



## 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

《降准后资金面怎么走?——资金利率周报 2023.09.11-09.15》

《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》

## 四季度政府债券供给节奏如何?

资金利率周报 2023.09.18-09.22

### 投资要点:

- 本周资金利率观点: 四季度利率债供给压力或仍不小。

- 9月内用尽年内新增专项债限额的要求或未能实现。8月初传出年内新增专项债限额在9月内发行完毕的要求后, 8-9月专项债发行节奏有所加快, 但截止9月第三周, 新增专项债限额仍有近5000亿元缺口, 9月最后一周仅4个工作日, 9月内完成限额发行的要求或难以实现, 这一情况或可参考2021年。2021年10月财政部要求当年新增专项债限额尽量在11月内完成发行, 但截止2021年11月末, 2021年新增专项债限额仍然有1700亿元缺口尚未发行, 剩余额度延后至12月发行。今年9月内无法用尽的新增专项债限额或也将延后至四季度发行。从历年对比来看, 目前剩余的4932.72亿元新增专项债额度导致四季度专项债供给压力或较大, 或仅低于2021年。
- 9月国债计划外发行或意在缓释四季度国债供给压力。9月22日财政部公告将于9月25日发行1150亿元5年期付息国债, 这次国债发行并不在4月26日财政部公告的2023年记账式付息国债、储蓄国债发行计划上, 财政部计划外发行国债引发市场关注。对比近几年来看, 今年上半年国债净融资额处于中等水平, 而在今年中央财政计划赤字规模3.16万亿的基础上, 四季度仍需发行国债2.56万亿元, 以往年国债发行月均值占比测算, 10-12月国债发行量或达7600亿、8200亿和9800亿, 仅低于去年, 国债供给压力不小。9月计划外发行5年期国债或是对四季度5年期国债发行计划的提前, 意在缓释四季度国债供给压力, 也通过中央财政弥补三季度专项债发行完毕要求未实现的发力缺口。此外, 地方政府债务化解行动在即, 四季度或将增发国债以为化债准备“弹药”, 四季度国债供给压力依然不小。
- 结合专项债和国债来看, 四季度政府债券供给压力或仍不小。结合4900亿元的新增专项债额度和2.56万亿的赤字倒推国债待发行额, 四季度政府债券供给压力依然不小。由于今年存在专项债提前发行完毕的要求, 9月或无法实现, 剩余额度或需在10月发行完毕, 再结合国债发行的季节性特征, 四季度利率债发行量较大的月份或为10月和12月, 同时需关注化债可能导致的政府债券供给增加。

- 下周资金面展望:

- 下周资金面展望: 跨季时点资金价格或仍宽幅波动。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4.94个BP

至 1.94%，继续高于 1 年期定期存款基准利率和报价利率。9 月第三周资金继续偏紧，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，全周资金面呈现典型的跨季波动特征，隔夜与 7 天资金供给较稳定，涉及跨季期限的资金价格逐步抬升。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、跨季时点影响等；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，资金跨季是 9 月最后一周对资金面影响最大的因素，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。

- **下周存单发行量价展望：存单净融资额回落。**下周（9 月 25 日-9 月 28 日）将有 4954.8 亿元同业存单到期，此后两周将分别有 371.5 亿元、4323.3 亿元同业存单到期；截止 9 月 24 日统计，下周披露有 1782.9 亿元同业存单发行计划，同业存单到期量下降、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 1564.2 亿元，政府债券供给趋于平缓，供给压力下降，银行存单发行意愿回落。
- **下周利率债供给：利率债供给减少。**下周（9 月 25 日-9 月 28 日）已经安排有 2029 亿元地方政府债、270 亿元农发债发行；下周地方政府债缴款 1805.82 亿元、国债和政金债缴款 4188.2 亿元。总体来看，下周利率债供给下降，下周工作日仅有 4 天，且处于月末和季末时点，在本周国债计划外发行后，9 月最后一周利率债供给减少。
- **下周重点关注：周六人民银行发布 9 月 PMI 数据。**下周（9 月 25 日-9 月 28 日）有一项重点关注，周六（9 月 30 日）人民银行将发布 9 月 PMI 数据，6 月以来制造业 PMI 持续上升，7 月底政治局会议以来稳增长政策密集落地，预计 9 月制造业 PMI 或将回升至 50% 以上。

