



Research and
Development Center

回归降息的初心

—— 10月流动性展望

2023年10月7日

李一爽 固定收益首席分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

回归降息的初心——10月流动性展望

2023年10月7日

- 8月政府存款超预期下降,但超储率环比仅小幅上升0.1pct至1.1%,低于我们的预期1.3%,我们认为这主要受到了央行其他负债上升与其他资产下降的影响。从历史上看,央行其他负债与其他资产科目的变化与汇率的变动并无明确的规律可循,将这些科目的变化理解为央行在汇率市场的操作证据并不充分。境内市场流动性的收紧对于缓解汇率压力的作用有限,在央行强调以其政策为主导的状态下,我们认为汇率因素并非8月超储率低于预期以及降息后资金面边际收紧的主要原因。
- 9月广义财政赤字规模或较往年同期偏高,尽管国债发行提速推动政府债净融资规模回升,但我们预计9月政府存款仍将下降约5600亿元,略高于季节性水平,对流动性带来支撑;9月信贷投放回升或带动银行缴准规模增加2400亿,以及货币发行季节性增加,将成为超储的主要消耗;而外汇占款对流动性的影响我们认为仍然有限。公开市场方面,9月中旬降准25BP落地以及MLF超量续作释放了超过7000亿的中长期资金,叠加逆回购净投放9180亿元,我们预计9月超储率环比大幅上升0.6pct至1.7%,略高于往年同期均值。
- 9月资金面中枢抬升且波动加大,尤其是在月初就显著收紧,这背后可能还是央行在防资金空转的要求下,防止隔夜利率过低,因此引导银行融出规模下降,但这又造成了DR007持续高于政策利率。尽管9月降准反映了平抑资金面波动的目标,但无法完全对冲资金缺口,季末资金面仍然依赖央行逆回购的大规模净投放,且由于机构跨季进度偏慢,股份行与城商行融出下降,季末跨季资金价格仍然偏贵。尽管DR007在9月显著抬升,但Q3全季DR007与OMO利率之差仍在5BP以内,与23Q1及Q2的状态大致相当,这也显示央行可能并未放弃资金利率在政策利率附近的操作框架。
- 展望10月,随着专项债发行进入收尾阶段,以及特殊再融资债重启,我们预计10月地方债净融资额或约7600亿元,并且10月通常为财政支出小月,我们预计政府存款或将环比增加8900亿元,对流动性环境带来一定的负面影响;但国庆假期后现金的回流效应、缴准基数季节性回落仍将对资金面形成一定支撑。而在公开市场方面,9月末逆回购余额创下历史新高,10月有5000亿MLF到期,我们预计MLF仍将延续超量续作,同时净回笼逆回购10000亿元左右,则10月超储率或环比下降0.5pct至1.2%,基本持平于往年同期均值。
- 在9月的持续收紧后,市场对于10月资金面的预期转向悲观,但如果紧张状态在10月持续,这背后可能存在央行在宏观层面的目标。但是央行近期强调“促进物价低位回升”,境内隔夜利率走高对汇率影响有限,如果基本面环境并未显著变化,防范空转套利带来的紧张状态也不会持续太久。
- 资金面的紧张在降息前就已经开始,换言之9月资金面的状态可能在降息时就在央行的预期之内,但央行仍在8月进行了降息,而DR007的季度均值也并未与OMO利率明显偏离,显示央行的政策框架尚未变化。在这样的状态下,如果10月资金面持续收紧,央行的降息似乎就失去了意义。近期央行强调“持续营造适宜的货币金融环境”、“搞好逆周期和跨周期调节”,货币政策基调也并没有调整的迹象,考虑维持银行息差仍是政策重要的方向,在降低银行负债成本的要求下,资金面也难以出现持续性的收紧。
- 因此,尽管10月资金面仍然存在一定的外生扰动,税期与月末时点相距较近,资金面在月末可能仍然会出现一定的波动,但超储率并不会回到极端低位,回归央行8月降息的初心,DR007的均值在10月也有望回归1.8%附近,这需要银行融出的恢复,而这也意味着隔夜利率相对9月大概率也将明显走低。
- 风险因素:财政投放力度不及预期、货币政策不及预期。

目录

一、汇率因素是否可以解释 8 月超储低于预期以及流动性的收紧？	4
二、9 月降准落地后缺口仍需逆回购补充 机构跨季偏缓资金延续紧张态势	6
三、10 月超储率或降至中性水平 但资金利率中枢或将有所回落	10
风险因素	14

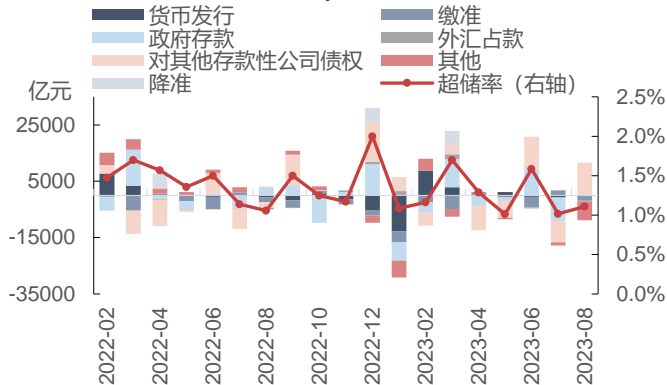
图目录

图 1: 8 月超储率环比回升 0.1pct 至 1.1%	4
图 2: 8 月超储率与往年同期均值基本持平	4
图 3: 8 月广义财政赤字规模高于季节性水平	4
图 4: 8 月央行对其他存款性公司债权增幅略低于公开市场操作规模	4
图 5: 央行其他资产与其他负债通常反向变动	5
图 6: 其他资产与其他负债的变动与实际中间价和理论中间价之差	5
图 7: 2022 年下半年开始 HIBOR 隔夜利率明显高于 SHIBOR 隔夜利率	5
图 8: 9 月地方债发行规模明显不及预期	6
图 9: 9 月关键期限与贴现国债的发行规模明显上升	6
图 10: 8 月新增人民币贷款规模创历史同期新高	7
图 11: 9 月以来国股转贴现票据利率大幅回升	7
图 12: 9 月末逆回购余额创年内新高	7
图 13: 9 月初资金面就出现了显著的收紧	8
图 14: 银行刚性净融出在 9 月初的恢复后再度走低	8
图 15: 9 月各机构资金跨季进度较往年同期偏慢	9
图 16: 9 月基金公司跨季进度明显偏慢	9
图 17: 9 月末资金缺口指数明显上升	9
图 18: 23Q3 DR007 利率均值仍在 OMO 利率 5BP 以内	9
图 19: 10 月货币发行通常季节性下降	10
图 20: 9 月人民币汇率持稳	10
图 21: 部分省市已公布四季度地方债发行计划	11
图 22: 专项债发行已接近尾声	11
图 23: 预计 10 月地方债净融资规模较大	11
图 24: 若 10 月央行逆回购净回笼约 10000 亿元、MLF 超额续作 1000 亿元, 超储率或回落至约 1.2% (单位: 亿元)	12
图 25: 银行对其他金融机构债权同比增速、社融-M2、存单、MLF 利率走势 (%)	13
图 26: 2023 年 10 月资金日历	14

