

宏观杠杆率被动上升

--金融高频数据周报（2023年12月25日-12月29日）

核心观点：

近日，央行发布了《中国金融稳定报告（2023）》，对2022年中国金融体系的稳健性状况进行了全面评估。其中专栏一为《我国宏观杠杆率变动趋势及结构分析》，央行初步测算，2022年我国宏观杠杆率是281.6%，比上年末高9.6pct，增速环比2021年增加18.3pct。2022年宏观杠杆率转为上升，包含两层含义，一方面是经济下行压力较大，另一方面是逆周期调节。

2017-2021五年间宏观杠杆率的低增速为2022年及后续的逆周期调节创造政策空间。2017-2021宏观杠杆率平均增速为4.6%，低于2012-2016的平均增速8.8pct。

2022年宏观杠杆率是被动上升，实际GDP增速放缓是主因，物价涨幅回落有助推动作用，债务增长放缓则部分对冲前两者带来的上行影响。其中实际GDP和物价对宏观杠杆率同比多增的贡献率分别为80%、33%，债务是负贡献。2022年实际GDP增速3.0%，低于2021年5.45pct；通胀水平较温和，GDP平减指数为2.2%，环比下降2.4pct。稳健的货币政策背景下，我国总债余额2022年同比增长9.0%，环比下行0.8pct。

分部门看，企业杠杆率上行是宏观杠杆率上升的主因，政府杠杆率上升，居民杠杆率连续2年回落。企业杠杆率上升6.6pct，但结构优化，主要由于表内信贷增加，表外融资收缩。企业中长期贷款、短期贷款和票据融资分别拉动企业部门杠杆率上升5.7pct、0.8pct和2.0pct。居民部门则表现出减少负债、增加储蓄的倾向，2022年居民部门债务同比增长4.4%，增速下降7.9pct；存款同比增长17.3%，环比上升6.8pct。

央行稳健的货币政策框架下，宏观杠杆率阶段性上升但总体稳定。“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”意味着宏观杠杆率的分子、分母总体匹配，另一方面更加关注价格水平，有利于推升其回归合理水平，保持宏观杠杆率相对稳定。根据中国社会科学院的数据口径，截止2023年3季度，宏观杠杆率为286.6%，比2022年年末上行13.5pct，其中居民部门上行1.9pct，企业上行8.1pct，政府部门上行3.4pct。

本周利率与汇率市场观察：

公开市场操作7天和14天逆回购净投放12570亿元，呵护跨年流动性。跨年资金季节性紧张：29日SHIBOR007和DR007分别收于1.8670%、1.9079%。GC007本周上行后回落至2.2550%。

银行间质押式回购日成交量快速回落：从上周的7.5万亿回落至约5万亿。

国债收益率曲线下移，利差扩大：10年期国债收益率回落至2.56%；1年期回落至2.09%。

同业存单发行利率回落至MLF利率下方：本周1年期国有银行发行利率回落至2.48%，股份制银行回落至2.36%。

美元指数下行0.32%至101.4%，人民币汇率回到7.1之内：人民币本周升值0.67%，即期汇率收于7.0920（较上周-473pips）。日元+1.02%、欧元+0.22%、加元+0.09%、澳元+0.86%、英镑+0.28%。

