

“万亿国债”之后的货币财政协同

--金融高频数据周报（2023年10月23日-10月27日）

核心观点：

本周（10月23日-27日）央行大额净投放1.37万亿，呵护流动性，隔夜资金回落，DR007周五小幅回落但依然维持在2%之上。同业存单发行利率继续上行，高于MLF利率，这种情形较为少见，银行负债端成本上升。

我们的分析：政府债券融资带来流动性紧张，需要货币政策配合，公开市场操作净投放加大，降准临近，社融扩张。

分析1：政府债券融资持续加大。政府债券融资来自于三个方面：1、“万亿国债”将在2023年最后两个月发行完毕；2、化债快速推进带来的地方政府特殊再融资债券发行；3、提前下达部分新增地方政府债务限额。截止10月27日，10月已累计发行地方政府特殊再融资债券10127亿元，发行速度较快。根据我们前期报告《“提前下达”授权延长，传递政策积极信号》报告的测算，理论上2023年地方政府特殊再融资债券的发行额度还有约两万亿。同时，我们预计2024年新增专项债额度或在3.5万亿-4万亿左右，有望在今年11月或12月份提前下达1.75万亿-2.4万亿左右的专项债额度。

分析2：央行的数量工具操作目标维持“充裕”，政府债券增发需要货币政策配合，降准临近。政府债券融资需要消耗商业银行的流动性，预计央行将加大公开市场操作净投放。同时11月MLF的到期量8500亿，为年内最高，流动性压力较大。

分析3：政府债券融资预计拉动社融增速继续上行。一方面政府债券融资直接拉动社融，另一方面政府投资也可以拉动民间投资，带动企业中长期贷款上行。

总结：短期债券利率下行，长期利率涨跌均有压力，以观察为主。当前的货币政策强调协同性，财政政策逆周期发力可能带来的流动性压力，央行会运用公开市场操作、降准、MLF、SLF等工具增加流动性。这些流动性最快惠及的是短期利率，8月以来流动性紧张的时刻短期利率上行速度也是最快的。而长期利率更为复杂，政府债券发行多以中长期债券为主，供给增加带来利率上行。进一步，如果经济有所好转，长债利率也会上行。但央行货币供应量以及经济预期扭转并不确定，长期利率走高的动力受到考验。同时高利率意味着全社会成本的上行，这与货币政策目标相背离。

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

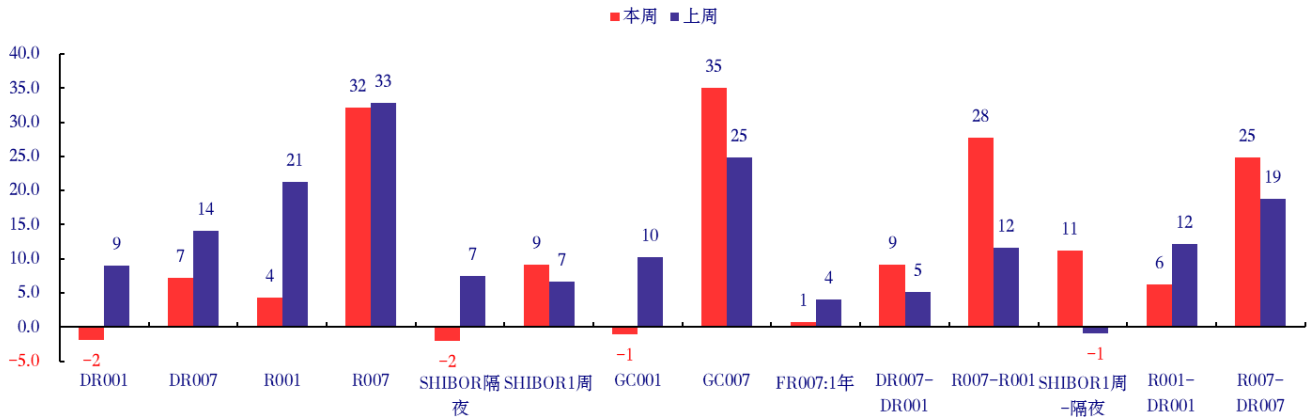
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

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.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