一、汇率因素是否可以解释 8 月超储低于预期以及流动性的收紧？

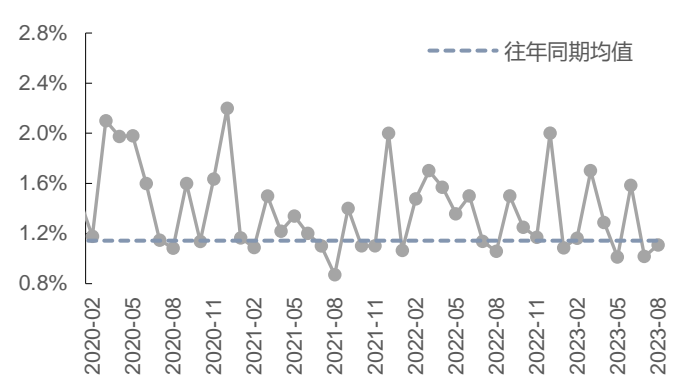
8 月政府存款超预期下降，但超储率环比仅小幅上升 0.1pct 至 1.1%，低于我们的预期 1.3%，我们认为这主要受到了央行其他负债上升与其他资产下降的影响。根据央行 8 月资产负债表数据测算，2023 年 8 月超储率环比小幅上升 0.1pct 至 1.1%，与往年同期均值基本持平。但在央行逆回购投放规模超万亿，政府存款又出现回落的状态下，这样的升幅低于预期，这主要是由于央行资产负债表中其他负债项的大幅上升与其他资产项的下降所致。具体来看，8 月一般公共预算收入同比增速转负，一般公共预算支出同比增速大幅回升，广义财政赤字规模达到 9900 亿元，为近年同期的最高水平，政府存款环比下降 449 亿，明显低于我们的预期；8 月央行对其他存款性公司债权上升 11053 亿元，略低于其通过常规工具投放的流动性 11582 亿元以及我们的预期；8 月信贷投放走强使得法定存款准备金环比增加 1525 亿元，略高于我们之前的估计，货币发行和外汇占款的影响有限。如果按照五因素模型计算，8 月超储规模应当上升约 9400 亿，甚至高于我们的预期，但央行实际公布的数据仅增长约 2700 亿，这使得 8 月超储率低于我们预期的 1.3%，仅升至 1.1%。如果观察央行资产负债表，可以发现二者的差异主要是由于央行其他负债的大幅上升和其他资产的大幅下降所致，二者的变动幅度分别达到了 2500 亿元与 2100 亿元。

图 1：8 月超储率环比回升 0.1pct 至 1.1%



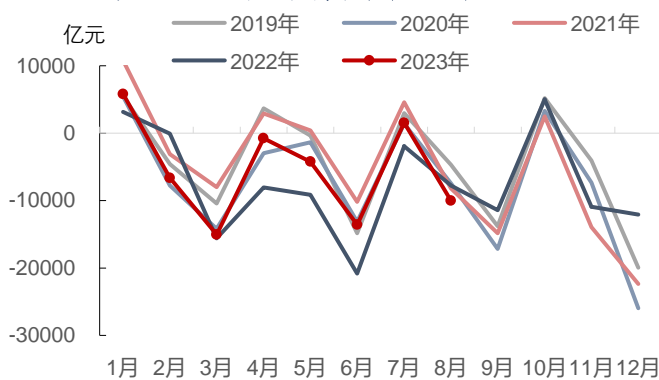
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：8 月超储率与往年同期均值基本持平



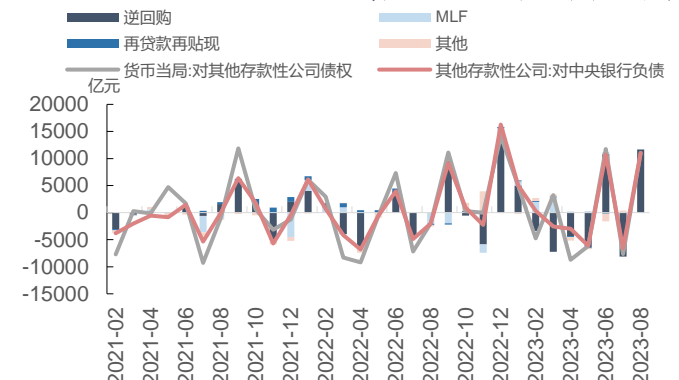
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：8 月广义财政赤字规模高于季节性水平



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 4：8 月央行对其他存款性公司债权增幅略低于公开市场操作规模



资料来源：万得，信达证券研发中心

从历史上看，央行其他负债与其他资产科目的变化与汇率的变动并无明确的规律可循，将这些科目的变化理解为央行在汇率市场的操作证据并不充分。有观点认为，这两个科目的变化可能反映了央行通过货币掉期业务释放美元回收人民币的操作。如果我们用当日人民币中间价与通过一篮子货币变动推算的理论中间价之差，衡量央行逆周期调节的意愿，可以发现近期央行对于汇率调节的意愿确实是 2018 年以来最大的，但这并不意味着央行通过衍生工具对于汇率进行了干预。如果央行指导商业银行在离岸市场进行了释放美元回收人民币的操作，这不会对超储率产生影响，甚至境内人民币供给可能还会有所增加，即便央行进行了相关操作，这也未必会在

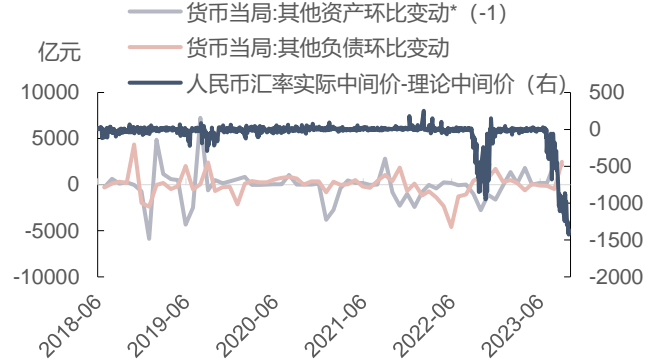
其他资产与其他负债的科目上显示。事实上，在其他理论中间价与实际中间价偏差增大的时期，其他负债与其他资产科目的变化并无明确的规律可循。央行官员在 2019 年 2 月的新闻发布会上曾对“其他资产”的变化进行过解释，2018 年 12 月其他资产科目大幅上升超过 5000 亿，但 2019 年 1 月与 2 月又出现了快速回落，央行指出这一科目是未单独列示的资产科目集合，主要是一些杂项资产项目和应收暂付项目，这些项目中有不少会有季节性变动的特点。而与今年 8 月的贬值不同，在 2018 年 12 月-2019 年 2 月期间，人民币在前期的持续贬值后也出现了明显的反弹，似乎与当前的情况不同。