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

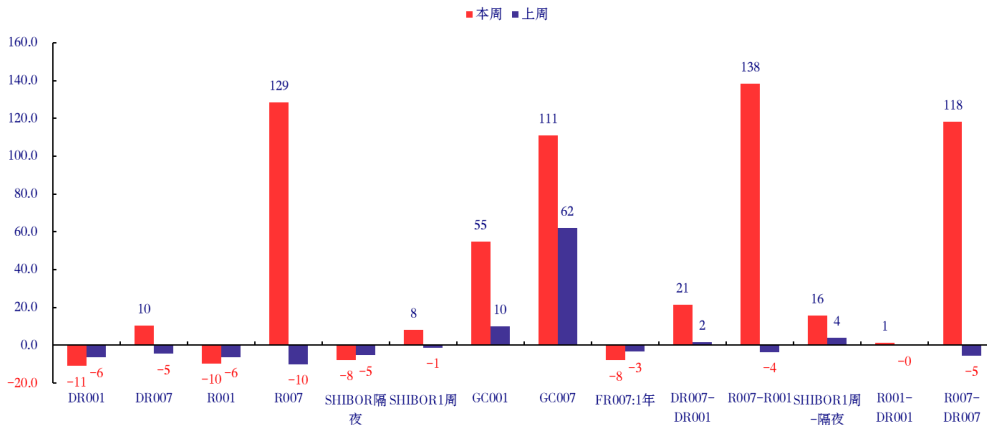
✉：zhanlu@chinastock.com.cn

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

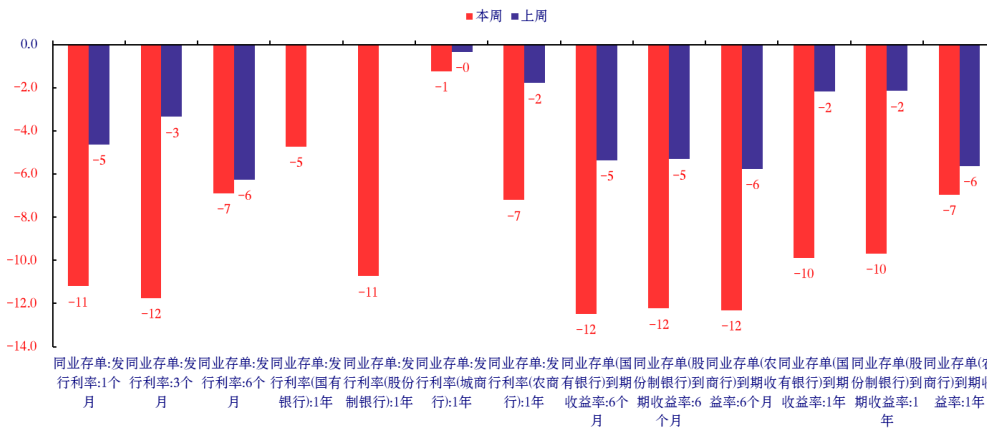
图1：货币市场利率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：12月25日-12月29日，上周：12月18日-12月22日，上上周：12月11日-12月15日

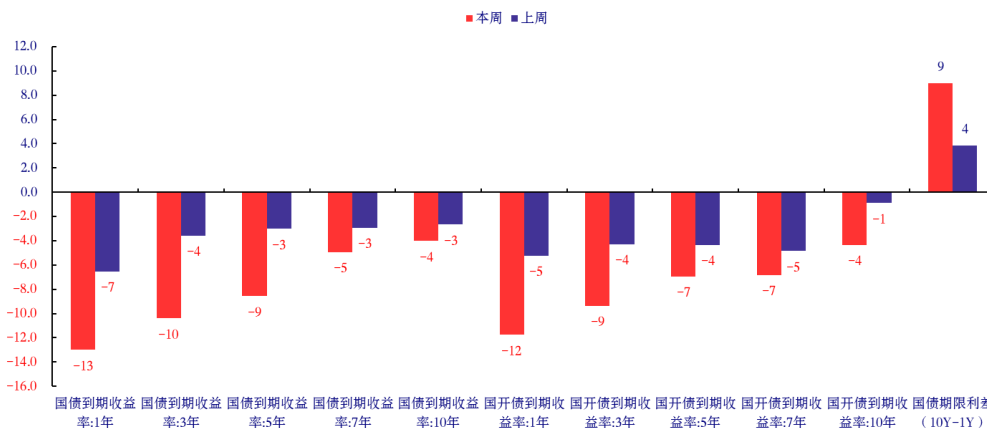
图2：同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化（BP）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

本周：12月25日-12月29日，上周：12月18日-12月22日，上上周：12月11日-12月15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

