

如何看待国债收益率上行

--金融高频数据周报（2023年9月25日-9月28日）

核心观点：

本周热点与思考：9月28日，10年期中债国债到期收益率收于2.6751%，中债国开债到期收益率收于2.7400%，国债期限利差较上周扩大3BP。我们认为近期长债利率上行，主要是由于两个因素：1、跨季流动性季节性紧张，货币市场利率上行；2、国债发行量加大。随着跨季后资金紧张得到缓解，货币市场利率预计将回归政策利率，目前国内的经济基本面并不支持2.7%的位置，10年期国债收益率与政策利率利差为20BP，处于历史较高水平，跨季后长债收益率预计逐步回落。

分析1：本周跨季流动性季节性紧张，货币市场利率上行，推动国债收益率上行。 DR007上行4BP至2.24%，Shibor007上行20BP至2.20%，GC007上行48BP至3.87%。央行呵护季末流动性，公开市场净投放11570亿元。

分析2：国债发行量大增，推动国债收益率上行。 根据最新公布数据计算，9月国债发行超预期，发行量约12023亿元，净融资额约8000亿元，发行进度加快。

分析3：国内经济基本面并不能支撑2.7%的长债利率。 近期国债收益率上行更多是受到季末流动性紧张和发行量两个因素的扰动，国内经济的修复斜率并不能支撑目前2.7%的位置，预计跨季后10年期国债到期收益率逐步回落。

9月社融数据预测：国债发行超预期、信贷超预期两个因素共同推动，9月新增社融在3.7-3.8万亿，社融存量增速继续上行至9.1%-9.2%。

因素1：9月政府债券净融资额约9500亿，其中地方政府债发行不及预期，净融资约1500亿；国债发行超预期，净融资约8000亿。 根据最新公布数据计算，9月地方新增专项债发行约3569亿元，低于此前我们按照9月发行完毕测算的7000亿规模。国债发行节奏前移，进度达到74.96%，远高于过去五年均值（63%），市场预期有可能是由于中央财政逆周期发力全年中央财政赤字将高于年初预算，也有可能为四季度化债发行特殊再融资债券，或者推出长期建设国债提前做准备。

因素2：9月新增人民币贷款通常季节性上升，近期央行多次强调金融机构加大信贷投放，金融高频数据显示9月融资需求可能回暖，在此背景下预计9月新增信贷超预期，约2.5-2.6万亿。 8月18日央行在联合会议指出，“主要金融机构要主动担当作为，加大贷款投放力度，国有大行要继续发挥支柱作用”9月20日，央行在国务院例行吹风会强调“发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性”

本周观察（9月25日-28日）：美元指数上行，非美货币承压。人民币汇率保持不变，现阶段压力主要来自于美元走强。

银行间质押式回购日均成交量快速回落：从上周的6.9万亿回落至5.7万亿。

1年期FR007本周小幅下行至2.0180%。

同业存单发行利率基本持平。 截止9月28日，国有银行一年期同业存单发行利率2.44%，股份制银行为2.40%。

美元指数上行、非美货币承压：本周美元指数保持强势继续上行0.5%至106.1。人民币汇率较上周保持不变收于7.3002。非美货币均呈现贬值，欧元-1.01%，日元-0.62%、英镑-0.27%、加元-0.01%、澳元-0.75%。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

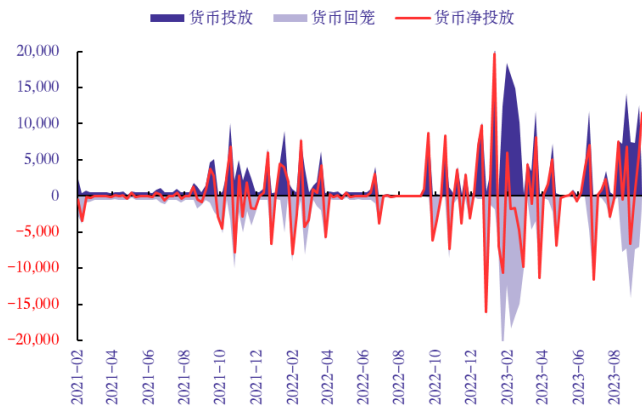
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.地方政府债务的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长

