



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

《四季度政府债券供给节奏如何? ——资金利率周报 2023.09.18-09.22》

《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》

10月流动性供需如何?

资金利率周报 2023.09.25-09.28

投资要点:

- 本周资金利率观点: 10月资金利率波动可能仍然不小。

- 10月政府债发行或将对流动性形成不小抽水效应。其一, 由于9月未能实现完成年内新增专项债限额发行的要求, 根据wind统计, 截止9月末, 今年剩余新增专项债额度仍有3513亿元, 这部分限额将延后至10月发行; 其二, 9月26日内蒙古自治区政府披露将于10月9日发行总计663.2亿元再融资债, 募集资金用途均为偿还政府负有偿还责任的拖欠企业账款, 这成为本轮地方政府特殊再融资债偿还拖欠企业账款的首例。发行特殊再融资债券用于置换隐性债务的做法或将成为地方政府化解债务压力的主要手段之一, 后续来看, 10月起特殊再融资债发行压力或较大; 其三, 9月25日财政部在计划外发行了1150亿元5年期付息国债, 我们在9月24日外发的《四季度政府债券供给节奏如何? ——资金利率周报 2023.09.18-09.22》中提到, 本次国债计划外发行或为缓释四季度国债供给压力, 在全年赤字计划基础上, 四季度国债供给压力依然不小。
- 10月通常缴税压力较大导致财政存款大幅增加, 但信贷投放通常属于“小月”, 且今年10月财政支出力度或不小。从季节性规律来看, 对流动性供需影响较大的因素中, 10月缴税压力较大往往导致财政存款大幅增加, 从而提高准备金需求、减少基础货币; 今年也难以避免这种季节性因素对流动性的扰动, 但7月政治局会议后稳增长组合拳持续落地, 虽然9月专项债发行有所放缓, 但8-9月专项债发行量依然较大, 随着资金逐步向实体项目落实, 10月财政支出力度或大于往年同期, 对缴税和财政存款增加的压力起到一定对冲。另一方面, 从信贷投放的季节性规律看, 10月通常是信贷投放的“小月”, 在9月央行表态“发挥国有大行的支柱作用, 增强信贷增长的稳定性”后9月信贷、社融预计同环比均多增, 至10月虽然前期央行提振信贷的意愿仍将有所影响, 但贷款投放较9月预计明显减少, 对流动性的“抽水”效应减弱。
- 结合多项因素来看, 10月资金利率波动幅度可能仍然不小。继8月资金利率中枢上行后, 9月政府债券融资节奏波动、市场对央行MLF操作预期不一致、央行有意愿提振9月贷款投放、资金跨季前央行重启14天OMO操作等多重扰动导致资金利率宽幅波动。进入10月, 政府债券融资仍具有相当的不确定性, 虽然专项债发行规模较为确定, 但特殊再融资债、国债计划外发行等因素也可能打乱市场对流动性供需的预期, 叠加对四季度央行“降息”预期的演绎, 10月资金利率波动幅度可能仍然不小。

