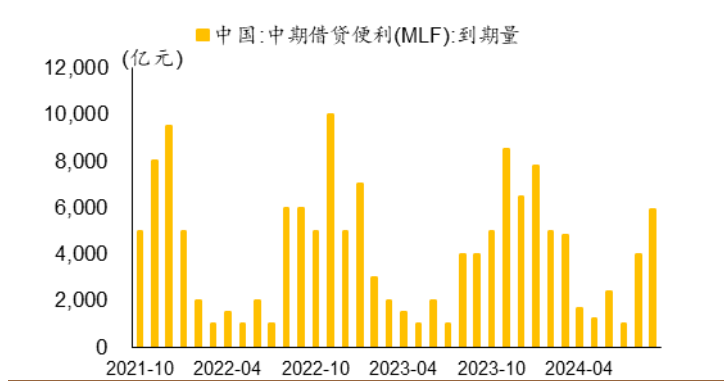
资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：公开市场操作净投放/回笼



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：中期借贷便利（MLF）到期量



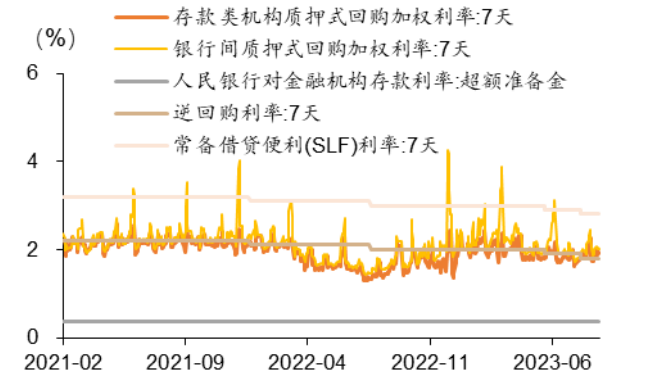
资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：下周资金日历

单位：亿元	周一(9-18)	周二(9-19)	周三(9-20)	周四(9-21)	周五(9-22)
逆回购到期	2,150	2,090	650	1,100	1,050
MLF 到期					
国债发行计划			2,300.00		3,250.00
地方债发行计划	346.95	105.86	108.91	694.75	433.96
政金债发行计划	120.00	340.00	190.00		
同业存单到期	50.00	1,016.30	1,061.60	1,741.30	1,385.50
重要日期	银行走款	银行走款	9 月 LPR 报价		

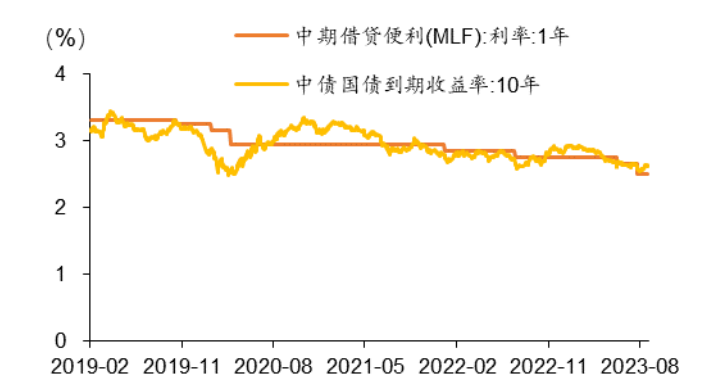
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10: 短期利率走廊