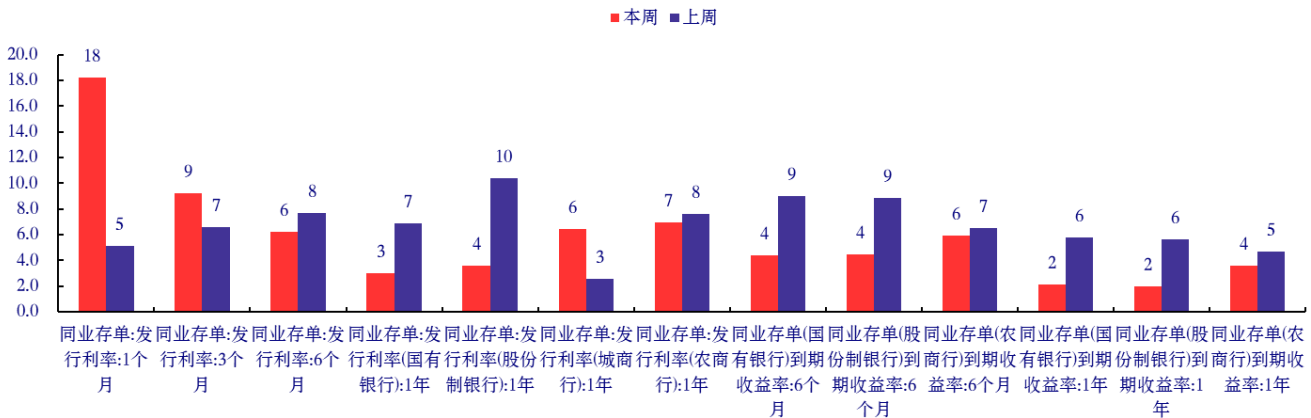
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：10月23日-27日，上周：10月16日-20日，上上周：10月7日-13日

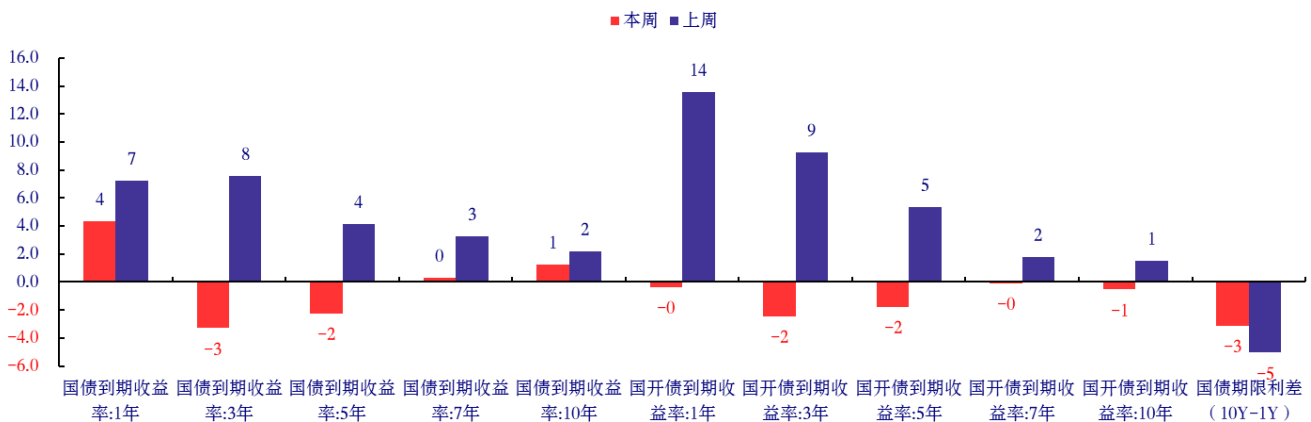
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：10月23日-27日，上周：10月16日-20日，上上周：10月7日-13日