● 下周资金面展望：

- **下周资金面展望：10月资金利率波动可能仍然不小。**从30天移动平均DR007来看，截至10月7日，DR007的30天移动均值上行3.61个BP至1.97%，继续高于1年期定期存款基准利率和报价利率。9月最后一周资金继续偏紧，周中资金面波动主要受逐渐临近的跨月、跨季时点影响逐步趋紧。根据上海国际货币经纪，全周资金面呈现典型的跨月、跨季波动特征，大行与股份行资金供给随着跨月、跨季临近逐步减少，相关期限的资金价格逐步抬升。展望10月资金供需，利空的因素主要来自9月专项债未完成的年内发行限额延后至10月、特殊再融资券发行、潜在的国债计划外发行、缴税压力较大等；利多因素则有财政开支速度可能加快、10月通常是信贷投放“小月”等，从多空因素看，利空的因素影响可能更大，10月流动性供需有扰动，资金利率波动可能仍然不小。
- **下周存单发行量价展望：存单净融资额回落。**下周（10月9日-10月13日）将有4323.3亿元同业存单到期，此后两周将分别有8393.8亿元、4738.6亿元同业存单到期；截止10月8日统计，下周披露有22亿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-1827.1亿元，净融资额由正转负，银行加杠杆意愿仍较低。
- **下周利率债供给：利率债供给减少。**下周（10月9日-10月13日）已经安排有1787.74亿元地方政府债发行、暂无政金债发行计划；国债在10月11日安排续发1150亿3年期付息国债。下周地方政府债缴款2423.89亿元、国债和政金债缴款1410亿元。总体来看，下周利率债供给下降。
- **下周重点关注：周一国家统计局发布9月通胀数据、周三人民银行发布9月金融数据、周日国家统计局发布9月经济数据。**下周（10月9日-10月13日）有三项重点关注，周一（10月9日）国家统计局将发布9月通胀数据，9月猪肉价格回落或指向9月CPI上涨动能趋弱，PPI则大概率延续回升；周三（10月11日）人民银行发布9月金融数据，在9月20日央行在国新办新闻发布会上表态“发挥国有大行的支柱作用，增强信贷增长的稳定性”，明确提到国有大行或意味着央行对提振9月信贷意愿更强，且9月票据利率持续攀升，预计9月金融数据同比多增；周日（10月15日）国家统计局将发布9月经济数据，在工业和服务业生产相关指标基数走高影响下预计三季度GDP同比在4.4%左右。

● 本周资金面市场回顾：

- **央行态度：维护季末流动性平稳。**节前周（9月25日-9月28日）期间总计有7660亿元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3010亿元7天期逆回购操作、16220亿元14天逆回购操作，OMO口径合计净投放11570亿元流动性。
- **资金：持续偏紧。**节前周（9月25日-9月28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4.01个BP至

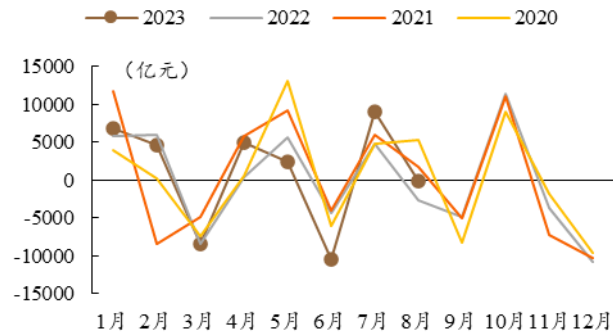
1.826%，隔夜 DR001 上行 49.88 个 BP 至 1.657%；银行间质押 R007 上行 31.28 个 BP 至 1.8674%，隔夜 R001 上行 45.71 个 BP 至 1.6874%，R007 和 DR007 溢价收窄至 4.14 个 BP。

➤ **存单：NCD 量价双降。**节前周（9 月 25 日-9 月 28 日）同业存单发行 3127.7 亿元，到期 4954.8 亿元，净融资规模为-1827.1 亿元，平均发行利率为 2.3858%。分评级来看，全市场 AAA 级同业存单发行利率下行 2.91 个 BP 至 2.3721%，其中 3 个月期同业存单发行利率均值上行 1.17 个 BP 至 2.3449%，6 个月期同业存单发行利率均值下行 0.81 个 BP 至 2.4141%，1 年期同业存单发行利率均值上行 1.43 个 BP 至 2.4855%，1 年期国有大行 AAA 级同业存单发行利率下行 1.02 个 BP 至 2.4519%，1 年期股份行 AAA 级同业存单发行利率下行 1.18 个 BP 至 2.4492%。

➤ **衍生品：IRS 走势分化，国债期货下跌。**节前周（9 月 25 日-9 月 28 日）FR007IRS1Y 下行 1.53 个 BP 至 2.018%，FR007IRS5Y 上行 0.41 个 BP 至 2.4547%，3MSHIBORIRS1Y 上行 1.85 个 BP 至 2.2667%，10 年期国债期货活跃合约收盘价下跌 0.09 元至 101.79 元。