资金日历

9月						
周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
24 同业存单：到期84亿	25 缴准日 地方债：到期915亿，发行451亿 政府债券缴款：4084亿 逆回购：到期1840亿，投放3190亿，净投放1350亿 同业存单：到期1279亿，发行1782亿	26 财政集中支出 地方债：到期46亿，发行440亿 政府债券缴款：451亿 同业存单：到期1038亿，发行0.5亿 逆回购：到期2080亿，投放3780，净投放1700亿	27 财政集中支出 地方债：到期51亿，发行491亿 政府债券缴款：440亿 逆回购：到期2050亿，投放6170亿，净投放4120亿 央行票据互换3个月：到期50亿 同业存单：到期708亿	28 财政集中支出 地方债：到期944亿，发行646亿 政府债券缴款：487亿 同业存单：到期1672亿 逆回购：到期1690亿，投放6090亿，净投放4400亿	29 中秋节 地方债：到期79亿 同业存单：到期81亿	30 PMI数据公布 同业存单：到期177亿
10月						
周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
1 国庆节	2	3	4	5 国债：到期200亿	6	7 缴准日 逆回购：到期8250亿，
8 地方债：到期24亿	9 地方债：到期2亿，发行919亿 政府债券缴款645亿 逆回购：到期3190亿	10 地方债：到期10亿，发行396亿 政府债券缴款926亿 逆回购：到期3780亿	11 地方债：到期276亿，政府债券缴款396亿 逆回购：到期4170亿，	12 国债：到期201亿 地方债：到期153亿 逆回购：到期5080亿， 同业存单：到期1386亿	13 地方债：到期51亿 同业存单：到期1693亿 CPI数据公布 PPI数据公布	14 地方债：到期12亿
15	16 缴准日 国债：到期300亿	17 MLF到期：5000亿 地方债：到期199亿 同业存单：到期1910亿	18 国债：到期1734亿 地方债：到期34亿 同业存单：到期1820亿 GDP数据公布 规模以上工业数据公布 固定资产投资数据公布 社零消费数据公布	19 地方债：到期365亿 同业存单：到期1293亿	20 LPR报价日 同业存单：到期2849亿	21 国债：到期3194亿 地方债：到期121亿
22 地方债：到期50亿	23 缴税截止日、银行走款日 国债：到期651亿 地方债：到期26亿	24 银行走款日 同业存单：到期1350亿	25 缴准日、银行走款日 国债：1923亿 地方债：到期262亿	26 地方债：到期157亿 欧洲央行利率决议	27 财政集中支出 同业存单：到期1222亿	28 地方债：到期29亿
29 地方债：到期20亿	30 财政集中支出 国债：到期301亿	31 财政集中支出 地方债：到期155亿 同业存单：到期1030亿 PMI数据公布				

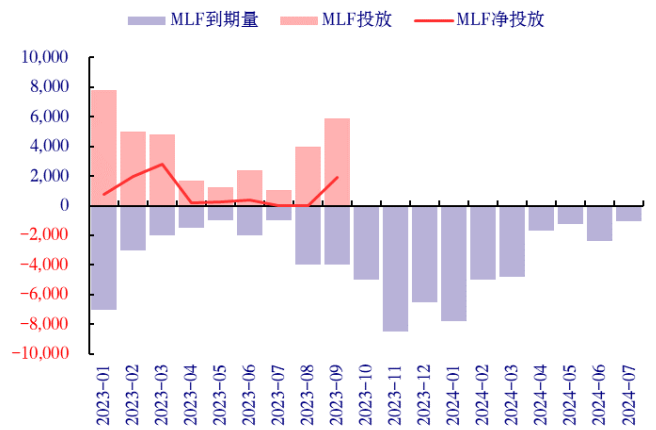
资料来源：Wind, Qeubee, 中国银河证券研究院

图4：央行公开市场逆回购操作公开市场净投放 11570 亿元（亿元）



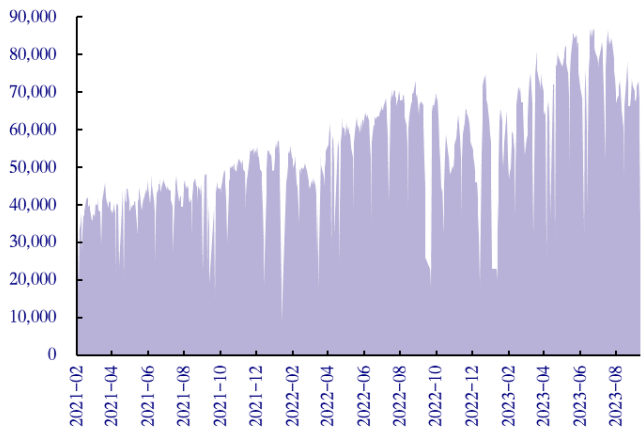
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：10月 MLF 到期量 5000 亿元（亿元）