图 5：央行其他资产与其他负债通常反向变动



资料来源：万得，信达证券研发中心

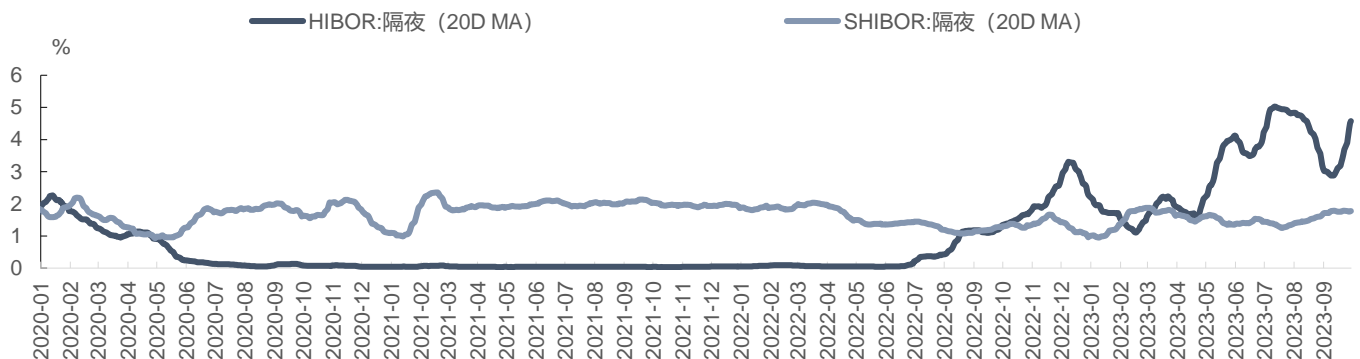
图 6：其他资产与其他负债的变动与实际中间价和理论中间价之差



资料来源：万得，信达证券研发中心

境内市场流动性的收紧对于缓解汇率压力的作用有限，在央行强调以其政策为主导的状态下，我们认为汇率因素并非 8 月超储率低于预期以及降息后资金面边际收紧的主要原因，其他资产与其他负债变动的因素后续可进一步跟踪。事实上，判断汇率因素对于超储乃至流动性影响的核心，还是在于理解境内市场的流动性究竟是被央行当作一种政策工具，还是为实现其他目的而出现的结果。不论是近年来央行将 LPR 与 MLF 利率挂钩，还是将存款利率与债券市场利率挂钩的举措，都显示了央行推动利率并轨，通过其控制力较强的货币市场利率变动引导存贷款利率变动的目标，因此我们认为境内市场的流动性更多还是被当作一种政策工具。尽管当前境内市场 1.8% 的 OMO 利率显著低于美联储 5.25%-5.5% 的政策区间，但是由于缺乏套利套汇的渠道，即便国内的隔夜利率从 1.5% 升至 2%，这本质上对于汇率的影响极其有限。事实上，从 2022 年中以来离岸市场 HIBOR 隔夜利率就已经明显高于境内市场，但这也并没有对于境内市场的整体宽松造成冲击。在央行强调以其政策为主导的状态下，我们认为汇率因素并不是 8 月超储率低于预期以及降息后资金面边际收紧的主要原因，其他资产与其他负债科目的变化可能更多还是暂时性的，后续可以进一步跟踪。

图 7：2022 年下半年开始 HIBOR 隔夜利率明显高于 SHIBOR 隔夜利率



资料来源：万得，信达证券研发中心

二、9月降准落地后缺口仍需逆回购补充 机构跨季偏缓资金延续紧张态势

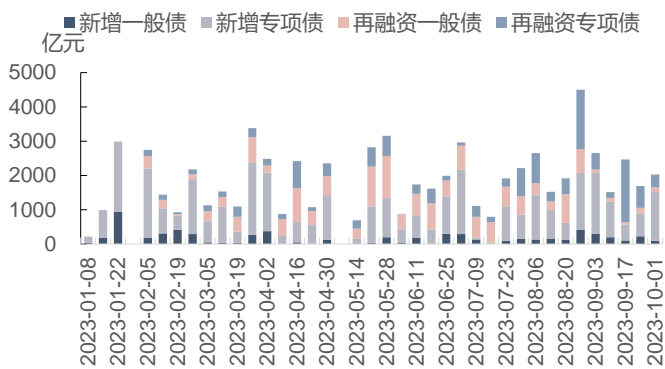
9月广义财政赤字规模或较往年同期偏高，尽管国债发行提速推动政府债净融资规模回升，但我们预计9月政府存款仍将下降约5600亿元，略高于季节性水平，对流动性带来支撑；9月信贷投放回升或带动银行缴准规模增加2400亿，以及货币发行季节性增加，将成为超储的主要消耗；而外汇占款对流动性的影响我们认为仍然有限。公开市场方面，9月中旬降准25BP落地以及MLF超量续作释放了超过7000亿的中长期资金，叠加逆回购净投放9180亿元，我们预计9月超储率环比大幅上升0.6pct至1.7%，略高于往年同期均值。

具体从影响超储率的几个因素来看：

9月货币发行或增加约2800亿元，对流动性拖累增加。在临近国庆假期的影响下，9月货币发行通常呈季节性上升，考虑今年为疫情结束后首个完整的十一假期，且国庆与中秋时间重合，我们预计今年9月货币发行消耗将在历史峰值附近，将增加2800亿元左右，对流动性带来拖累。

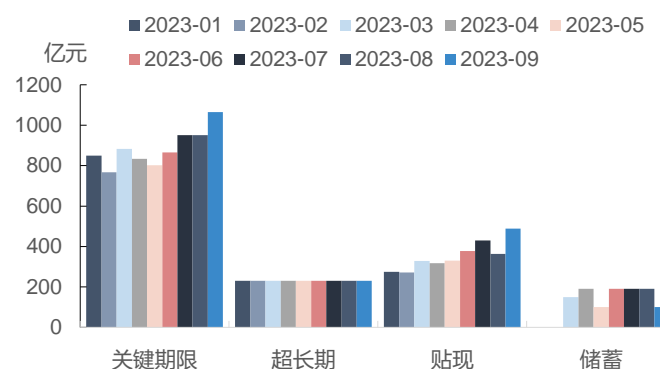
9月政府债净融资规模环比下降2815亿元至9536亿元，但仍接近历史同期最高水平。9月地方债发行进度明显偏慢，尽管8月28日《国务院关于今年以来预算执行情况的报告》指出“今年新增专项债券力争在9月底前基本发行完毕”，但9月新增专项债发行规模仅为3569亿元，明显低于剩余7100亿的额度，全月地方债累计发行7701亿，较8月大幅下降5388亿元，考虑到到期6235亿元后，净融资约1466亿元。与此同时，国债发行有所提速，9月国债发行规模上升至1.20万亿，创年内新高，考虑到到期3953亿元后，净融资规模8070亿元，其中关键期限付息国债、贴现国债平均发行规模分别为1065元/期、488亿元/期，均处于历史较高水平，且在计划外额外发行了一期5Y期国债，规模为1150亿元。9月国债发行规模的提升以及计划外的发行可能是财政部为了平滑政府债供给的节奏，可能将四季度国债的发行部分前置，为后续地方债的发行进行准备。整体来看，9月政府债发行规模约1.97万亿，净融资规模约9536亿，较8月下降2815亿元，但仍接近历史同期最高水平。

图8：9月地方债发行规模明显不及预期



资料来源：万得，信达证券研发中心

图9：9月关键期限与贴现国债的发行规模明显上升



资料来源：万得，信达证券研发中心

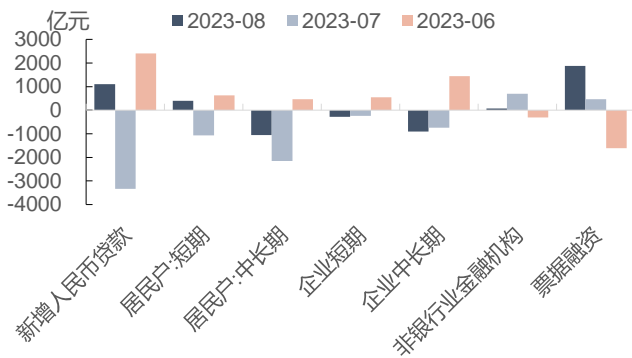
财政收入方面，受去年同期留抵退税接近尾声带动基数走高的影响，8月一般公共预算收入同比增速下降4.6%，较前值回落6.5pct，仅完成全年预算目标的5.7%，较近年同期水平明显偏低，考虑9月生产旺季来临经济出现一定改善迹象，我们预计9月一般公共预算收入进度或有所加速，同比增速回升；8月政府性基金预算收入同比降幅扩大至-18.5%，完成全年预算目标的6.9%，为近年同期最低水平，而9月重点城市土地出让频次明显较少，土地成交规模大幅回落，我们预计政府性基金预算收入同比降幅进一步扩大，则9月广义财政收入约2.05万亿。