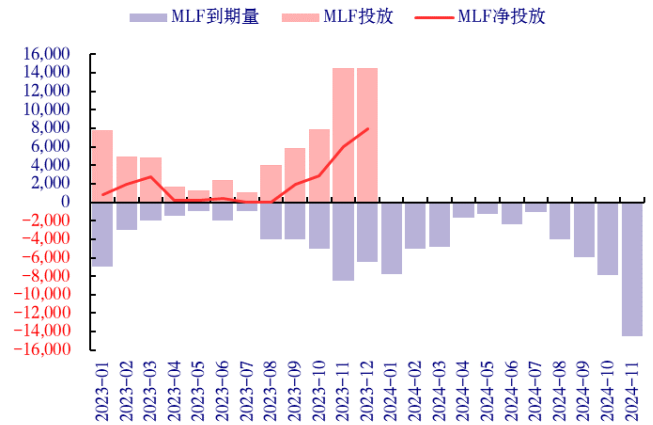
本周：12月25日-12月29日，上周：12月18日-12月22日，上上周：12月11日-12月15日

图4：央行公开市场净投放 12570 亿元（仅逆回购）（亿元）



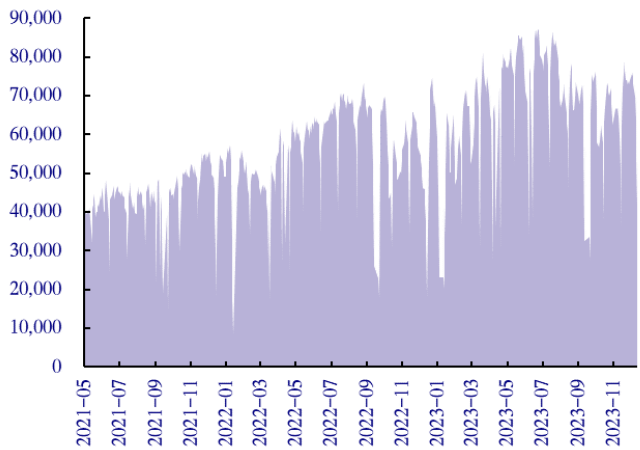
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：12月 MLF 净投放 8000 亿（亿元）



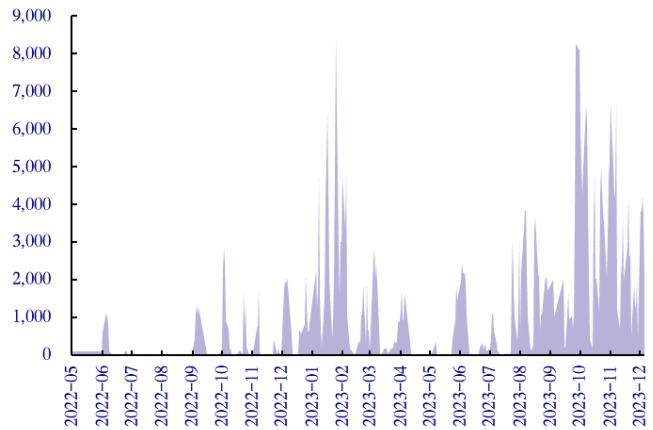
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：银行间质押式回购日均成交量降低至约 5.05 万亿（亿元）



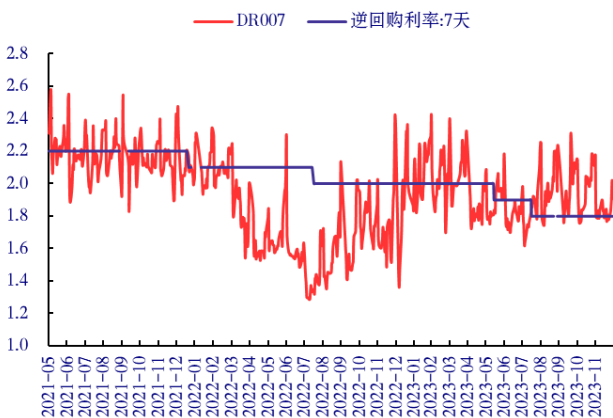
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：7 天逆回购规模本周合计 17540 亿（亿元）