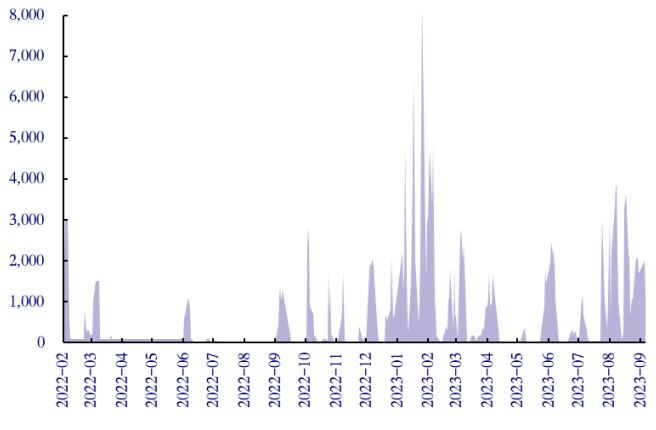
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：银行间质押式回购日均成交量缩减至约 5.74 万亿（亿元）



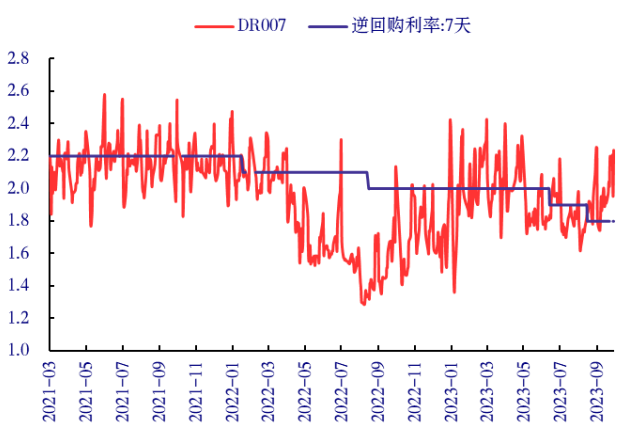
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：7天逆回购规模本周合计 3010 亿（亿元）



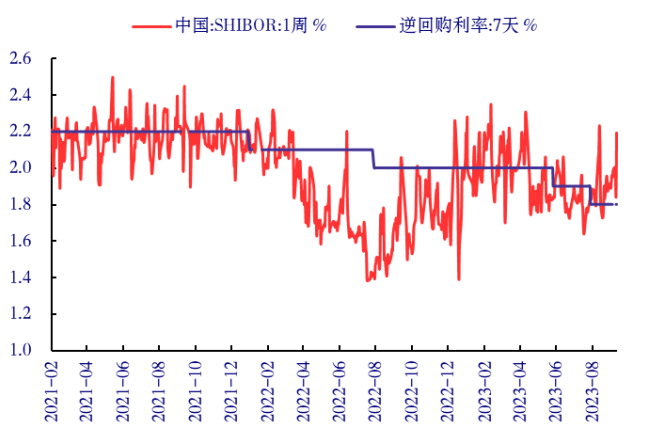
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：DR007 冲高至 2.2358 %（%）



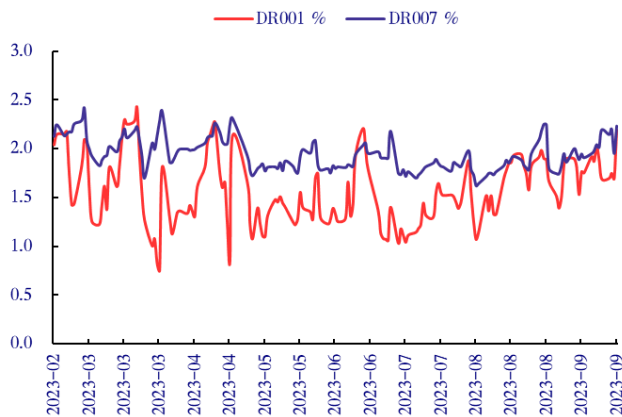
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：SHIBOR007 上行至 2.1950%