财政支出方面，8月一般公共预算支出同比增长7.2%，增速实现回正，单月进度7.2%为近年最高，显示财政支出力度提升，这也与《国务院关于今年以来预算执行报告的情况》提出的“合理加快财政支出进度”相互印证，我们预计9月一般公共预算支出规模或较去年同期小幅增加；8月政府性基金预算支出同比下降10.1%，降幅较上月收窄25.7pct，主要受到专项债发行放量的支撑，考虑三季度专项债发行规模远高于去年同期，我们预计9

月政府性基金预算支出同比增速将转正。综合来看，我们预计9月广义财政支出约3.81万亿，则9月广义财政赤字约1.77万亿，较往年同期偏高。考虑政府债融资规模后，我们预计9月政府存款或环比下降约5600亿元，处于往年同期偏高水平，对流动性起到重要支撑。

8月新增人民币贷款13600亿，同比多增1100亿，但主要还是受到票据融资的推动，也与8月下旬票据利率虽有所回升，但绝对水平仍然偏低相互印证。而9月以来票据利率持续回升，月末3M期国股转贴现票据利率达到了4月下旬以来的新高，或指向信贷投放进一步提速，我们预计新增信贷规模上升至2.6万亿，但考虑去年同期基数较高，同比多增约1300亿。在考虑非银存款、境外存款和政府存款等因素变化后，我们估计9月缴准基数或环比增加约3.3万亿，而按照降准后7.4%的法定准备金率计算，我们预计9月法定准备金或增加约2400亿元，对流动性影响偏负面。

图 10: 8月新增人民币贷款规模创历史同期新高



资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 11: 9月以来国股转贴现票据利率大幅回升

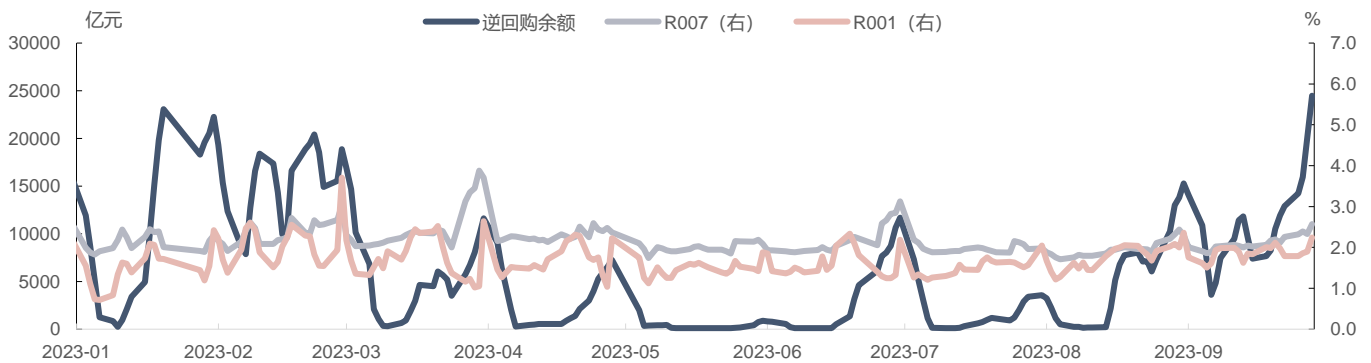


资料来源:万得, 信达证券研发中心

9月外汇占款或延续环比小幅负增，但对流动性影响较为有限。9月以来美元指数持续走强，但人民币兑美元汇率仍维持在7.2附近窄幅震荡，但我们预计9月外汇占款仍然变动较小，对流动性的影响较为有限。

公开市场方面，9月14日央行宣布下调金融机构存款准备金率0.25个百分点，我们预计可释放中长期资金约5500亿元；9月有4000亿MLF到期，央行超额续作1910亿，创今年4月以来新高；在逆回购方面，央行在9月15日时隔8个月重启14天期逆回购，且跟随前期7D逆回购下调操作利率20BP至1.95%，全月净投放逆回购9180亿，逆回购余额超过2.4万亿，创下了今年以来的新高；此外，仅小部分结构性政策工具按月操作，我们假设9月投放规模约150亿左右。综合来看，我们预计9月央行对其他存款性公司债权环比增加约1.1万亿，对应9月超储率约1.7%，较8月环比大幅上升约0.6pct，也高于往年同期均值约0.1pct。