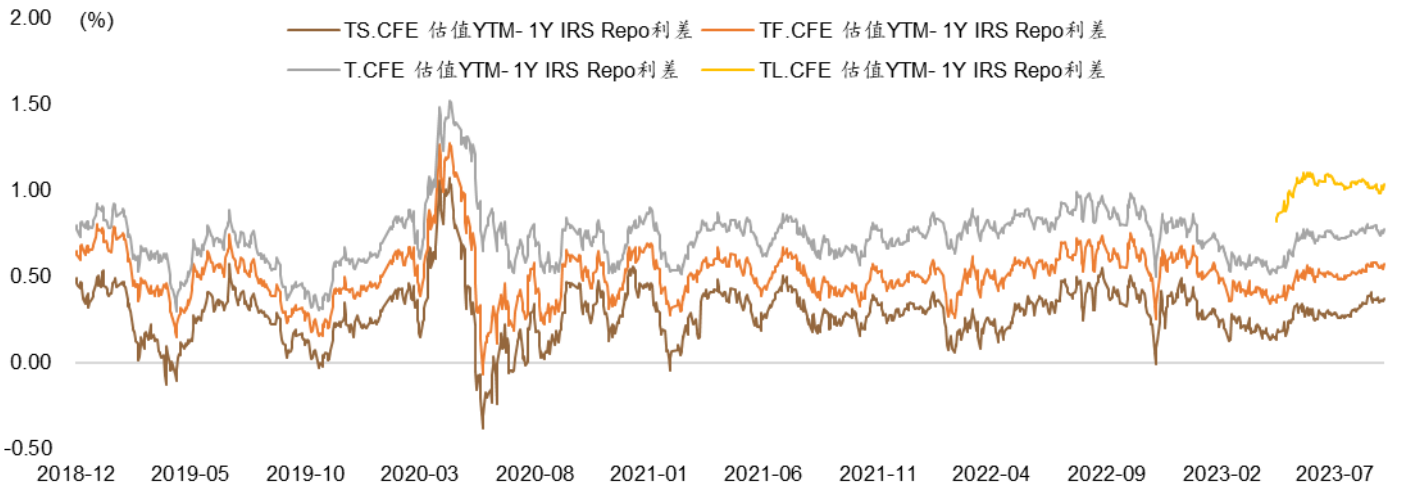
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 11: 中期利率走廊



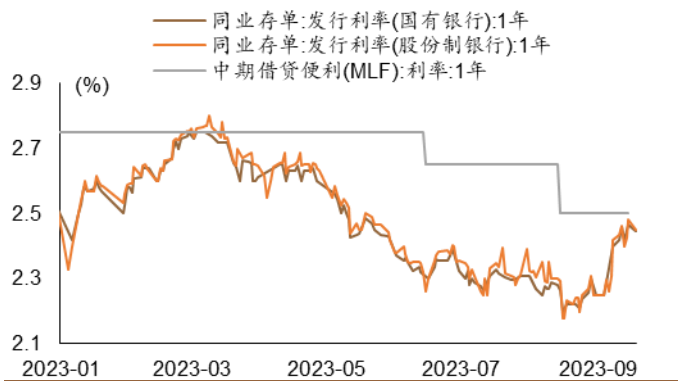
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 12: 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 13: 国股行同业存单发行利率走势



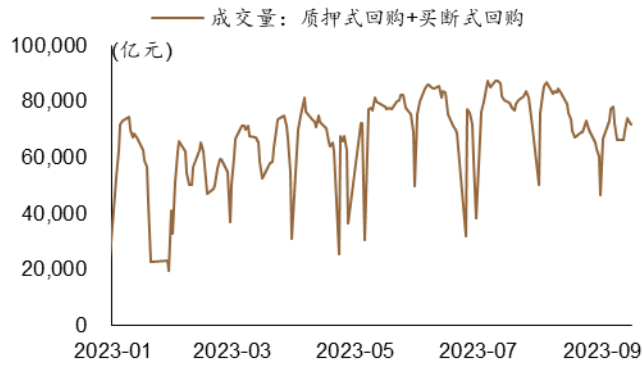
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 14: 同业存单到期收益率走势



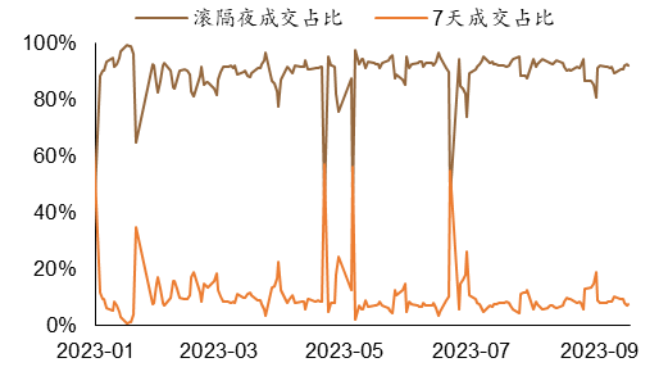
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 15：银行间资金杠杆情况：回购