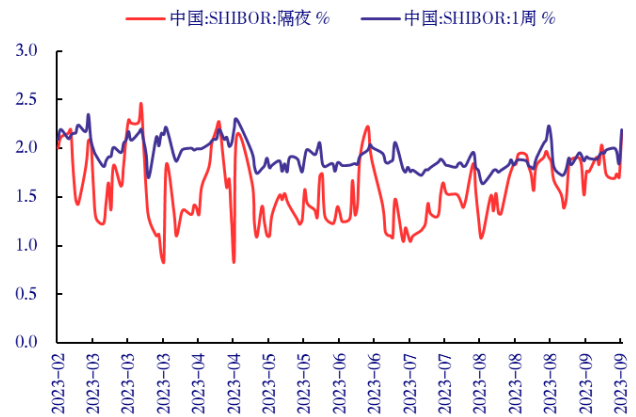
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差下降



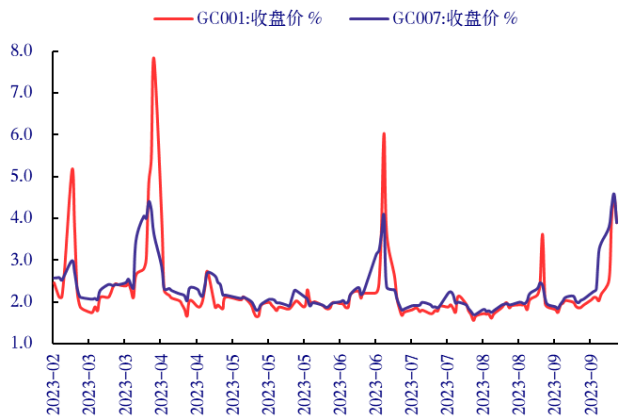
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: SHIBOR007 与隔夜利差下降



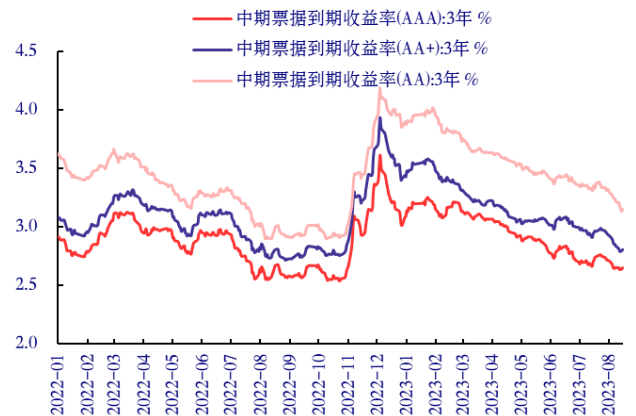
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 上证所国债回购利率上行



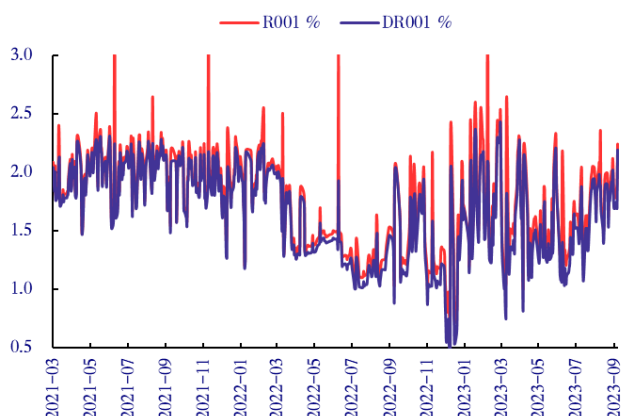
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 信用利差连续两个月收窄



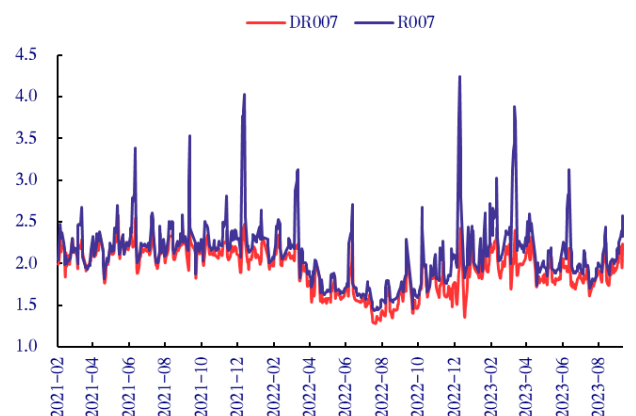
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: R001 和 DR001 利差缩小至 5BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: R007 和 DR007 利差上升至 33BP (%)



