



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《逆回购到期压力如何缓释?——资金利率周报 2023.10.23-10.27》

《近期资金供需缺口有多大?——资金利率周报 2023.10.16-10.20》

《资金利率中枢会向政策利率回归吗?——资金利率周报 2023.10.07-10.13》

《10月流动性供需如何?——资金利率周报 2023.09.25-09.28》

同业存单如何定价? 资金利率周报 2023.10.30-11.05

投资要点:

- 本周资金利率观点: 存单利率或将逐步恢复至 MLF 利率以下的“合理”区间。
 - 存款利率与 MLF 利率构成同业存单利率的理论上下界, SHIBOR 是同业存单定价中枢。与存款这一被动负债手段相对, 同业存单作为商业银行的主动负债手段, 其定价更加市场化, 波动幅度也更大。从主动负债手段这一定位出发, 我们可以构建同业存单的“利率走廊”, 其上限为 MLF 利率, MLF 与同业存单在补充商业银行流动性上具有相似的作用, 若同业存单发行成本过高银行可选择增加 MLF 申报量以替代存单的高成本融资; 其下限为存款利率, 存款是商业银行最主要的负债组成部分, 若存单发行利率持续低于存款利率则商业银行有动力增加存单发行从而逐步形成更高的均衡价格, 推升存单利率至超过存款利率。从长期实际走势来看, 存单发行利率与到期收益率基本在 MLF 与存款利率中间波动, 其利率中枢贴近同期限 SHIBOR 利率, SHIBOR 利率同样是市场化定价的资金利率, 其与同业存单一定程度上可互相替代, 因此二者走势基本一致。
 - 存单发行利率超过 MLF 利率或为资金面不稳导致的阶段性现象。虽然 MLF 利率是理论上的存单发行利率上限, 但这一上限的约束性并非强制, 历史上存单发行利率也多次阶段性超过 MLF 利率。10月下旬以来, 存单发行利率上破 MLF 利率, 截止11月3日持续小幅高于 MLF 利率, 从利差分位数来看, 11月3日国有行1年期存单发行利率超过1年期 MLF 利率7个BP, 这一水平在2020年以来的分位数达到89.3%, 可见绝大多数时期存单发行利率低于 MLF 利率。当前的存单发行与 MLF 利率“倒挂”主要受资金面较紧影响, 10月下旬资金面持续宽幅波动, 尤其是跨月当日隔夜利率大幅上行, 在资金面不稳的情况下银行提价发行存单融入资金或是受到政府债券融资增加等导致资金需求难以仅通过 MLF 得到满足的影响。
 - 存单利率或随资金利率趋稳而恢复至合理定价区间。存单利率与 MLF 利率持续“倒挂”的情况在2021年2月-4月曾经出现, 而这一阶段同样存在资金面不稳的现象, 资金利率持续较高, DR007 中枢一度接近2.4%, 一年期 SHIBOR 利率也持续高于3.0%, 可见资金利率波动是短内存单利率偏离理论定价区间的主要诱因。向后看, 随着近期地方政府特殊再融资债发行、国债增发等因素对资金面的扰动逐渐被消化, 逆回购到期压力逐渐释放, 资金利率或将在一段时期内逐渐趋稳, 从预期看, FR007IRS1Y 也在10月末以来有所回落, 在经济复苏阶段, 央行预计仍有意愿维持流动性合理充裕, 且在后续财政可能持续加力的背景下货币政策也有理由维持