#### ● 本周资金面市场回顾：

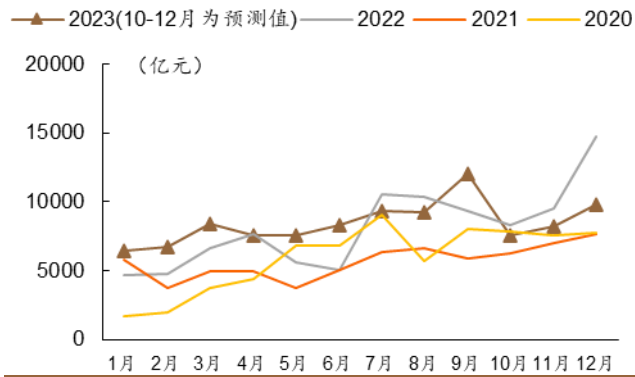
- **央行态度：维护季末流动性平稳。**本周（9 月 18 日-9 月 22 日）期间总计有 7040 亿元 7 天期逆回购到期，央行按照“维护季末流动性平稳”的基调，总计开展了 7660 亿元 7 天期逆回购操作、4900 亿元 14 天逆回购操作，OMO 口径合计净投放 5520 亿元流动性。
- **资金：持续偏紧。**本周（9 月 18 日-9 月 22 日）银行间市场资金在跨季因素影响下较紧，全周来看，准政策基准利率 DR007 上行 28.78 个 BP 至 2.1957%，隔夜 DR001 下行 6.07 个 BP 至 1.6941%；银行间质押 R007 上行 23.13 个 BP 至 2.2554%，隔夜 R001 下行 4.87 个 BP 至 1.7858%，R007 和 DR007 溢价收窄至 5.97 个 BP。
- **存单：NCD 量价双降。**本周（9 月 18 日-9 月 22 日）同业存单发行 7010.6 亿元，到期 5446.4 亿元，净融资规模为 1564.2 亿元，平均发行利率为 2.4111%。分评级来看，全市场 AAA 级同业存单发行利率下行 2.21 个 BP 至 2.4012%，其中 3 个月期同业存单发行利率均值上行 1.98 个 BP 至 2.3332%，6 个月期同业存单发行利率均值下行 1.14 个 BP 至 2.4223%，

1 年期同业存单发行利率均值下行 1.13 个 BP 至 2.4712%，1 年期国有大行 AAA 级同业存单发行利率下行 0.77 个 BP 至 2.4621%，1 年期股份行 AAA 级同业存单发行利率下行 1.77 个 BP 至 2.4611%。

➤ **衍生品：IRS 上行，国债期货下跌。**本周（9 月 18 日-9 月 22 日）FR007IRS1Y 上行 1.98 个 BP 至 2.0287%，FR007IRS5Y 上行 2.4 个 BP 至 2.4663%，3MSHIBORIRS1Y 上行 0.7 个 BP 至 2.2589%，10 年期国债期货活跃合约收盘价下跌 0.2 元至 101.62 元。

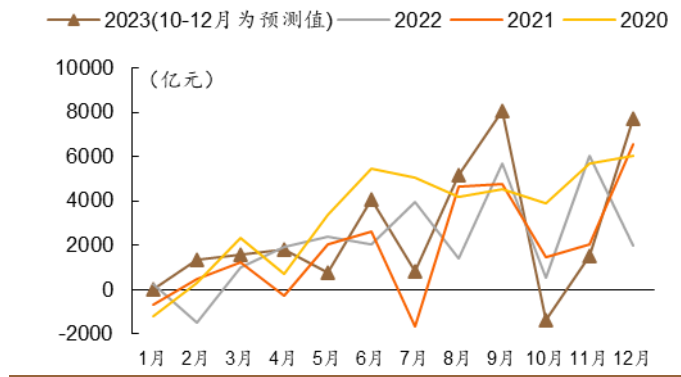
● **风险提示：**国内货币政策超预期变化；海外货币政策超预期变化；信用违约事件发酵。