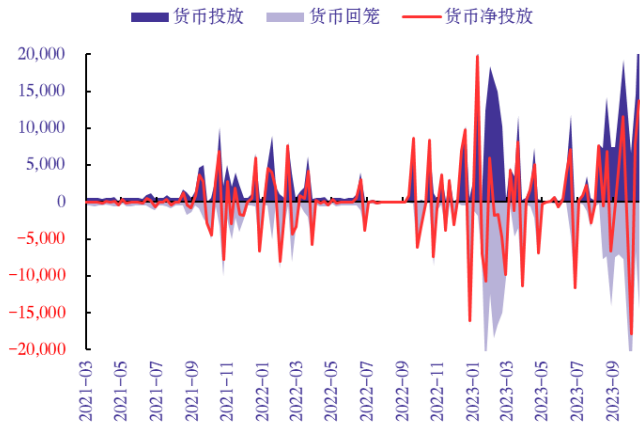
图3：中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

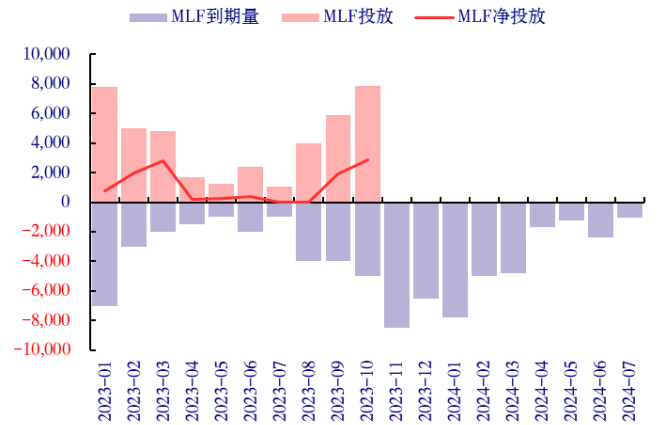
本周：10月23日-27日，上周：10月16日-20日，上上周：10月7日-13日

图4: 央行公开市场净投放 13700 亿元 (亿元)



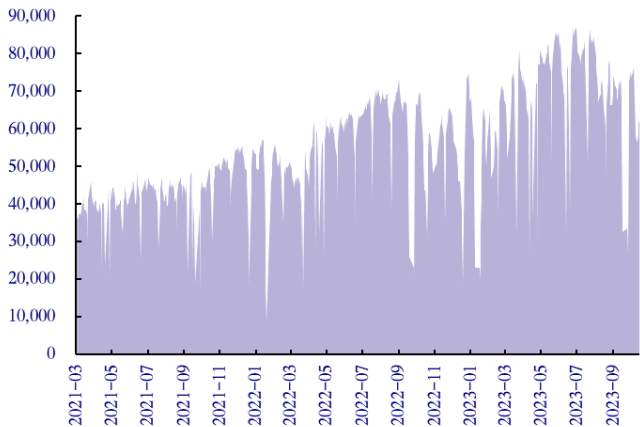
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图5: 11月 MLF 到期量 8500 亿元 (亿元)



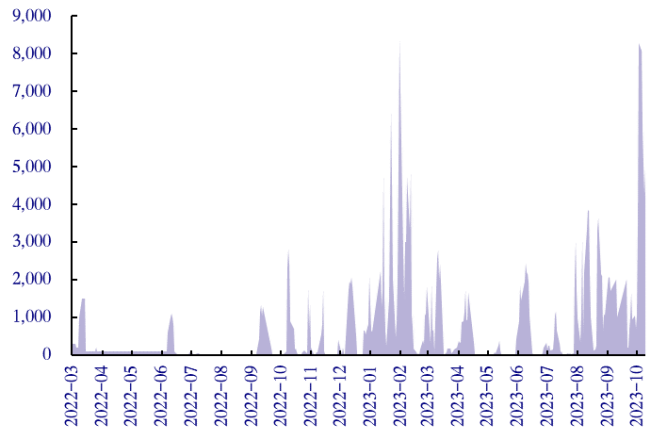
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 银行间质押式回购日均成交量下降至约 6 万亿 (亿元)