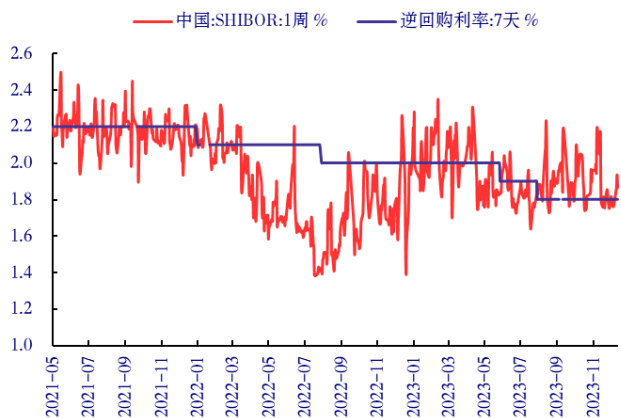
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：DR007 上行至 1.9079%（%）



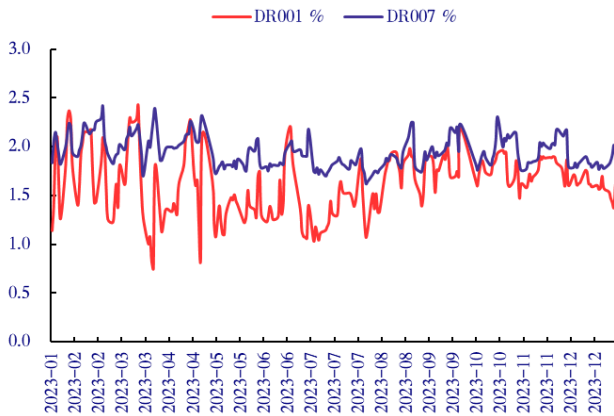
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：SHIBOR007 收于 1.8670%



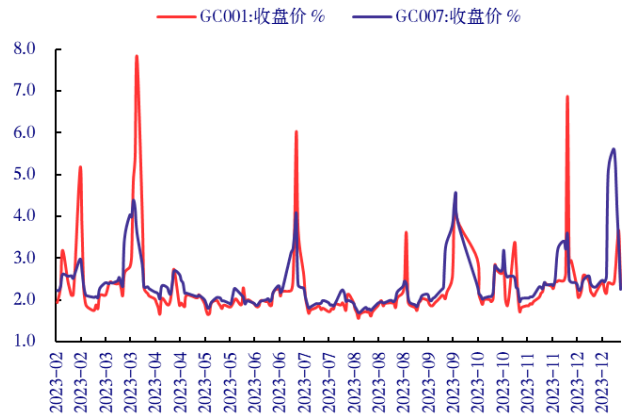
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差上行后回落至 25BP



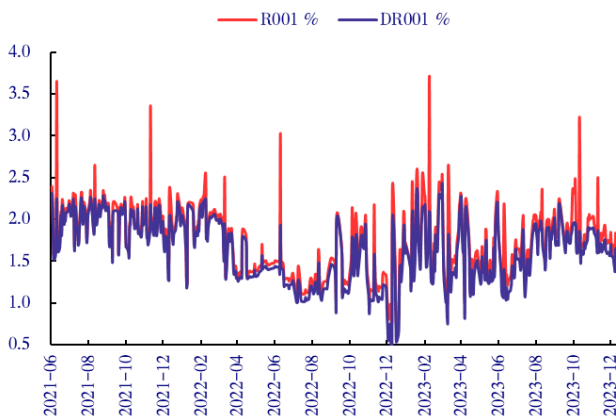
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: 上证所国债回购利率上升后回落



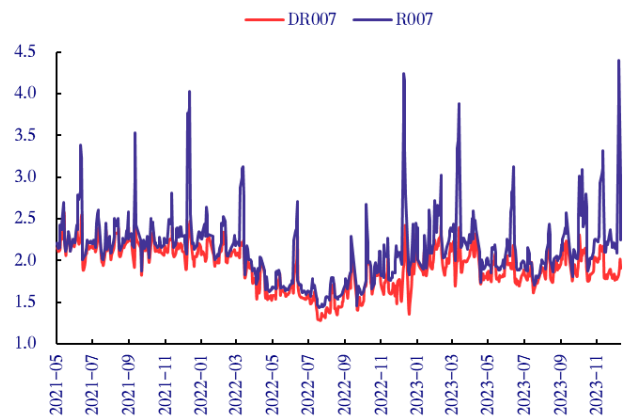
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: R001 和 DR001 利差扩大