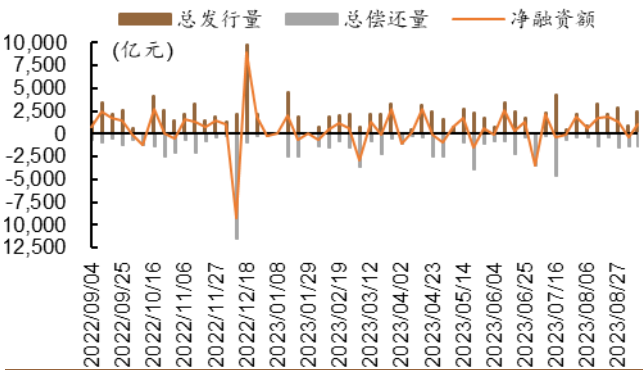
资料来源：Wind，德邦研究所

图 16：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



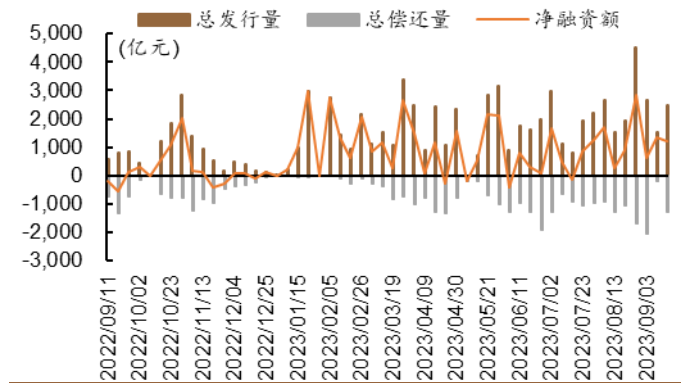
资料来源：Wind，德邦研究所

图 17：国债发行与到期



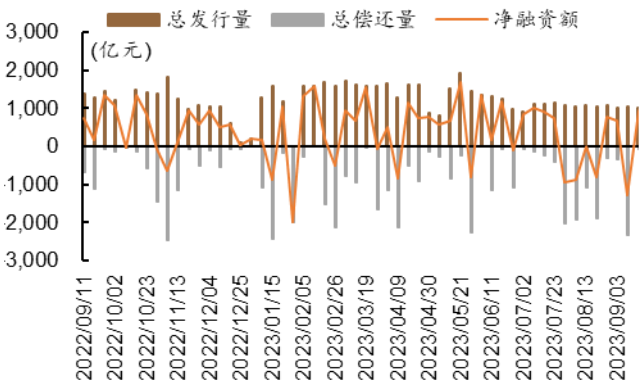
资料来源：Wind，德邦研究所

图 18：地方债发行与到期



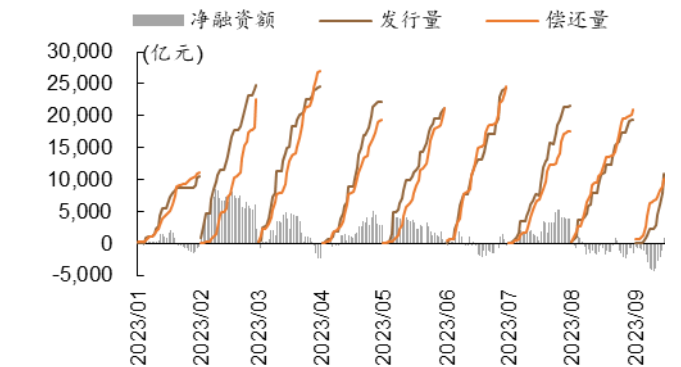
资料来源：Wind，德邦研究所

图 19：政金债发行与到期



资料来源：Wind，德邦研究所

图 20：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、中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。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 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。荣获 2019 和 2020 “新财富” 固定收益研究第一名，2021 ISI Emerging Markets Group 杰出成就分析师，2022 “水晶球”（公募）宏观研究第一名。兼任清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师，上财 EMBA 讲师。

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，侧重货币理论、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。