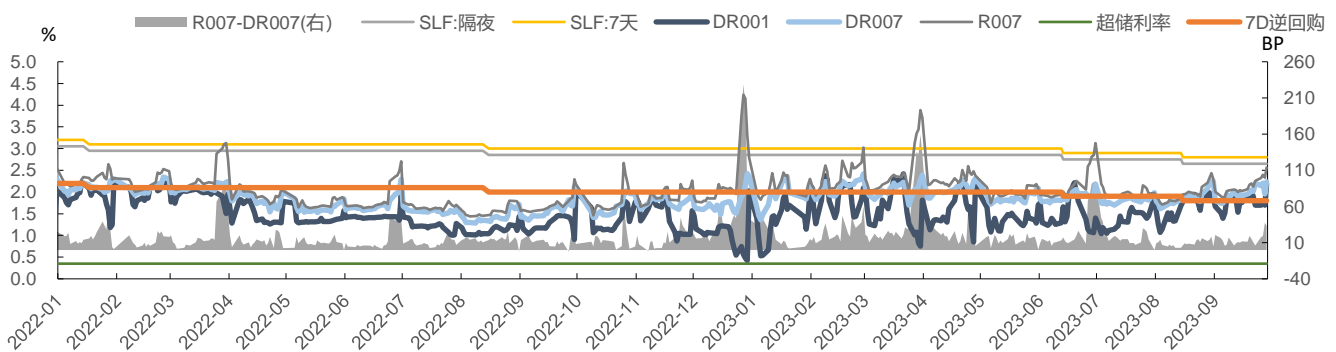
图 12: 9月末逆回购余额创年内新高



资料来源:万得, 信达证券研发中心

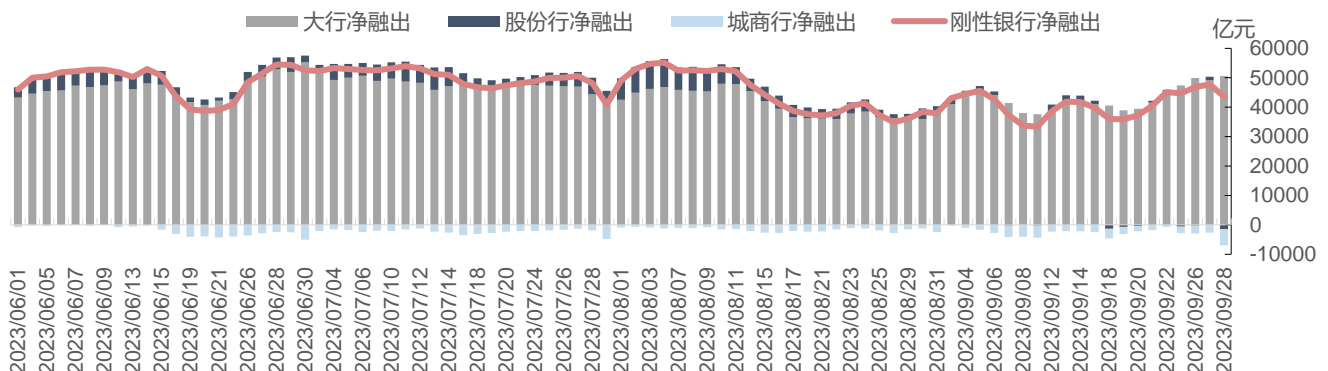
9月资金面出现了中枢抬升且波动加大的特征，尤其是在月初就显著收紧，这背后可能还是央行在防资金空转的要求下，防止隔夜利率过低，因此引导银行融出规模下降，但这又造成了DR007持续高于政策利率。8月降息后资金面边际收紧的态势在9月仍在延续，且资金利率在月初就显著抬升。月初资金面收紧的直接触发因素是月初逆回购的大规模到期，但3月上旬同样存在信贷扩张、政府债缴款等因素扰动，且月初逆回购到期规模更大，但资金面也并未出现这样的收敛。而月初资金面的收紧发生在9月5日尾盘之后，当日R001已降至1.5%附近，此后隔夜利率持续走高，而银行融出规模也明显下滑，这可能反映了央行在防空转的政策要求下，防止隔夜利率过低，因此引导银行融出规模下滑。但是在当前非银需求已经明显抬升的状态下，DR007维持在政策利率附近所需要的银行融出已经出现了系统性的抬升，因此银行融出的下降使得9月6日后DR007就持续位于政策利率之上，全月DR007均值达到了1.97%，明显高于1.8%的政策利率。

图 13：9月初资金面就出现了显著的收紧



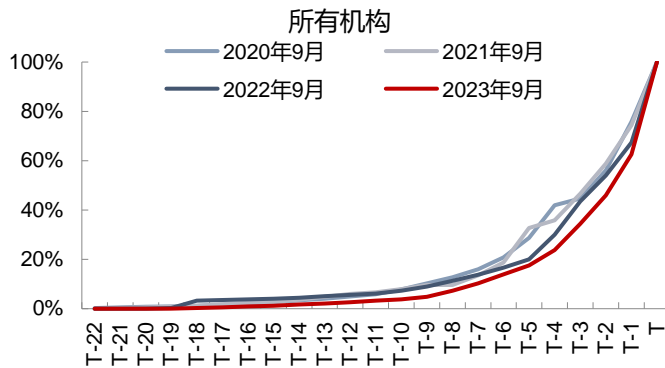
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：银行刚性净融出在9月初的恢复后再度走低

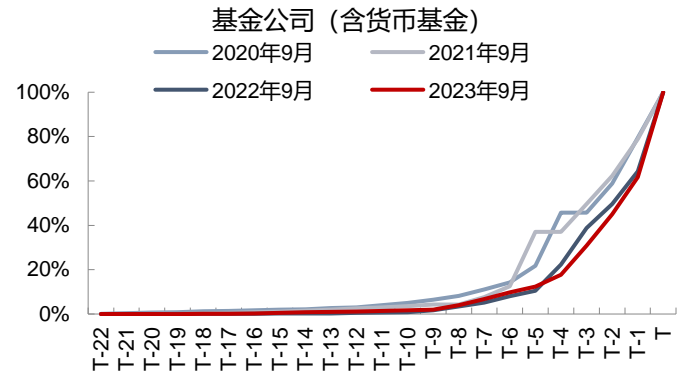


资料来源：万得，信达证券研发中心

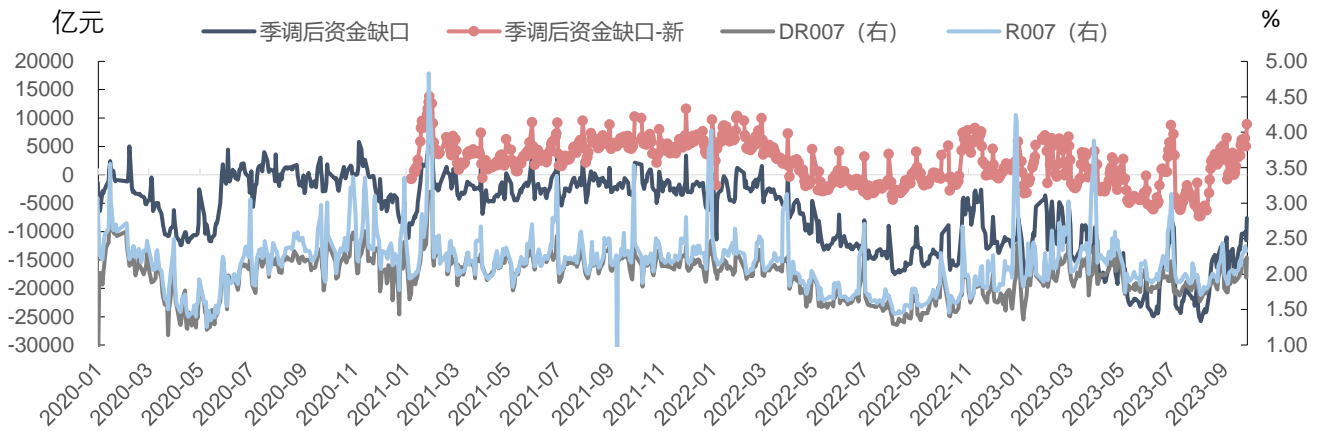
尽管9月降准反映了平抑资金面波动的目标，但无法完全对冲资金缺口，季末资金面仍然依赖央行逆回购的大规模净投放，且由于机构跨季进度偏慢，股份行与城商行融出下降，季末跨季资金价格仍然偏贵。在资金面偏紧的状态下，央行在9月14日宣布进行年内第二次降准，且在次日即落地，这是相对罕见的情况，相对于以往降准补充信贷扩张所消耗的超储的目的，本次降准的突然落地还是在一定程度上反映了央行平抑资金面收紧的目的。但即便考虑降准落地补充的5500亿中长期流动性，也无法使超储率回到季末平均的大约1.6%的水平，因此季末资金面仍然依赖于央行逆回购的大规模投放。而另一方面，9月机构资金跨季进度总体偏慢，这一方面是由于20/21年国庆节后首个工作日为周五，而22年和今年均为周六，非银机构跨季所需资金期限偏长，更多非银机构等待9月最后一周以14天资金跨季；另一方面，受中秋与国庆假期重叠的影响，9月最后一周仅4个工作日，这使得今年9月跨季进度进一步放缓；此外，在9月末，尽管在央行大规模逆回购投放之下，大行融出规模显著回升，但股份行与城商行的融出明显偏低，而非银融入需求降幅有限，我们跟踪的季调后资金缺口指数在跨季当日也创下了近年同期的最高水平。在这些因素的影响下，季末跨季资金价格仍然明显偏贵。

图 15: 9月各机构资金跨季进度较往年同期偏慢


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 16: 9月基金公司跨季进度明显偏慢


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 17: 9月末资金缺口指数明显上升


资料来源:万得, 信达证券研发中心

尽管 DR007 在 9 月显著抬升, 但 Q3 全季 DR007 与 OMO 利率之差仍在 5BP 以内, 与 23Q1 及 Q2 的状态大致相当, 这也显示央行可能并未放弃资金利率在政策利率附近的操作框架。尽管 9 月全月资金面显著收紧, DR007 均值高于政策利率 17BP, 但考虑 8 月降息前 DR007 明显低于政策利率, 因此从 Q3 全季来看, DR007 的均值 1.88% 以上与全季 OMO 利率 1.85% 的均值相比, 利差仍然保持在央行强调资金利率围绕政策利率为中枢波动时, DR007 季度均值与 OMO 利差维持在 5BP 以内的经验规律之内, 与 23Q1 及 Q2 的状态大致相当, 这也显示央行可能并未放弃资金利率在政策利率附近的操作框架。