图 1：2020 年以来国债发行额对比



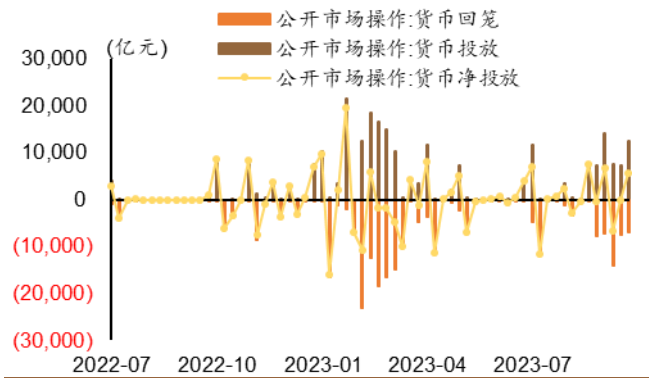
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：2020 年以来国债净融资额对比



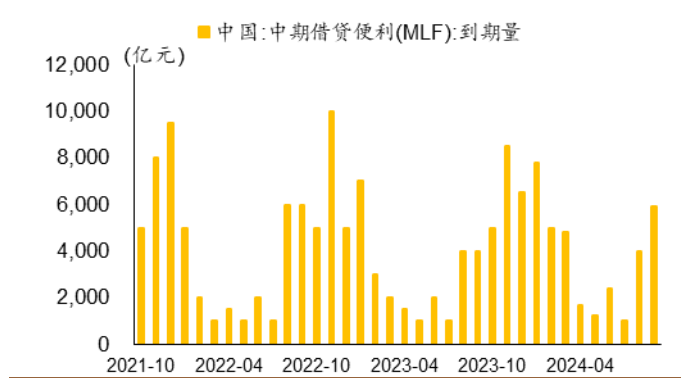
资料来源：Wind，德邦研究所

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



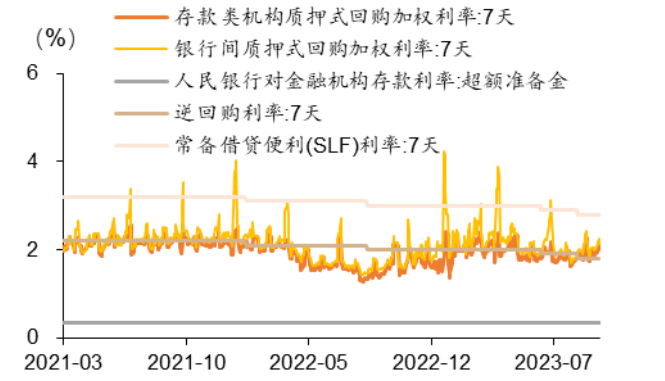
资料来源：Wind，德邦研究所

表 1：下周资金日历

单位：亿元	周一(9-25)	周二(9-26)	周三(9-27)	周四(9-28)	周五(9-29)
逆回购到期	1,840	2,080	2,050	1,690	
MLF 到期					
国债发行计划					
地方债发行计划	450.97	440.37	491.45	646.21	
政金债发行计划	270.00				
同业存单到期	1,279.40	1,037.90	707.60	1,671.80	
重要日期	缴准				

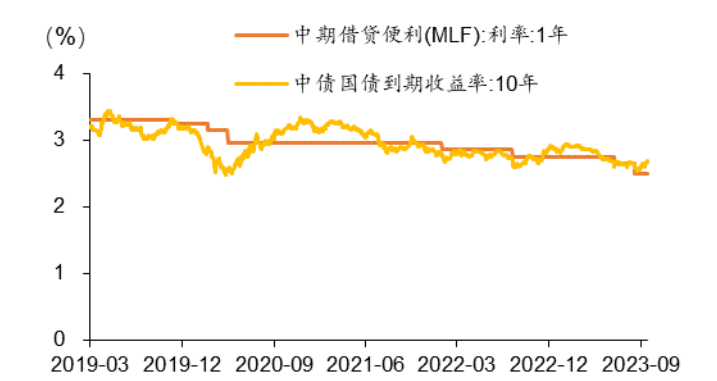
资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：短期利率走廊