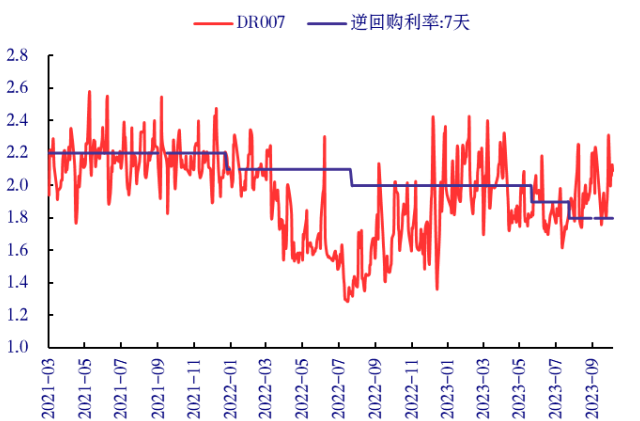
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图7: 7天逆回购规模本周合计 28240 亿 (亿元)



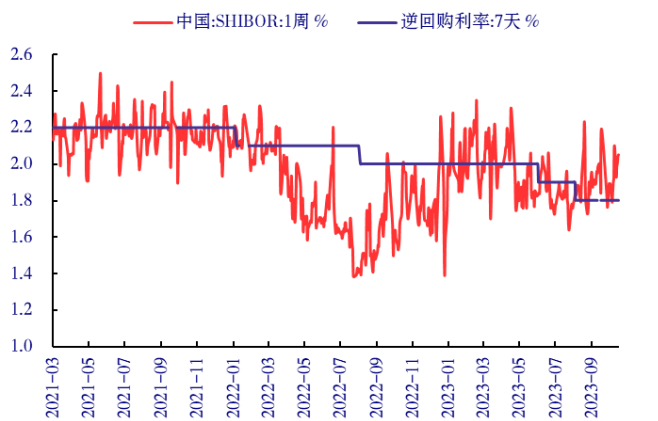
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图8: DR007 回落至 2.0897 % (%)



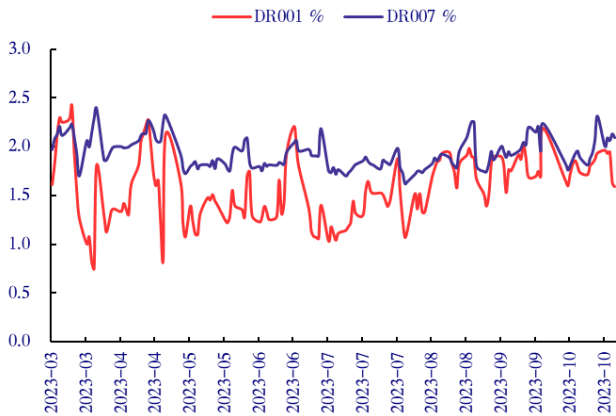
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: SHIBOR007 回落至 2.0530%



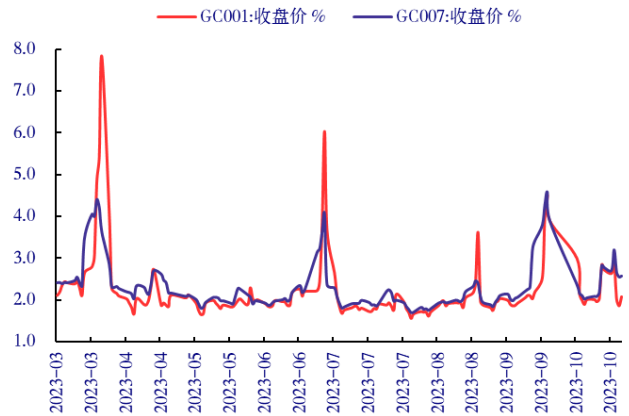
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差扩大至 50BP



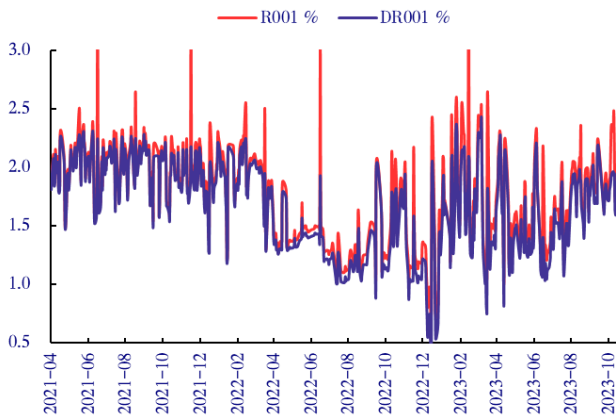
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上证所国债回购利率回落