图 18: 23Q3 DR007 利率均值仍在 OMO 利率 5BP 以内

单位: %		20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3
DR007-7D OMO	均值	-0.31	-0.54	-0.05	-0.04	0.01	-0.04	-0.04	-0.04	-0.02	-0.38	-0.53	-0.26	0.03	-0.05	0.03
	波动率	0.31	0.32	0.13	0.24	0.32	0.15	0.13	0.12	0.10	0.16	0.18	0.21	0.22	0.15	0.19
R007-DR007	均值	0.21	0.10	0.18	0.34	0.20	0.09	0.08	0.22	0.20	0.13	0.12	0.30	0.32	0.22	0.14
	波动率	0.13	0.14	0.12	0.21	0.30	0.17	0.32	0.34	0.20	0.11	0.05	0.43	0.33	0.21	0.09
DR007-DR001	均值	0.53	0.35	0.35	0.57	0.31	0.19	0.16	0.24	0.17	0.29	0.32	0.47	0.41	0.47	0.29
	波动率	0.24	0.27	0.34	0.45	0.30	0.16	0.17	0.24	0.21	0.12	0.15	0.38	0.37	0.27	0.20
R007-R001	均值	0.65	0.38	0.46	0.81	0.36	0.22	0.19	0.39	0.30	0.35	0.35	0.63	0.55	0.56	0.30
	波动率	0.24	0.33	0.39	0.52	0.46	0.30	0.41	0.54	0.34	0.21	0.16	0.71	0.60	0.36	0.23

资料来源:万得, 信达证券研发中心

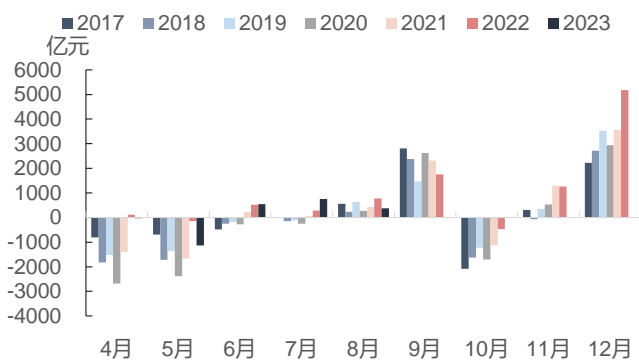
三、10月超储率或降至中性水平 央行或回归8月降息的初心

展望10月，随着专项债发行进入收尾阶段，以及特殊再融资债重启，我们预计10月地方债净融资额或约7600亿元，并且10月通常为财政支出小月，我们预计政府存款或将环比增加8900亿元，对流动性环境带来一定的负面影响；但国庆假期后现金的回流效应、缴准基数季节性回落仍将资金面形成一定支撑。而在公开市场方面，9月末逆回购余额创下历史新高，10月有5000亿MLF到期，我们预计MLF仍将延续超量续作，同时净回笼逆回购10000亿元左右，则10月超储率或环比下降0.5pct至1.2%，基本持平于往年同期均值。

10月货币发行或减少约1800亿，对流动性有所支撑。随着国庆长假结束，节前漏出的现金将部分回流至银行体系，10月货币发行通常呈季节性下降，参考历史均值，我们预计今年10月货币发行将减少约1800亿元左右，对流动性产生正面影响。

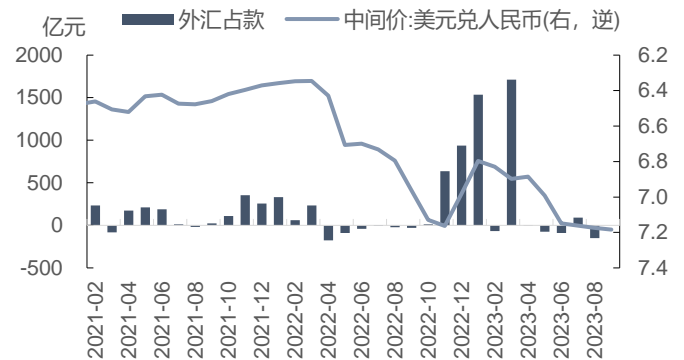
9月25日央行召开2023年三季度货币政策例会，在汇率方面新增了“校正背离”的表述，并且将二季度货币政策执行报告中“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏”调整为“坚决对单边、顺周期行为予以纠偏”，其稳定汇率的态度更为强烈，但我们预计仍不会对于汇率进行直接干预，我们预计10月外汇占款对流动性的影响仍然较为有限。

图 19: 10月货币发行通常季节性下降



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 20: 9月人民币汇率持稳



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

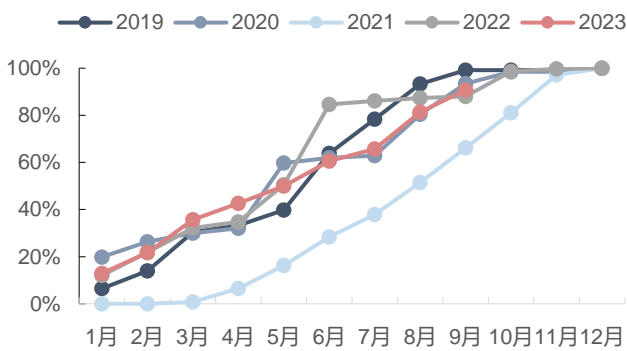
我们预计2023年10月政府债净融资或约6800亿，较9月减少约2700亿，但仍处于近年同期偏高水平。地方债方面，今年前三季度新增专项债累计发行3.45万亿，年内剩余额度约3500亿元，我们预计其中部分将在10月发行，规模达到1500亿左右；而全年新增一般债剩余额度约700亿，近3年10月新增一般债发行规模占四季度比重在75%左右，假设10月发行新增一般债约500亿元；此外，9月26日内蒙古自治区政府公布拟在10月9日发行3期再融资一般债，金额共计663.2亿元，募集资金全部偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款，这也标志着7月政治局会议提出“一揽子化债方案”指向的特殊再融资债券将在10月份正式重启。考虑内蒙古我们假设10月特殊再融资债发行4000亿，以及参考地方债到期分布和已公布的计划，我们估计10月再融资债发行规模或达到7500亿元左右。综合来看，10月地方债发行规模或约9500亿，考虑到到期规模1937亿元，我们预计10月地方债净融资规模或约7600亿元，较9月增加约6100亿元。

图 21: 部分省市已公布四季度地方债发行计划

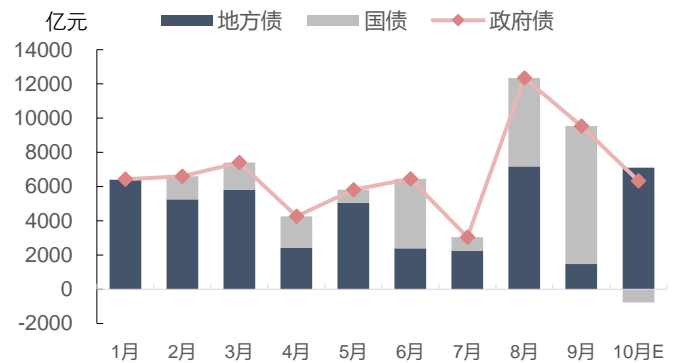
日期	2023-10				2023-11				2023-12			
	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)	新增一般债(亿)	新增专项债(亿)	再融资一般债(亿)	再融资专项债(亿)
北京			3	8								219
河北		62										60
山西	7	25	16	7			70	48			7	
黑龙江		12										
江苏		423										
浙江							163	91	20		33	66
宁波							12	7				
山东	5	276										
广西	9											
海南							27	13				
贵州					9	166	101	44				
云南							17					
甘肃		180										
宁夏	5	17										
广东				16							16	33
合计	26	995	19	30	9	166	390	203	20	0	57	377