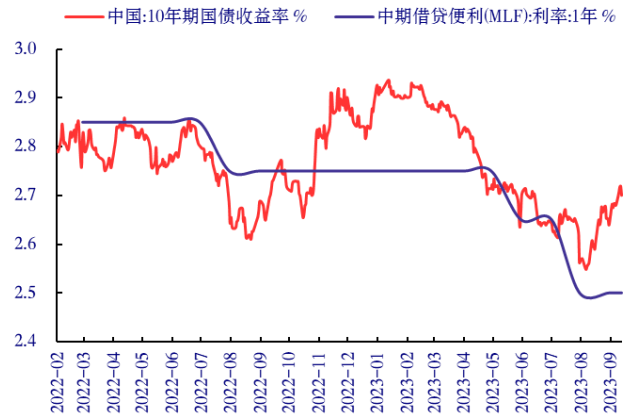
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 同业存单发行利率



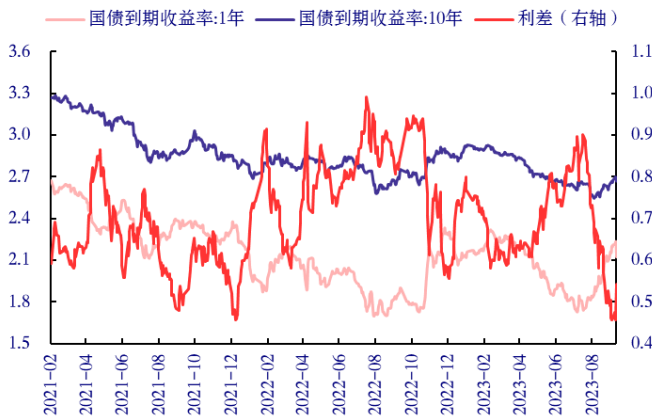
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与MLF利率



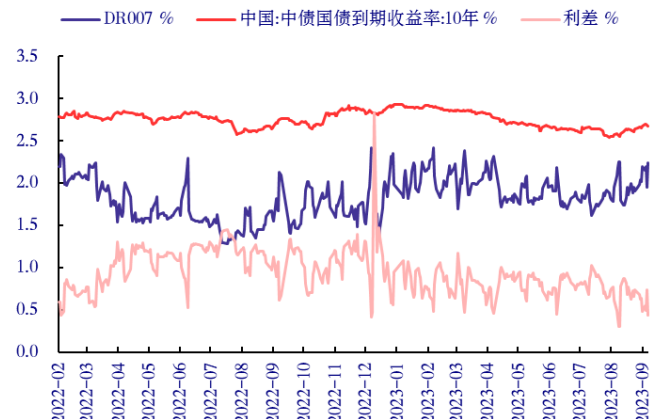
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 国债收益率利差扩大, 处于历史较低水平 (%)



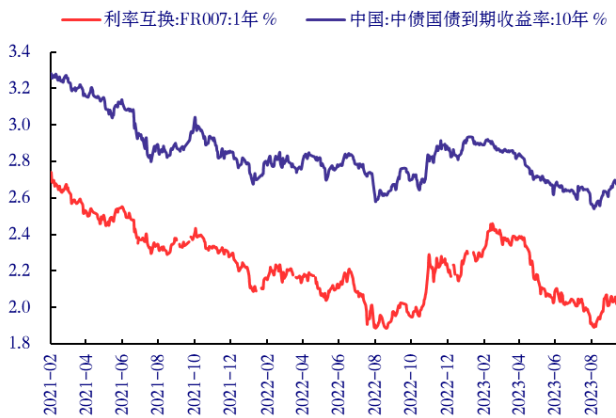
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 10年期国债收益率与DR007利差回落至44BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 1年期FR007利率与10年国债收益率利差基本持平, 66BP