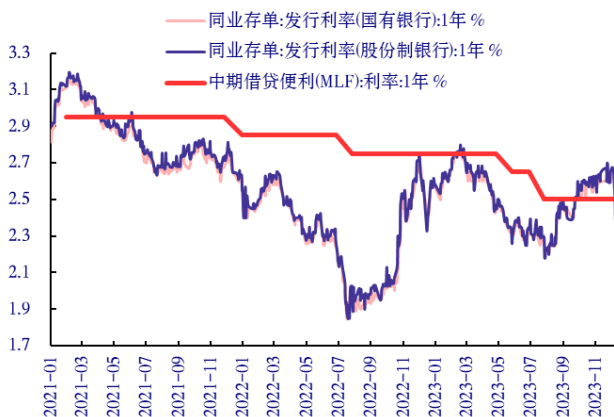
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: R007 和 DR007 利差扩大 (%)



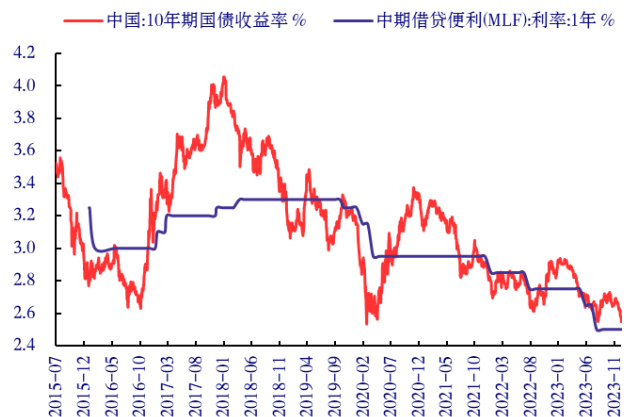
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: 同业存单发行利率与 MLF 利率



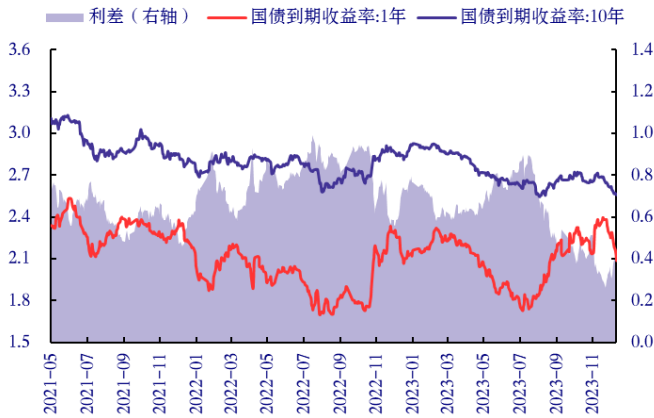
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: 10 年期国债收益率与 MLF 利率



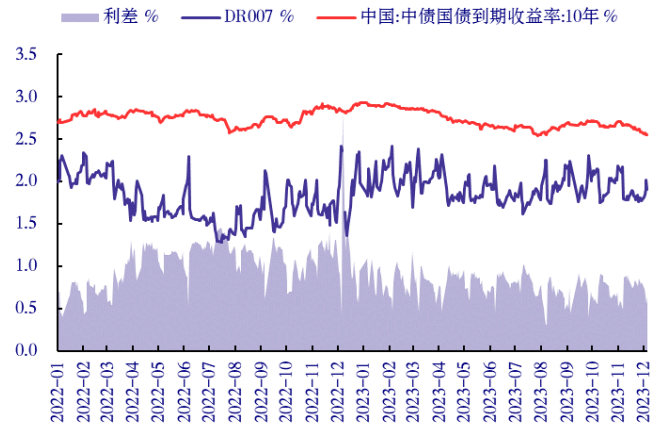
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16: 国债收益率利差扩大(%)