资料来源:企业预警通, 信达证券研发中心

国债方面, 2023 年中央财政赤字 3.16 万亿, 我们预计全年国债净融资可能大致与中央财政赤字持平或者略低。由于今年前三季度国债净融资规模 2.37 万亿, 我们预计四季度国债净融资或约 6000 亿元左右。而考虑截至目前四季度国债到期规模已达 1.8 万亿, 10、11 月还将发行 3 期年内到期的贴现国债。而根据财政部官网公布的四季度国债发行计划, 10 月计划发行 6 期关键期限国债、1 期超长国债、7 期贴现国债和 2 期储蓄国债。而在 9 月计划外发行后, 10 月的 5 年期国债仍为新发, 但 9 月计划外的发行仍可能是为了平滑政府债发行节奏, 减轻特殊再融资债集中发行影响的相关操作。我们预计四季度国债发行规模将达到 2.5 万亿, 较今年一、二季度有所上升, 但较三季度下降。基于这一假设, 我们预计 10 月关键期限国债约 850 亿/期, 超长国债约 230 亿/期, 贴现国债约 350 亿/期, 储蓄国债约 190 亿/期, 则预计 10 月国债发行规模或在 8200 亿元左右, 但由于到期规模 8930 亿元为年内最高, 因此 10 月国债或净偿还约 800 亿元。

图 22: 专项债发行已接近尾声


资料来源:万得, 信达证券研发中心

图 23: 预计 10 月地方债净融资规模较大


资料来源:万得, 信达证券研发中心

整体来看, 10 月政府债发行规模或达到 1.8 万亿, 考虑到到期 1.1 万亿后, 10 月政府债净融资或约 6800 亿, 较 9 月减少约 2700 亿, 但仍处于近年同期偏高水平。

财政收入方面, 近期高频数据显示经济出现一定改善, 但修复的斜率不高, 并且财政部仍在积极推动减税降费帮助企业纾困, 我们预计 10 月一般公共预算收入规模或与去年同期基本持平; 尽管 8 月底以来核心城市陆续出台“认房不认贷”、降低首付、限购松绑等地产利好政策, 但 9 月新房与二手房销售面积相较于历史同期水平

仍然不高，反映了从政策放松到全国范围内信心的改善也需要时间，房企拿地意愿短期大幅回暖的可能性仍然较低，我们预计土地成交规模将小幅回升，10月政府性基金预算收入同比降幅略有收窄，则10月广义财政收入约2.56万亿。**财政支出方面**，我们预计一般公共预算支出仍然保持较高强度，同时“用于项目建设的专项债券资金力争在10月底前使用完毕”也将对政府性基金预算支出带来一定支撑，我们预计10月政府性基金预算支出较去年同期有所增长，因此10月广义财政支出或约2.36万亿。综合来看，我们预计10月广义财政盈余或约2100亿，略低于往年同期水平。但考虑今年10月政府债净供给规模偏高，政府存款或环比上升8900亿，与往年同期均值接近。

信贷方面，央行2023年三季度货币政策例会仍然强调“保持信贷合理增长、节奏平稳”，但由于10月为传统信贷小月，我们预计10月新增人民币信贷或回落至8200亿，同比多增约2000亿；扣除非银存款、境外存款、政府存款等因素影响后，对应2023年10月缴准基数环比下降约1.2万亿，我们预计10月法定准备金或将下降约900亿，对流动性起到一定补充。

公开市场方面，10月有5000亿MLF到期，而11、12月MLF到期规模合计达到1.5万亿，我们预计10月MLF或继续超额续作；9月末逆回购余额为24470亿元，创下历史新高，考虑近年10月逆回购一般以净回笼为主，并且过高的逆回购余额可能导致资金面的脆弱性增加，我们预计10月末逆回购余额或降至约1.4万亿左右，对应净回笼逆回购约10000亿；此外，考虑碳减排支持工具、房企纾困专项再贷款等工具均为按季购买，次月投放，因此10月结构性工具投放规模或相对较大，我们预计有望达到800亿元左右，则10月央行对其他存款性公司债权或将减少约8200亿元。综合来看，我们预计10月超储率环比下降0.5pct至1.2%，与往年同期均值基本持平。

图 24：若 10 月央行逆回购净回笼约 10000 亿元、MLF 超额续作 1000 亿元，超储率或回落至约 1.2%（单位：亿元）

时间	负债端				资产端					其他	超储率估计值
	(-)	(-)	(-)	(+)	(+)						
	货币发行	其他存款性公司存款	政府存款	外汇	对其他存款性公司债权						
环比变化值估计值	MO与库存现金	法定准备金	政府存款	外汇占款	再贷款再贴现	逆回购净投放	MLF净投放	央行政策操作汇总	降准		
2022年8月	783	1603	-3076	-22		-60	-2000	-1945		-555	1.1%
2022年9月	1755	2605	-3310	-31		9580	-2000	11121		1413	1.5%
2022年10月	-476	-1121	9771	10		-580	0	249		1434	1.2%
2022年11月	1260	1904	-1146	636		-5890	-1500	-29		-200	1.2%
2022年12月	5177	1948	-11090	939		14070	1500	14102	5000	-2626	2.0%
2023年1月	12661	3990	6464	1537		4990	790	5035		-6086	1.1%
2023年2月	-8813	2320	3564	-67		-3400	1990	-4777		4172	1.2%
2023年3月	-2923	4844	-9982	1712		-7260	2810	3238	5000	-2671	1.7%
2023年4月	-34	-794	3666	1		-4340	200	-8726		304	1.3%
2023年5月	-1132	722	1032	-73		-6400	250	-6191		-436	1.0%
2023年6月	540	3770	-9143	-89		10820	370	11738		-214	1.6%
2023年7月	750	-1783	8281	91		-8110	30	-7666		-1040	1.0%
2023年8月	377	1525	-449	-151		11710	10	11053		-6772	1.1%
2023年9月-E	2800	2411	-5646	-50	150	9180	1910	11240	5500		1.7%
2023年10月-E	-1800	-912	8914	-50	760	-10000	1000	-8241			1.2%

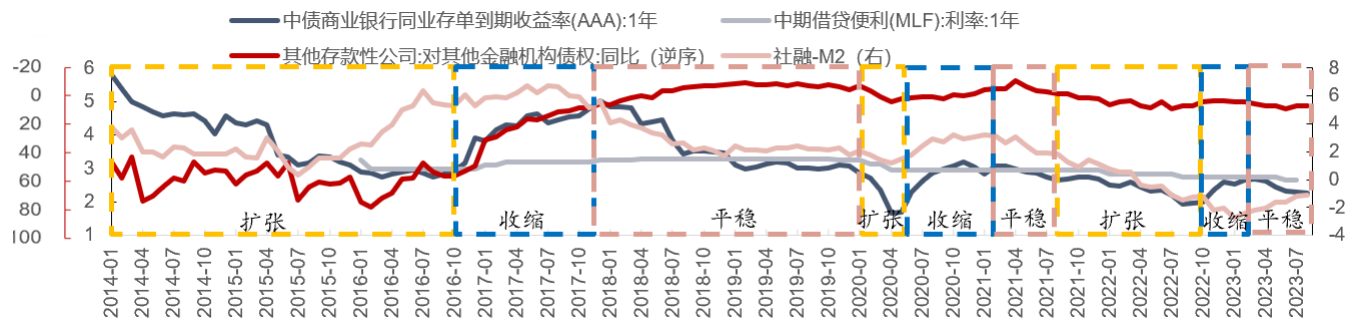
资料来源：万得，信达证券研发中心

在9月的持续收紧后，市场对于10月资金面的预期转向悲观，但如果紧张状态在10月持续，这背后可能存在央行在宏观层面的目标。由于央行存在多重目标的约束，对于资金面的调控意图并不明确，因此市场对于资金面的预期往往基于线性外推，在9月资金面持续紧张后，市场对于10月资金面的主流预期开始逐步转向悲观，认为在信贷扩张、政府债发行以及汇率等因素的约束下，紧张的状态可能持续。但是如果我们将资金面的趋势性变化理解成央行的政策工具之一，若10月资金面的紧张还在持续，那这样的操作背后也应该存在宏观层面的目的。