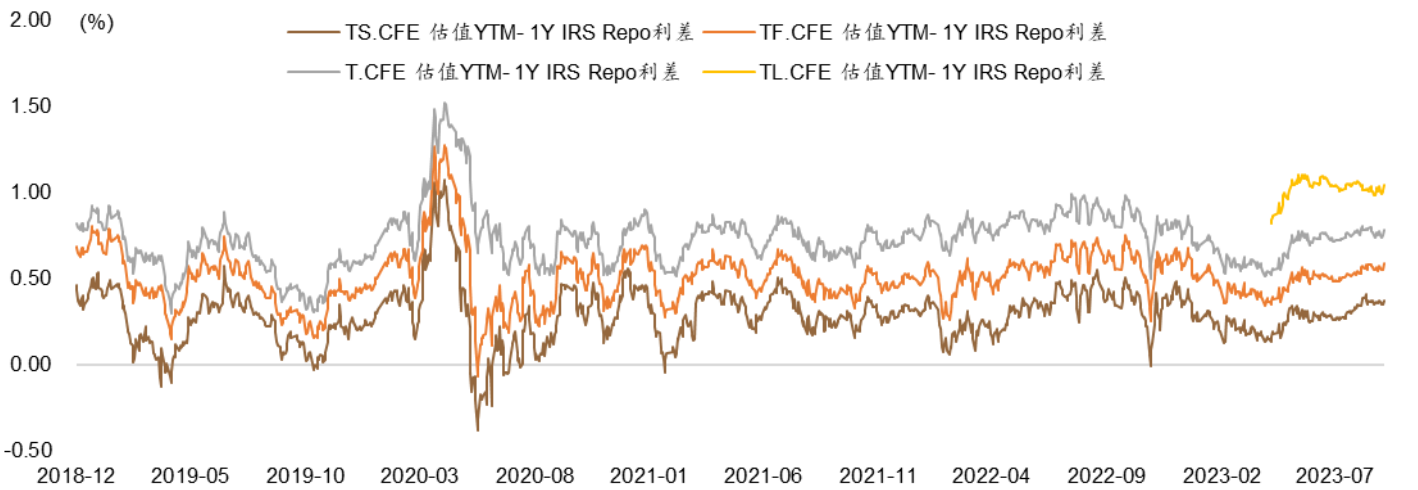
资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：中期利率走廊



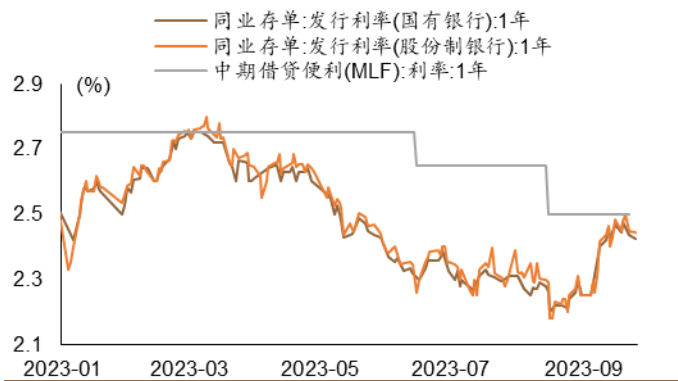
资料来源：Wind，德邦研究所

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



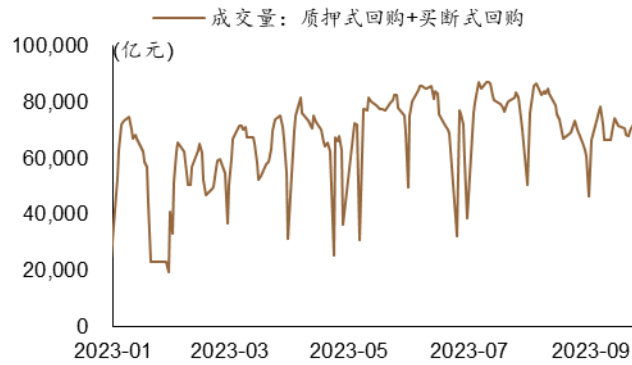
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：同业存单到期收益率走势