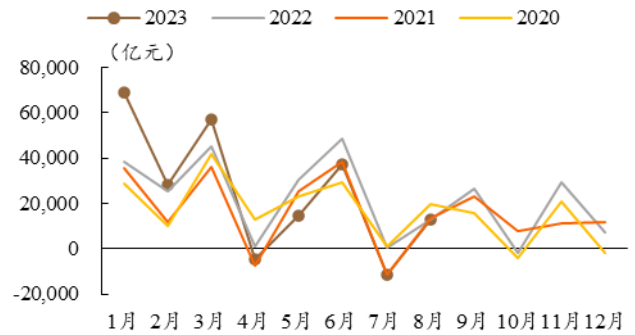
● **风险提示：**国内货币政策超预期变化；海外货币政策超预期变化；信用违约事件发酵。

图 1: 10 月财政存款通常多增



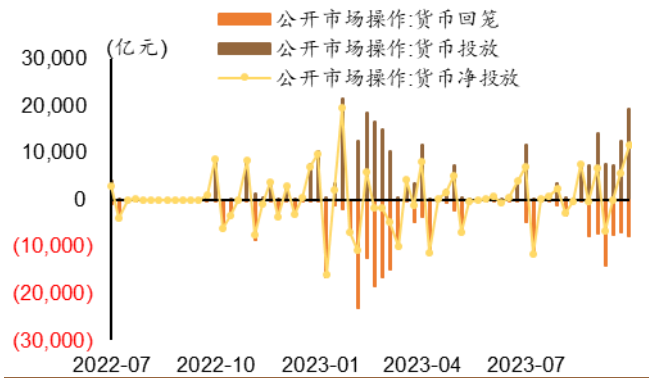
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 10 月信贷投放通常属于“小月”



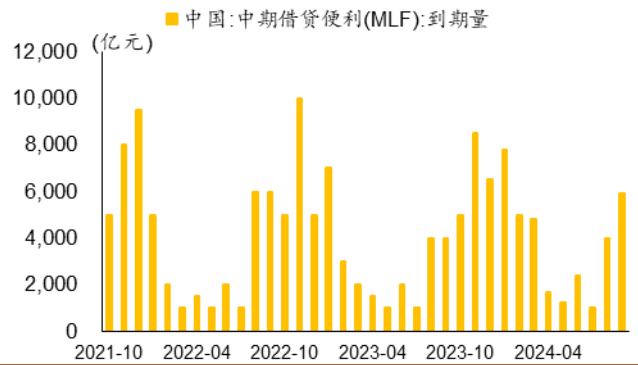
资料来源: Wind, 德邦研究所

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



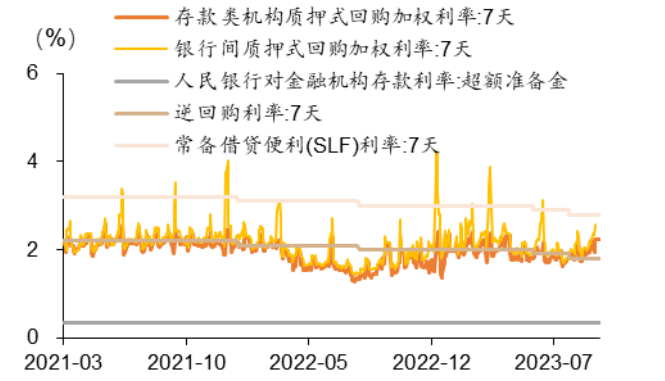
资料来源: Wind, 德邦研究所

表 1: 下周资金日历

单位: 亿元	周一 (10-9)	周二 (10-10)	周三 (10-11)	周四 (10-12)	周五 (10-13)
逆回购到期	3,190	3,780	4,170	5,080	
MLF 到期					
国债发行计划			1,150.00		
地方债发行计划	1,040.65	702.51		41.58	
政金债发行计划					
同业存单到期	77.00	334.10	570.00	1,385.60	1,692.90
重要日期					