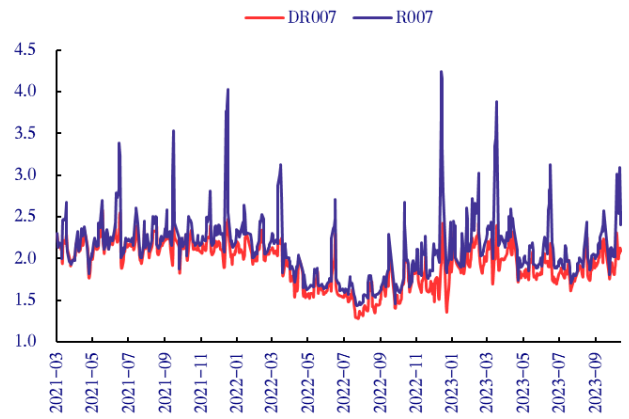
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差回落至 10BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差缩小至 31BP (%)



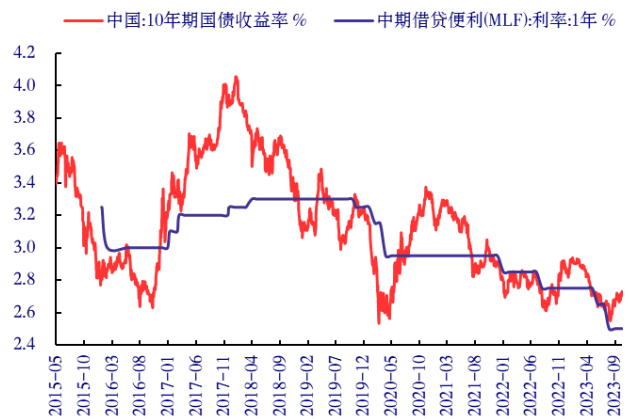
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



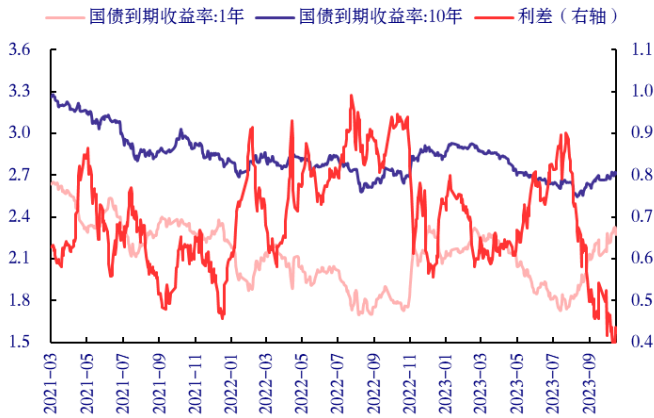
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10年期国债收益率与 MLF 利率



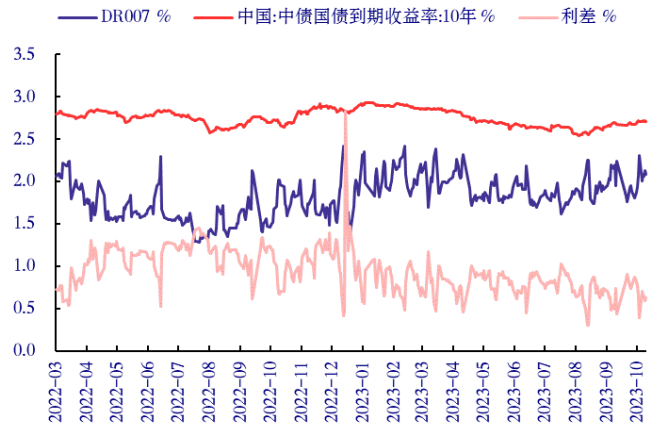
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率利差持平上周, 处于历史较低水平 (%)