宽松，11月MLF操作预计仍将增量投放，存单发行利率和到期收益率或也将逐步恢复至合理定价区间。

● 下周资金面展望：

- **下周资金缺口展望：资金缺口边际收窄。**下周（11月6日-11月10日）公开市场操作到期量为 18980 亿元；泛利率债（国债+地方政府债+政金债）缴款 3626 亿元；根据已披露发行计划，同业存单净融资 6848 亿元；11月上旬缴准规模预计 417 亿，对资金供需影响较小。总体而言，下周资金缺口在 3.0 万亿左右，公开市场操作余额有所回落，是资金缺口边际收窄的主要原因。
- **下周资金面展望：逆回购到期压力缓解前资金利率依旧面临高波动风险。**从 30 天移动平均 DR007 来看，截至 11 月 6 日，DR007 的 30 天移动均值上行 0.57 个 BP 至 2.00%，继续高于 1 年期定期存款基准利率和报价利率。10 月-11 月跨月周资金面出现明显扰动，跨月当日资金利率一度冲高，跨月后有所回落。根据上海国际货币经纪，全周资金面呈现周二跨月日大幅冲高，周三至周五明显改善的走势，周二跨月当日临近收盘隔夜资金利率最高一度冲高至 50%。展望下周资金供需，利空的因素主要来自逆回购到期压力大、特殊再融资券发行、潜在的国债计划外发行等；利多因素则有财政开支速度可能加快、票据利率走低贷款投放或较少等，从多空因素看，利空的因素影响可能更大，在逆回购余额回落至较低水平前，资金利率依据面临高波动的风险。
- **下周存单发行量价展望：存单发行量上升。**下周（11月6日-11月10日）将有 8301.5 亿元同业存单到期，此后两周将分别有 6047.9 亿元、4407.2 亿元同业存单到期；截止 11 月 6 日统计，下周披露有 1453.3 亿元同业存单发行计划，同业存单到期量上升、发行量回升。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 3048.8 亿元，银行加杠杆意愿有所上升。
- **下周利率债供给：利率债供给下降。**下周（11月6日-11月10日）已经安排有 1131.24 亿元地方政府债、300 亿元农发债发行。下周地方政府债缴款 1136.24 亿元、国债和政金债缴款 2490 亿元。总体来看，下周利率债供给下降。
- **下周重点关注：周二海关总署发布 10 月进出口数据，周四国家统计局发布 10 月通胀数据，周五人民银行发布 10 月金融数据。**下周（11月6日-11月10日）有三项重点关注，周二（11月7日）海关总署将发布 10 月进出口数据，预计出口降幅继续收窄；周四（11月9日）国家统计局将发布 10 月通胀数据，预计随着 10 月食品价格环比下跌，CPI 可能小幅下降，PPI 降幅或小幅扩大；周五（11月10日）人民银行将发布 10 月金融数据，10 月票据利率持续走低，预计 10 月信贷与社融同比小幅少增。

● **本周资金面市场回顾：**

- **央行态度：维护银行间市场流动性合理充裕+维护月末流动性平稳。**本周（10月30日-11月3日）期间总计有28240亿元7天期逆回购到期，央行按照“维护银行间市场流动性合理充裕+维护月末流动性平稳”的基调，总计开展了18980亿元7天期逆回购操作，OMO口径合计净回笼9260亿元流动性。
- **资金：跨月扰动下资金先紧后松。**本周（10月30日-11月3日）银行间市场资金在资金跨月影响下资金价格先升后降，全周来看，准政策基准利率DR007下行33.33个BP至1.7564%，隔夜DR001上行3.01个BP至1.6228%；银行间质押R007下行52.71个BP至1.8767%，隔夜R001上行1.52个BP至1.7041%，R007和DR007溢价收窄至12.03个BP。
- **存单：NCD量价双升。**本周（10月30日-11月3日）同业存单发行7193.8亿元，到期4145亿元，净融资规模为3048.8亿元，平均发行利率为2.556%。分评级来看，全市场AAA级同业存单发行利率均值上行1.13个BP至2.5462%，其中3个月期同业存单发行利率均值上行0.16个BP至2.5162%，6个月期同业存单发行利率均值上行0.48个BP至2.6269%，1年期同业存单发行利率均值下行1.88个BP至2.5872%，1年期国有大行AAA级同业存单发行利率均值上行1.23个BP至2.5804%，1年期股份行AAA级同业存单发行利率均值上行0.39个BP至2.5808%。
- **衍生品：IRS下行，国债期货上涨。**本周（10月30日-11月3日）FR007IRS1Y下行4.47个BP至2.0484%，FR007IRS5Y下行5.52个BP至2.4415%，3MSHIBORIRS1Y下行1.45个BP至2.3572%，10年期国债期货活跃合约收盘价上涨0.37元至102.06元。

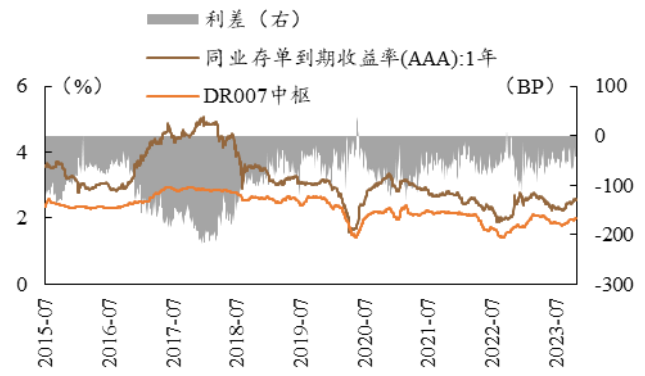
- **风险提示：**国内货币政策超预期变化；海外货币政策超预期变化；信用违约事件发酵。

图 1: 同业存单利率走廊



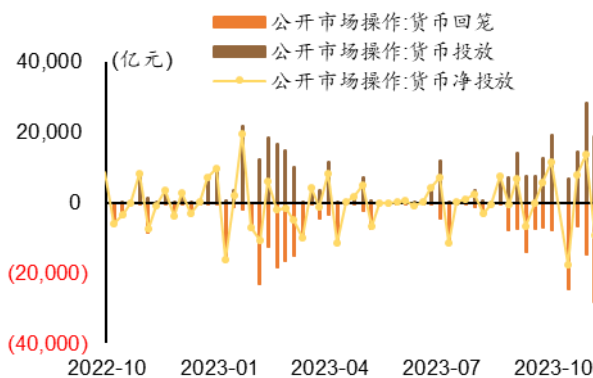
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 同业存单到期收益率与资金利率走势对比



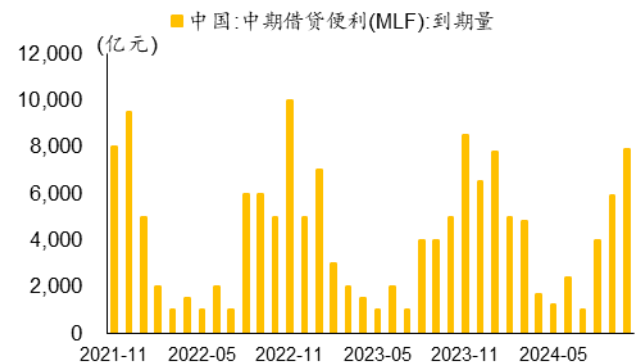
资料来源: Wind, 德邦研究所

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



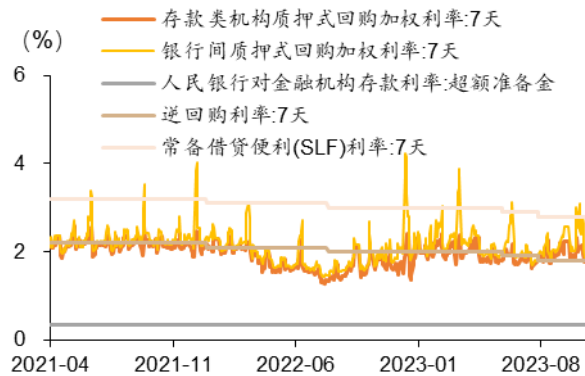
资料来源: Wind, 德邦研究所

表 1: 下周资金日历

单位: 亿元	周一(11-06)	周二(11-07)	周三(11-08)	周四(11-09)	周五(11-10)
逆回购到期	6,580	6,120	3,910	1,940	430
MLF 到期					
国债发行计划			1,150.00		1,030.00
地方债发行计划		894.11	28.19	208.94	
政金债发行计划	130.00	100.00			70.00
同业存单到期	1,282.00	2,219.10	820.30	1,335.30	2,036.60
重要日期	缴准				

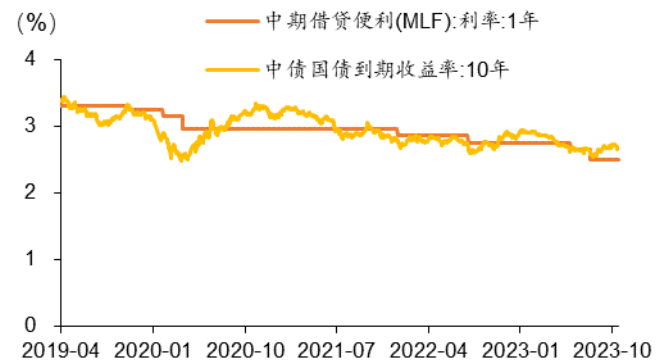
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 短期利率走廊



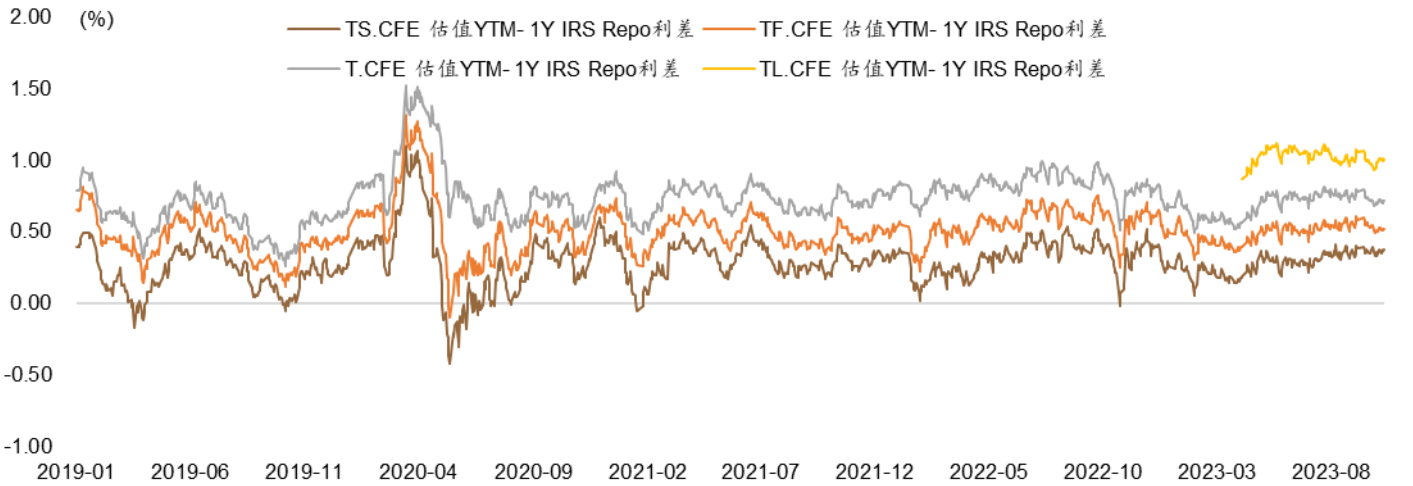
资料来源: Wind, 德邦研究所

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



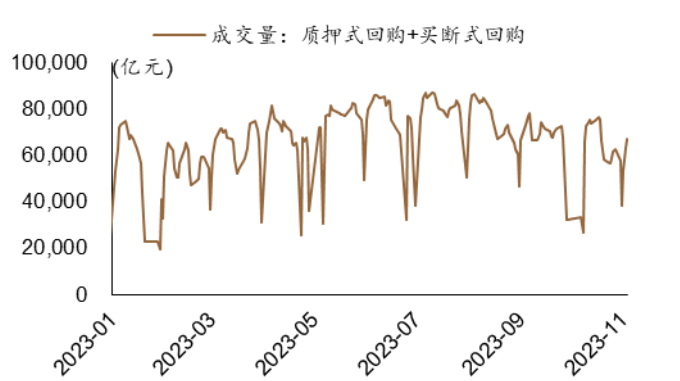
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：同业存单到期收益率走势



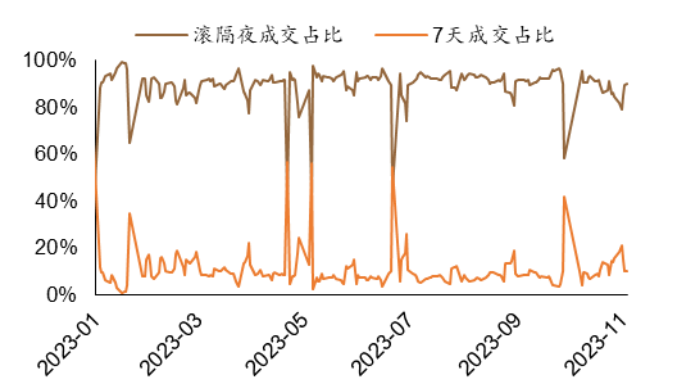
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：银行间资金杠杆情况：回购



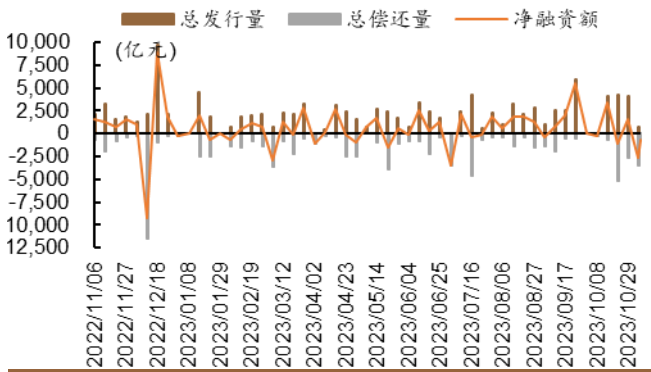
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



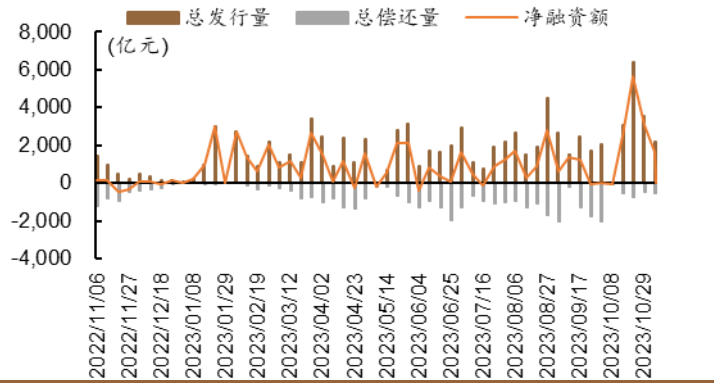
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12: 国债发行与到期



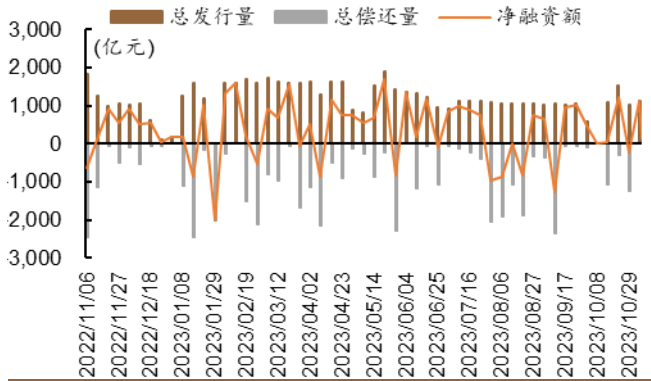
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 地方债发行与到期



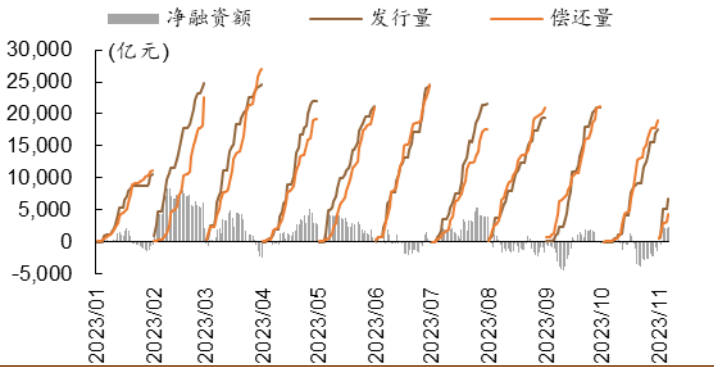
资料来源: Wind, 德邦研究所

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
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。