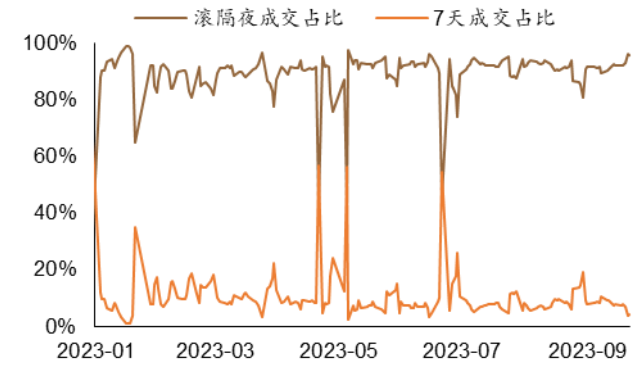
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：银行间资金杠杆情况：回购



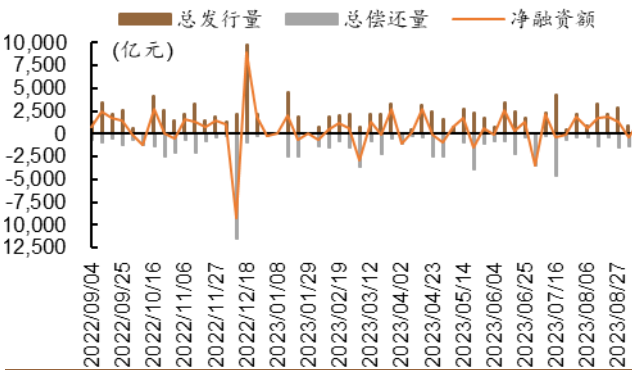
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



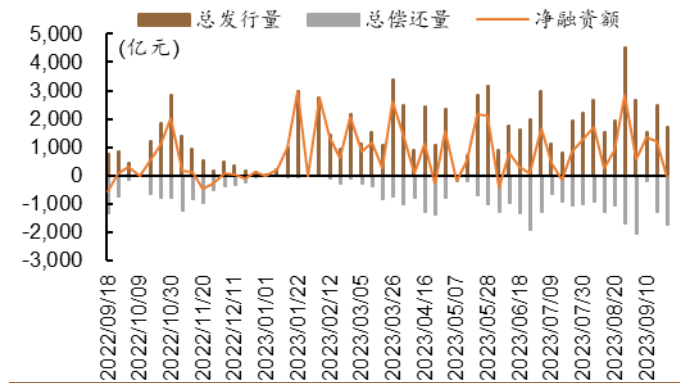
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：国债发行与到期



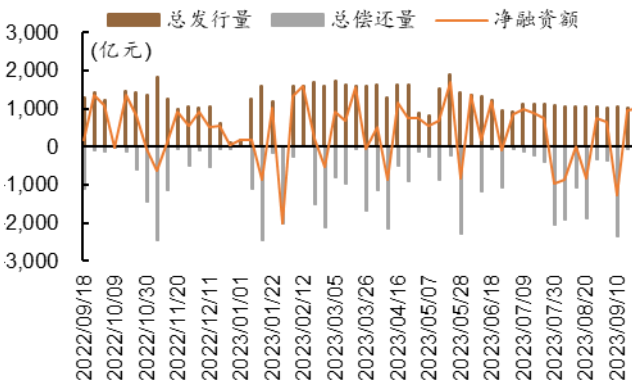
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：地方债发行与到期



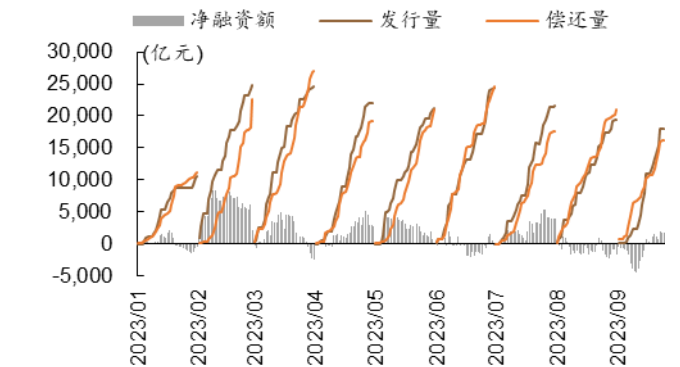
资料来源：Wind，德邦研究所

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，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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。