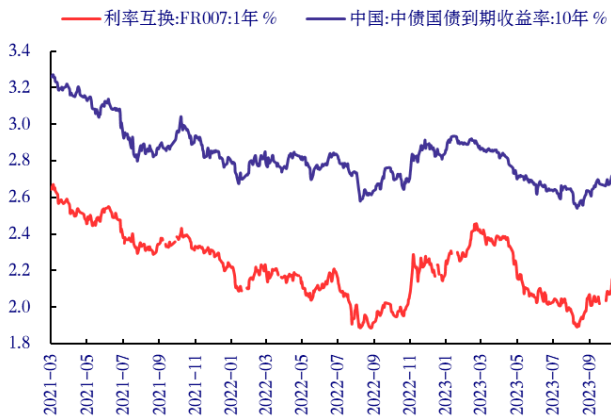
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与 DR007 利差扩大至 62BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差扩张至 62BP



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期 FR007 回落至 2.0931%



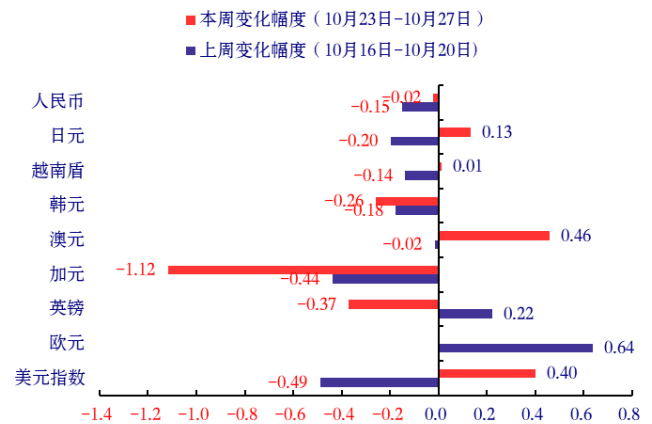
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数上升至 106.6



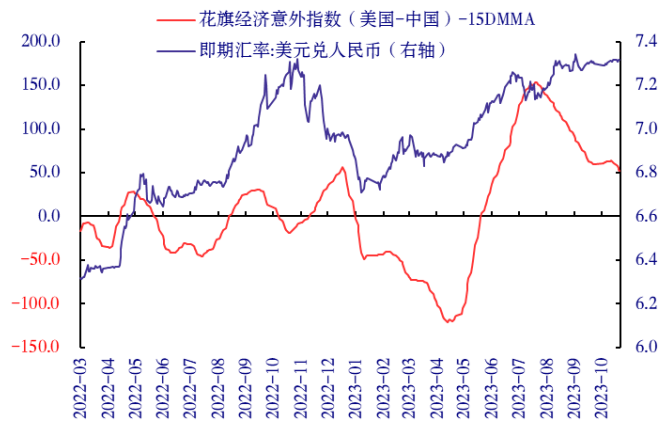
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 非美货币大多贬值 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图22: 花旗经济意外指数差值缩小



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 人民币汇率收盘价偏离中间价 1.92%



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)	2
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)	2
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)	2
图 4: 央行公开市场净投放 13700 亿元 (亿元)	3
图 5: 11 月 MLF 到期量 8500 亿元 (亿元)	3
图 6: 银行间质押式回购日均成交量下降至约 6 万亿 (亿元)	3
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 28240 亿 (亿元)	3
图 8: DR007 回落至 2.0897 % (%)	3
图 9: SHIBOR007 回落至 2.0530%	3
图 10: DR007 与 DR001 利差扩大至 50BP	4
图 11: 上证所国债回购利率回落	4
图 12: R001 和 DR001 利差回落至 10BP	4
图 13: R007 和 DR007 利差缩小至 31BP (%)	4
图 14: 同业存单发行利率与 MLF 利率	4
图 15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率	4
图 16: 国债收益率利差持平上周, 处于历史较低水平 (%)	5
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差扩大至 62BP	5
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差扩张至 62BP	5
图 19: 一年期 FR007 回落至 2.0931%	5
图 20: 美元指数上升至 106.6	5
图 21: 非美货币大多贬值 (%)	5
图 22: 花旗经济意外指数差值缩小	6
图 23: 人民币汇率收盘价偏离中间价 1.92%	6

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