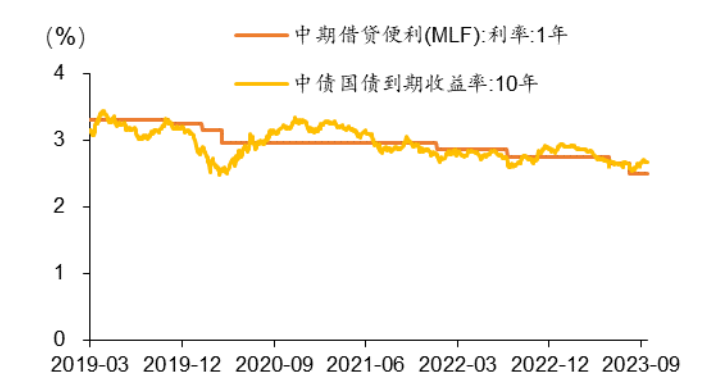
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5：短期利率走廊



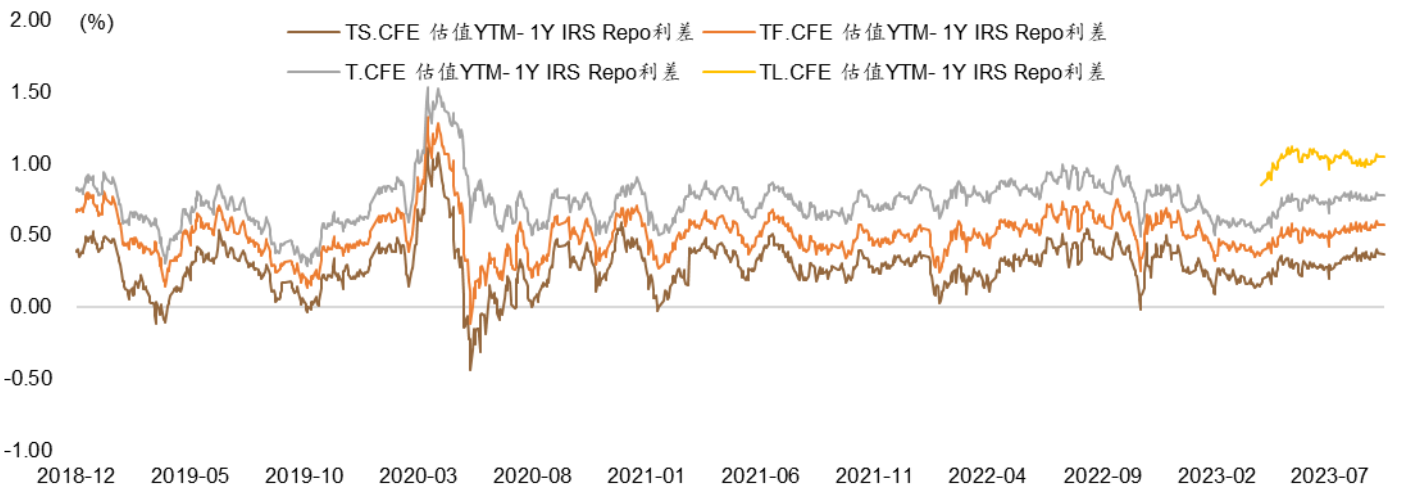
资料来源：Wind，德邦研究所

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



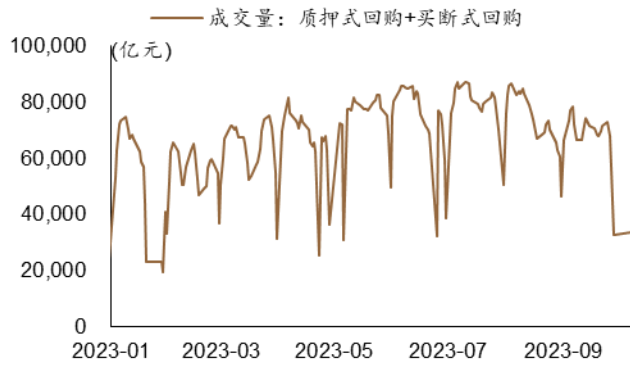
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：同业存单到期收益率走势