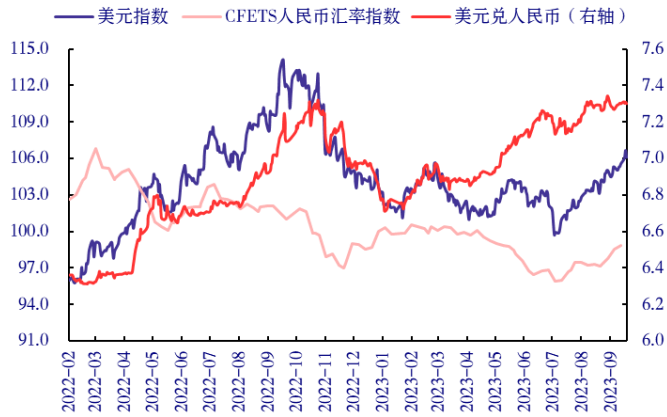
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 一年期FR007小幅下行至2.02%



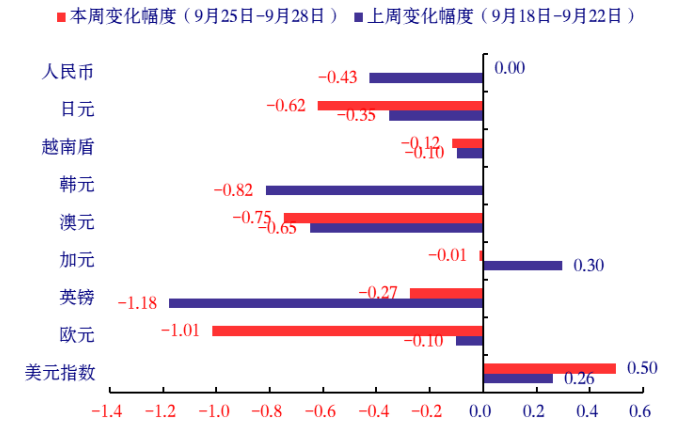
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 美元走强, 上升至 106.1



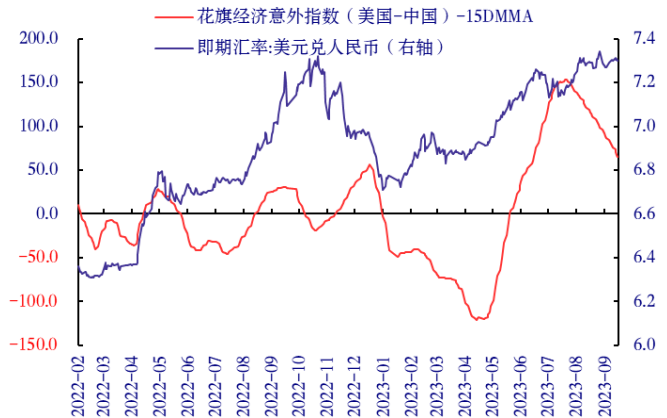
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 非美货币大多贬值 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 花旗经济意外指数差值继续收窄



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 本周四人民币汇率收盘价偏离中间价 1.68%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 2: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 3: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 4: 央行公开市场逆回购操作公开市场净投放 11570 亿元 (亿元)	4
图 5: 10 月 MLF 到期量 5000 亿元 (亿元)	4
图 6: 银行间质押式回购日均成交量缩减至约 5.74 万亿 (亿元)	4
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 3010 亿 (亿元)	4
图 8: DR007 冲高至 2.2358 % (%)	4
图 9: SHIBOR007 上行至 2.1950%	4
图 10: DR007 与 DR001 利差下降	5
图 11: SHIBOR007 与隔夜利差下降	5
图 12: 上证所国债回购利率上行	5
图 13: 信用利差连续两个月收窄	5
图 14: R001 和 DR001 利差缩小至 5BP	5
图 15: R007 和 DR007 利差上升至 33BP (%)	5
图 16: 同业存单发行利率	6
图 17: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	6
图 18: 国债收益率利差扩大, 处于历史较低水平 (%)	6
图 19: 10 年期国债收益率与 DR007 利差回落至 44BP	6
图 20: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差基本持平, 66BP	6
图 21: 一年期 FR007 小幅下行至 2.02%	6
图 22: 美元走强, 上升至 106.1	7
图 23: 非美货币大多贬值 (%)	7
图 24: 花旗经济意外指数差值继续收窄	7
图 25: 本周四人民币汇率收盘价偏离中间价 1.68%	7

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn