



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

《同业存单如何定价?——资金利率周报 2023.10.30-11.05》

《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》

宽货币预期是否准确?

资金利率周报 2023.11.06-11.10

投资要点:

- 本周资金利率观点: 当前市场的宽货币预期或正在后移。

➢ “降息”和“降准”前后资金面有何变化? 从2019年LPR改革算起,“降准”和“降息”落地前后,资金利率呈现不同的走势。除“降息”和“降准”形成的宽货币支持资金面宽松的效应之外,跨季/月、缴税等季节性效应和是否会稳定汇率等阶段性目标也会影响资金面。从历史上看,2019年9月以来“降准”、“降息”前资金面反映的预期并不一致,相对而言“降息”前资金面预期更强,“降息”对资金面的利好更为明确,LPR改革以来1年期LPR10次下调后10个交易日DR007平均下行12个BP,2019年11月以来7次央行7天逆回购利率下调后10个交易日DR007平均下行18个BP,7天逆回购作为DR007对标的政策利率,对DR007的影响显然更为显著。从“降息”前的市场预期来看,7天期逆回购操作利率与MLF操作利率“降息”之前,DR007往往低于OMO政策利率,政策利率的调降往往能够促成市场利率与政策利率的趋近,维持作为市场利率波动中枢的政策利率地位,确保利率传导机制顺畅运行。但是在“降息”和“降准”落地之后DR007走势并不一定向下,一方面,前面已经提到,市场利率还受季节性效应和阶段性目标影响;另一方面,“降息”、“降准”前市场若已充分演绎预期,那么增量宽货币就会失去政策的“冲击效应”,市场利率就会先于政策而动,形成政策“随行就市”的特征,这一特征在2022年下半年以来多次凸显,在2019年11月至2022年1月的四次OMO“降息”后,DR007在10个交易日内均呈现大幅下行走势,而在2022年8月、2023年6月和8月三次OMO“降息”后10个交易日,DR007不降反升,反而是这三次“降息”中的两次,“降息”落地前10个交易日DR007有所下行,“降息”落地后DR007止降转升,近几年“降息”前后资金利率的“扭转”走势或印证了近年来市场对货币政策增量宽松的预期愈发充分,而这也更加强了OMO“降息”前市场利率倾向低于政策利率这一经验信号的指示意义。

➢ 跨月后资金面有企稳迹象,但DR007持续高于政策利率、1年期和5年期利率互换走势分化或指向宽货币预期后移。10月底跨月时点资金利率出现大幅波动,跨月后至今DR007中枢有所下行,波动幅度也有所收窄,资金面出现企稳的迹象,但DR007持续高于当前1.8%的7天逆回购利率,基本回到了8月“降息”前的水平,在更低的政策利率环境下,资金利率却并未显著下一个台阶。从“降息”和“降准”前,市场会因为预期宽货币,导致DR007不高于OMO政策利率的经验来看,持续处于OMO政策利率之上的资金面或并未对短期落地宽货币举措形成一致预期,并且IRS

走势出现分化，1年期上行而5年期下行，短端资金利率偏紧的同时中端收益率维持窄幅波动，或指向当前市场的对增量货币宽松的预期正在逐步后置，市场或更加倾向于认为明年一季度是概率更高的时点。

● 下周资金面展望：

- **下周资金缺口展望：资金缺口继续收窄。**下周（11月13日-11月19日）公开市场操作到期量为12500亿元；泛利率债（国债+地方政府债+政金债）缴款5449.30亿元；根据已披露发行计划，同业存单净融资-4769.70亿元；11月中旬缴准规模预计417亿元；11月财政存款预计释放2572亿元。总体而言，下周资金缺口在2.1万亿左右，公开市场操作余额有所回落以及财政存款释放是资金缺口边际收窄的主要原因。
- **下周资金面展望：资金利率或趋稳。**从30天移动平均DR007来看，截至11月10日，DR007的30天移动均值下行4.18个BP至1.96%，继续高于1年期定期存款基准利率和报价利率。根据上海国际货币经纪，全周资金面较为均衡，大行股份行融出平稳，7天和隔夜品种利率均边际下行。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、国债增发等；利多因素则有财政开支速度可能加快、票据利率持续较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，随着逆回购余额逐渐压降，资金利率呈现趋稳迹象。
- **下周存单发行量价展望：存单发行量基本稳定。**下周（11月13日-11月19日）将有6047.9亿元同业存单到期，此后两周将分别有4407.2亿元、3145.7亿元同业存单到期；截止11月12日统计，下周披露有1278.2亿元同业存单发行计划，同业存单到期量下降、发行量基本稳定。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-1183.5亿元，银行在政府债券发行增量较多的情况下“长钱”或有一定缺口，存单净融资额转负或为资本新规即将生效对存单买需形成一定压制。
- **下周利率债供给：利率债供给下降。**下周（11月13日-11月19日）已经安排有1653亿元地方政府债、140亿元农发债发行。下周地方政府债缴款1628.9亿元、国债和政金债缴款3820.4亿元。总体来看，下周利率债供给下降。
- **下周重点关注：周一人民银行发布10月金融数据，周三国家统计局发布10月经济数据，人民银行公布11月MLF操作决定。**下周（11月13日-11月19日）有三项重点关注，周一（11月13日）人民银行将发布10月金融数据，本周五人民银行未发布10月金融数据，预计顺延至下周一，10月票据利率持续走低，预计10月信贷与社融同比小幅少增；周三（11月15日）国家统计局将发布10月经济数据，预计工业增加值同比增速小幅回落、社会消费品零售总额同比增速继续上升，三大投资中制造业投资增速基本稳定，基建和地产投资增速小幅下降；周三（11月15日）人民银

行还将公布 11 月 MLF 操作决定，在 8-9 月降息降准依次落地后目前或处于货币政策观察期，11 月 MLF 预计平价增量续作。

● **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。**本周（11 月 6 日-11 月 10 日）期间总计有 18980 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”的基调，总计开展了 12500 亿元 7 天期逆回购操作，OMO 口径合计净回笼 6480 亿元流动性。
- **资金：资金利率波动减小。**本周（11 月 6 日-11 月 10 日）银行间市场资金在逆回购余额逐渐压降影响下边际趋松，全周来看，准政策基准利率 DR007 上行 9.06 个 BP 至 1.847%，隔夜 DR001 上行 6.74 个 BP 至 1.6902%；银行间质押 R007 上行 14.66 个 BP 至 2.0233%，隔夜 R001 上行 8.3 个 BP 至 1.7871%，R007 和 DR007 溢价走阔至 17.63 个 BP。
- **存单：NCD 量稳价降。**本周（11 月 6 日-11 月 10 日）同业存单发行 7118 亿元，到期 8301.5 亿元，净融资规模为-1183.5 亿元，平均发行利率为 2.5245%。分评级来看，全市场 AAA 级同业存单发行利率均值下行 4.05 个 BP 至 2.5057%，其中 3 个月期同业存单发行利率均值上行 0.44 个 BP 至 2.5206%，6 个月期同业存单发行利率均值下行 2.06 个 BP 至 2.6063%，1 年期同业存单发行利率均值上行 3.75 个 BP 至 2.6247%，1 年期国有大行 AAA 级同业存单发行利率均值下行 0.91 个 BP 至 2.5712%，1 年期股份行 AAA 级同业存单发行利率均值上行 0.77 个 BP 至 2.5885%。
- **衍生品：IRS 短上长下，国债期货上涨。**本周（11 月 6 日-11 月 10 日）FR007IRS1Y 上行 2.09 个 BP 至 2.0693%，FR007IRS5Y 下行 1.92 个 BP 至 2.4223%，3MSHIBORIRS1Y 上行 0.89 个 BP 至 2.3661%，10 年期国债期货活跃合约收盘价上涨 0.13 元至 102.18 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。

表 1：降准前后资金利率走势

降准通知时间 T	幅度	T-10D DR007 变化	T+10D DR007 变化
2019. 09. 06	-0.50%	2.04	7.26
2020. 01. 01	-0.50%	-57.98	70.33
2020. 03. 13	定向降准-0.5%至-1%	-25.87	-38.55
2020. 04. 03	定向降准-1%	0.94	-15.62
2021. 07. 09	-0.50%	0.02	-10.80
2021. 12. 06	-0.50%	-0.74	1.37
2022. 04. 25	-0.25%	-34.05	-7.42
2022. 11. 25	-0.25%	-8.97	-0.30
2023. 03. 17	-0.25%	18.82	27.50
2023. 09. 14	-0.25%	-30.35	28.95
平均变化		-13.61	6.27

资料来源：Wind，德邦研究所

表 2：1 年期 LPR 降息前后资金利率走势

降息落地时间 T	1 年期 LPR	T-10D DR007 变化	T+10D DR007 变化
2019. 8. 20	-0.06%	23.23	-8.38
2019. 9. 20	-0.05%	17.55	-29.88
2019. 11. 20	-0.05%	2.08	-17.82
2020. 2. 20	-0.10%	-10.32	-21.54
2020. 4. 20	-0.20%	-15.62	15.48
2021. 12. 20	-0.05%	1.37	-8.57
2022. 1. 20	-0.10%	17.94	-4.48
2022. 8. 22	-0.05%	9.57	-3.06
2023. 6. 20	-0.10%	31.08	-27.65
2023. 8. 21	-0.10%	17.27	-14.21
平均变化		9.42	-12.01

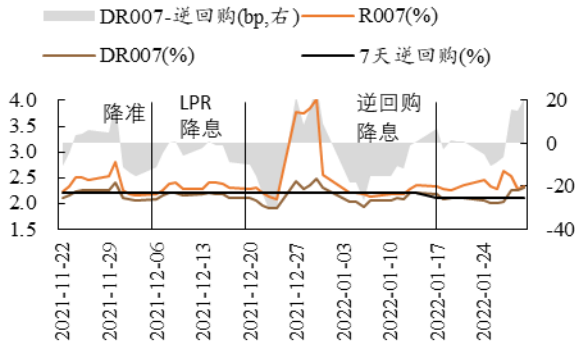
资料来源：Wind，德邦研究所

表 3：7 天逆回购降息前后资金利率走势

降息落地时间	7 天逆回购操作利率	T-10D DR007 变化	T+10D DR007 变化
2019. 11. 18	-0.05%	30.20	-36.43
2020. 2. 3	-0.10%	15.52	-49.09
2020. 3. 30	-0.20%	15.93	-71.03
2022. 1. 17	-0.10%	-12.56	-34.09
2022. 8. 15	-0.10%	-9.55	28.09
2023. 6. 13	-0.10%	-22.93	6.73
2023. 8. 15	-0.10%	9.61	30.04
平均变化		3.75	-17.97

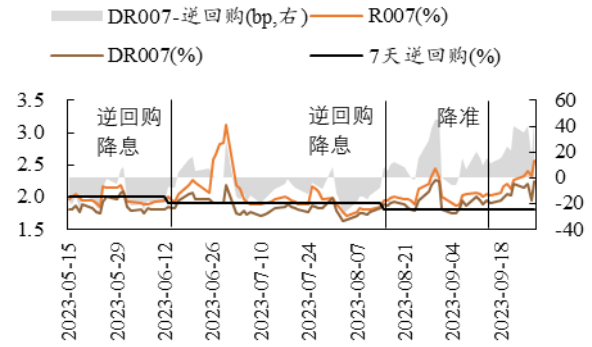
资料来源：Wind，德邦研究所

图 1: 宽货币阶段降息后资金利率更倾向下行



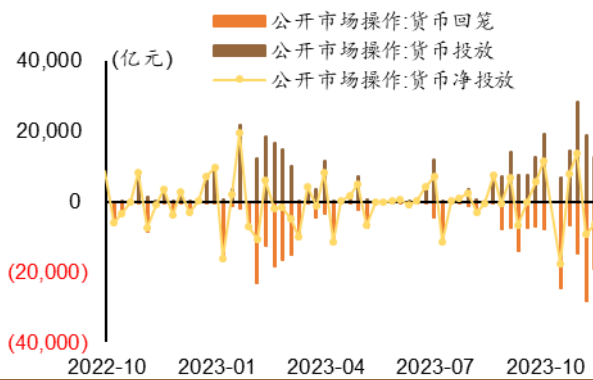
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 宽货币阶段降息前市场预期或更一致



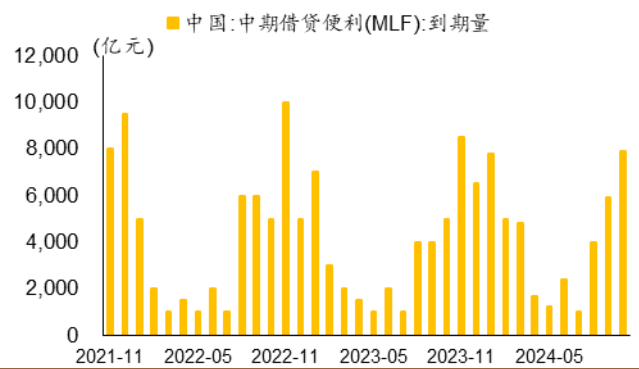
资料来源: Wind, 德邦研究所

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



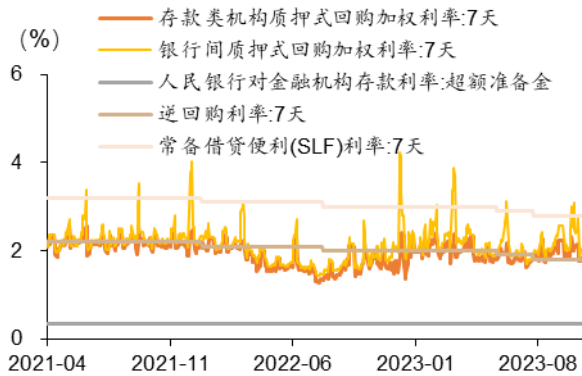
资料来源: Wind, 德邦研究所

表 4: 下周资金日历

单位: 亿元	周一(11-13)	周二(11-14)	周三(11-15)	周四(11-16)	周五(11-17)
逆回购到期	180	3,530	4,740	2,020	2,030
MLF 到期					
国债发行计划		2,300.00			800.00
地方债发行计划	709.82	197.10	63.96	682.12	
政金债发行计划	140.00				
同业存单到期	676.40	1,442.10	634.00	989.50	1,986.70
重要日期			缴准/税期	银行走款	银行走款

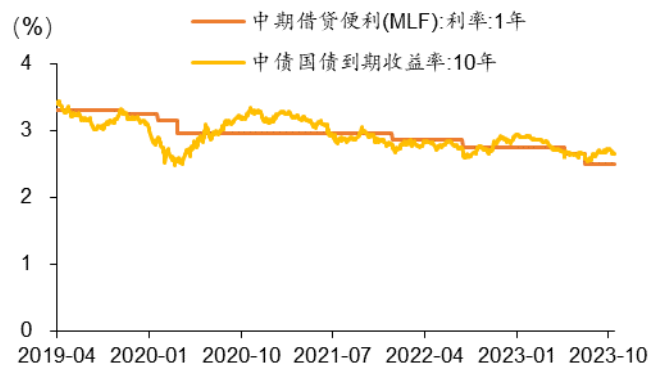
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 短期利率走廊



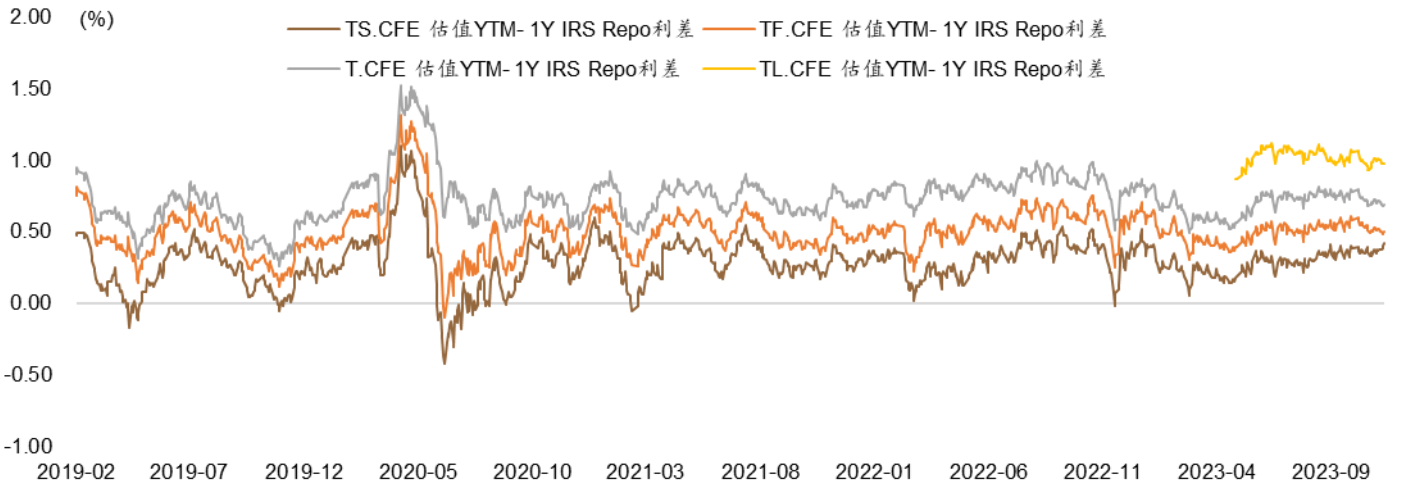
资料来源: Wind, 德邦研究所

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



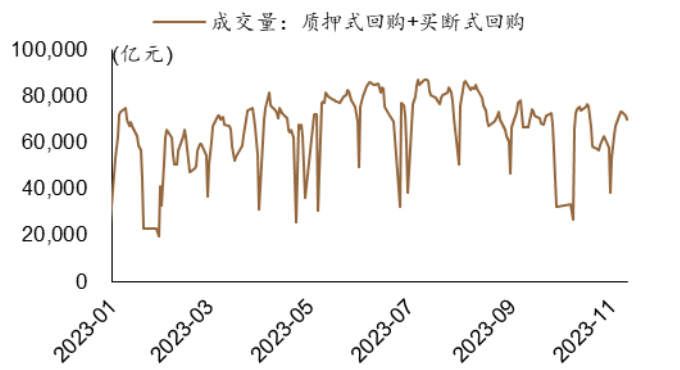
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：同业存单到期收益率走势



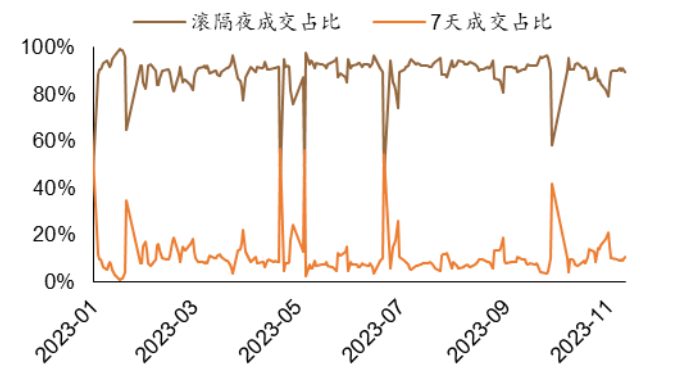
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：银行间资金杠杆情况：回购



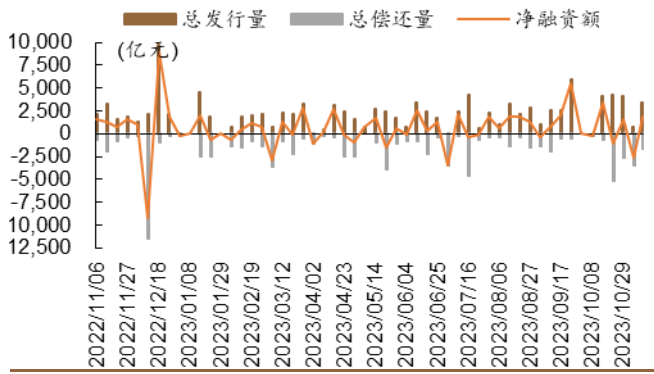
资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



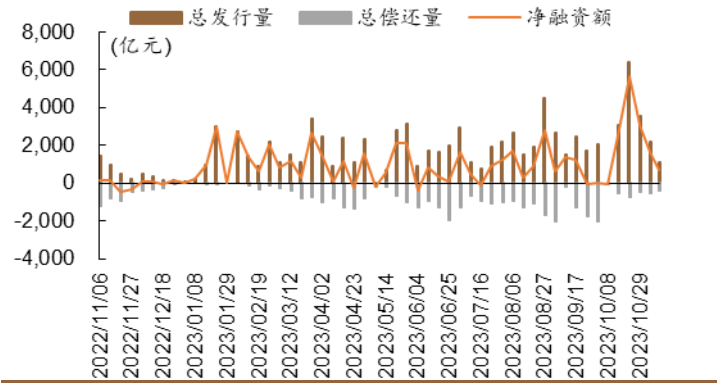
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12: 国债发行与到期



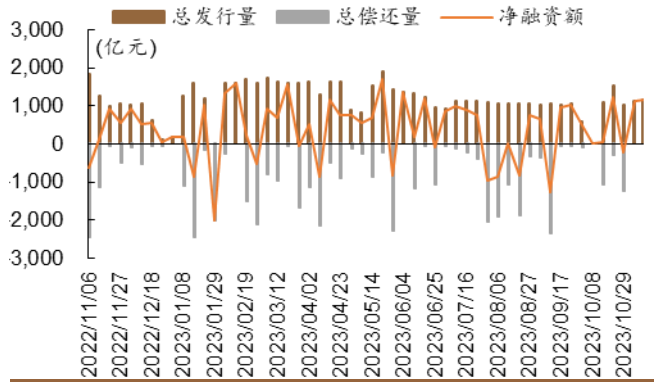
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 13: 地方债发行与到期



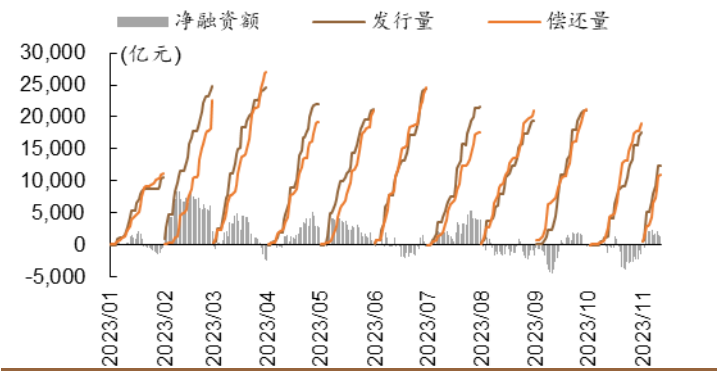
资料来源: Wind, 德邦研究所

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。