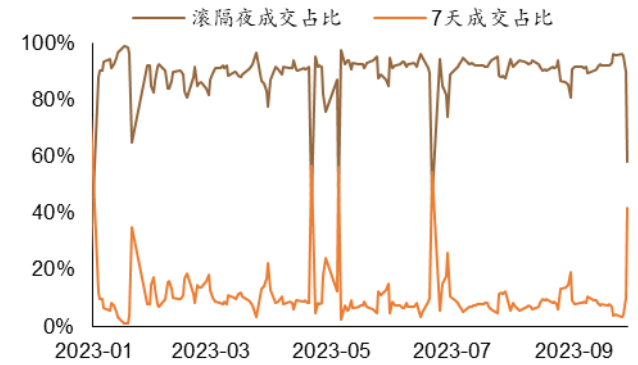
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：银行间资金杠杆情况：回购



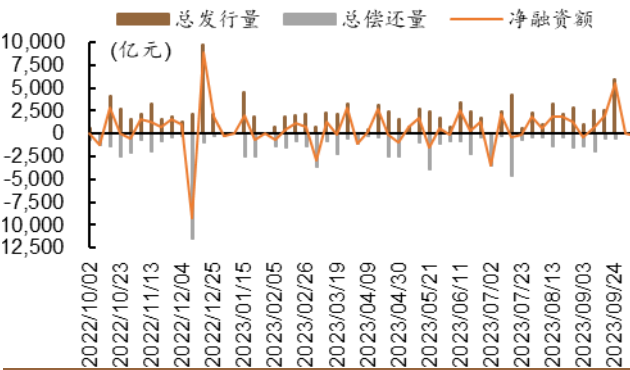
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



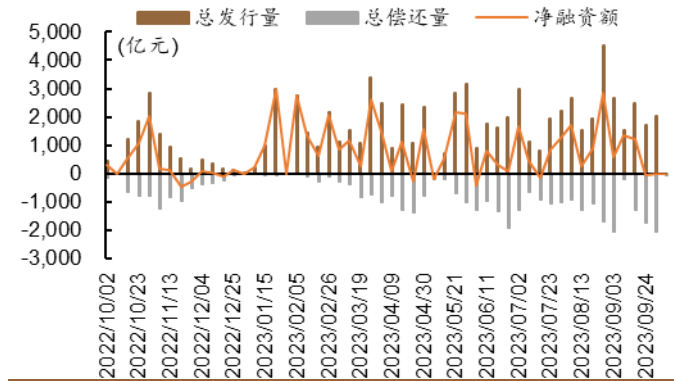
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：国债发行与到期



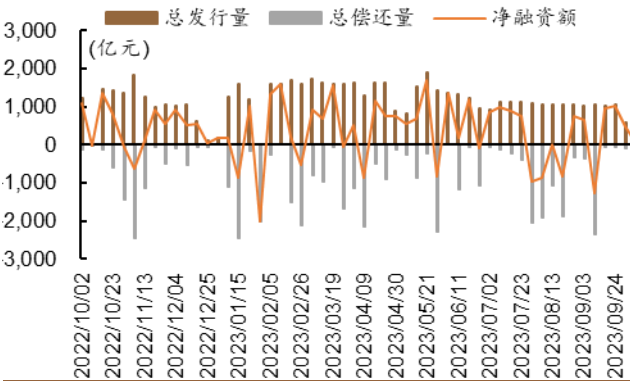
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：地方债发行与到期



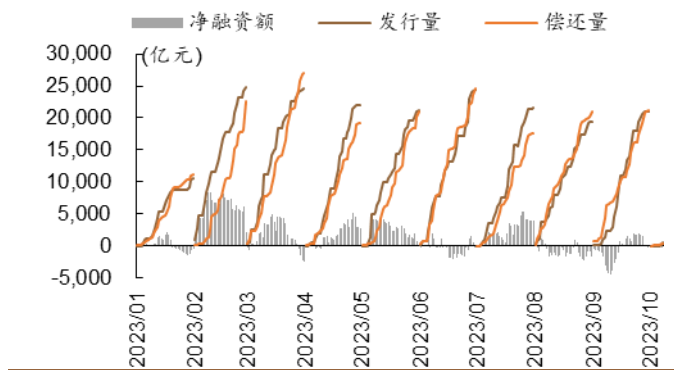
资料来源：Wind，德邦研究所

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
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。