但是央行近期强调“促进物价低位回升”，境内隔夜利率走高对汇率影响有限，如果基本面环境并未显著变化，防范空转套利带来的紧张状态也不会持续太久。根据央行的表述，2022年10月下旬资金面的收敛，可能是由

于 M2 增速已经持续走高，在防疫政策的调整之下，央行担忧其可能带来的通胀风险进而采取的预防性调整。但是目前来看，CPI 在 8 月刚刚摆脱负增长的状态，央行在三季度货币政策例会中还强调“促进物价低位回升”，因此通胀应当不是央行当前考虑的核心问题。另一方面，尽管央行在 Q3 货币政策例会中对于稳定汇率预期的表述有所强化，但根据我们前文的分析，境内市场隔夜利率的上升对于人民币汇率的影响过于间接，央行也很难通过隔夜利率的调整实现对于汇率的调控目标，因此汇率问题应该也不会是央行调控资金面的核心诉求。如果 8 月降息后资金面的紧张是央行为了防范空转套利的影响，在基本面预期尚未发生显著变化的情况下，这样的影响可能不会持续太久。即便央行如 22 年 11 月那样对资金面进行了快速的收缩，但若实体需求仍然偏弱，那么一旦流动性转松，同业链条仍然会有所扩张，这又会削弱前期收紧的意义，更何况当前从商业银行对其他金融机构债权等指标来看，同业链条的扩张也并不极端。

图 25：银行对其他金融机构债权同比增速、社融-M2、存单、MLF 利率走势（%）



资料来源:万得, 信达证券研发中心

事实上，资金面的紧张在降息前就已经开始，换言之 9 月资金面的收紧在降息时可能就在央行的预期之内，但央行仍在 8 月进行了降息，而 DR007 的季度均值也并未与 OMO 利率明显偏离，显示央行的政策框架尚未变化。在这样的状态下，如果 10 月资金面持续收紧，央行的降息似乎就失去了意义。从另一个角度思考，资金面的紧张从 8 月降息前后就已开始，换言之 9 月资金面的紧张可能在 8 月降息时就已在央行的预期之内。而从三季度整体看，DR007 的季度均值与 OMO 利率的利差仍在 5BP 以内，央行在货币政策例会公告中还强调了要“发挥央行政策利率引导作用”，这似乎也意味着央行的政策框架尚未调整。在这样的状态下，如果 DR007 在 10 月相对于 OMO 利率仍然持续偏高，那么央行在 8 月降息似乎就失去了意义。

近期央行强调“持续营造适宜的货币金融环境”、“搞好逆周期和跨周期调节”，货币政策基调也并没有调整的迹象，考虑维持银行息差仍是政策重要的方向，在降低银行负债成本的要求下，资金面也难以出现持续性的收紧。从近期央行的政策表述上看，不论是 9 月 20 日货政司司长邹澜在政策吹风会上“持续营造适宜的货币金融环境”的表态，还是 9 月末央行货币政策例会强调“搞好逆周期和跨周期调节”，货币政策整体的取向都未发生变化。而 9 月降准虽然尚未彻底逆转资金面紧张的局面，但根据央行关于准备金率是“根据货币政策调控需要和存款增长带来法定准备金需求增加的速度适时适度调整”的表述，至少也反映了货币政策目前仍然处于宽松的状态。考虑存量房贷利率调降以及地方债务成本调降的压力，降低商业银行负债成本仍是大势所趋，这也意味着资金面难以趋势性的收紧。

因此，尽管 10 月资金面仍然存在一定的外生扰动，税期与月末时点相距较近，资金面在月末可能仍然会出现一定的波动，但超储率并不会回到极端低位，回归央行 8 月降息的初心，DR007 的均值在 10 月也有望回归 1.8% 附近，这需要银行融出的恢复，而这也意味着隔夜利率相对 9 月大概率也将明显走低。因此，尽管 10 月超储率可能出现回落，资金面可能仍然存在税期等因素的扰动，但考虑央行目前的政策基调尚未发生改变，对于资金面的判断需要回归央行 8 月降息的初心。我们预计 DR007 的均值在 10 月可能仍然将回归 1.8% 的政策利率附近，这仍然需要银行净融出得到恢复。尽管隔夜加权利率难以回到类似于 7 月在较长时间低于 1.5% 的状态，但考虑银行融出规模有望得到恢复，隔夜利率相对于 9 月也将明显转松。但考虑 10 月税期与月末时点相距较近，资金面

在月末可能仍然会出现一定的波动。

图 26: 2023 年 10 月资金日历

周一	周二	周三	周四	周五
9 2亿地方债到期 200亿国债到期	10 427亿国债到期 10亿地方债到期 3Y、5Y国债发行	11 276亿地方债到期 28D、63D、3Y国债发行 3Y、5Y国债缴款	12 201亿国债到期 153亿地方债到期 28D、63D、3Y国债缴款	13 51亿地方债到期 91D、5Y、30Y国债发行
16 缴准日 300亿国债到期 91D、5Y、30Y国债缴款	17 199亿地方债到期	18 1734亿国债到期 34亿地方债到期 2Y、7Y国债发行	19 356亿地方债到期 2Y、7Y国债缴款	20 LPR报价日 91D、182D国债发行
23 缴税截止日 银行走款日 26亿地方债到期 651亿国债到期 91D、182D国债缴款	24 银行走款日 1Y、10Y国债发行	25 缴准日 银行走款日 1923亿国债到期 262亿地方债到期 1Y、10Y国债缴款	26 157亿地方债到期	27 财政集中支出 91D、182D国债发行
30 财政集中支出 301亿国债到期 91D、182D国债缴款	31 财政集中支出 155亿地方债到期			

资料来源:万得、财政部, 信达证券研发中心

风险因素

财政投放力度不及预期、货币政策不及预期

研究团队简介

李一爽，信达证券固定收益首席分析师，复旦大学经济学硕士，8年宏观债券研究经验，曾供职于国泰君安证券、中信建投证券，在经济比较研究以及大类资产配置方面具有丰富的研究经验，团队曾获得新财富债券研究2016年第一名、2017年第四名。

王明路，南开大学保险硕士，曾供职于长江证券、苏宁金融、平安普惠等从事研究与投资工作。

朱金保，复旦大学金融硕士，曾供职于资管机构从事信评工作。

沈扬，华东理工大学硕士，曾供职于中泰证券从事宏观利率研究工作。

张弛，复旦大学硕士，曾供职于资管类机构从事市场营销和研究相关工作。

芦静，南开大学金融硕士，曾供职于评级机构、资管机构、方正证券从事信用研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。