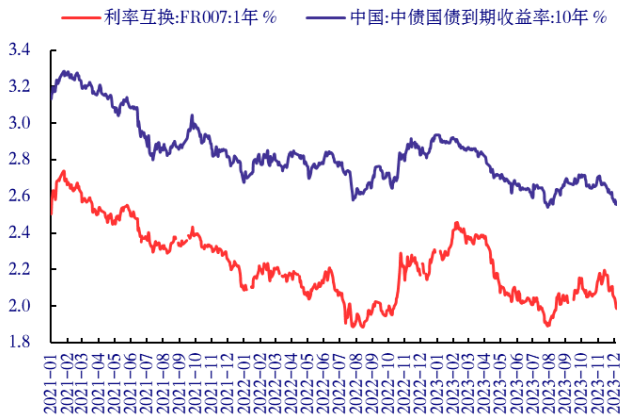
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图17: 10年期国债收益率与DR007利差缩小至64BP



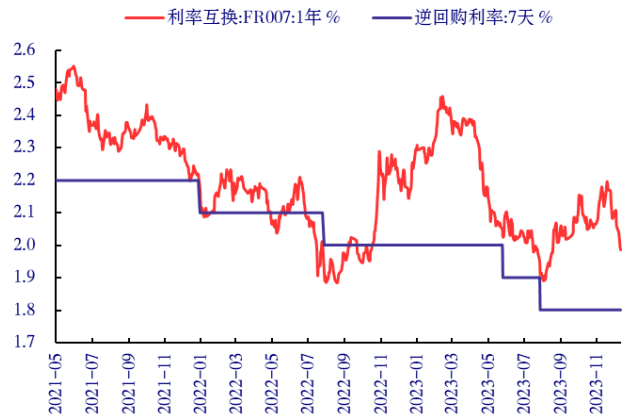
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图18: 1年期FR007利率与10年国债收益率利差扩大



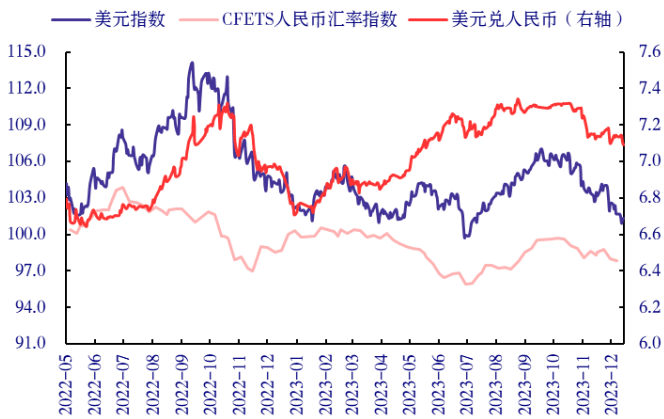
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图19: 一年期FR007下行



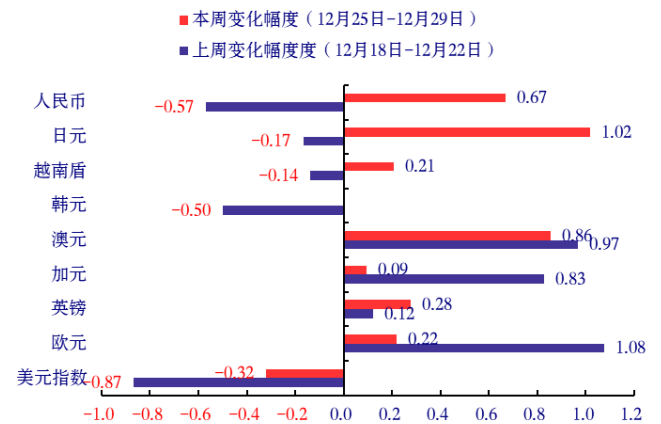
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图20: 美元指数下行至101.4



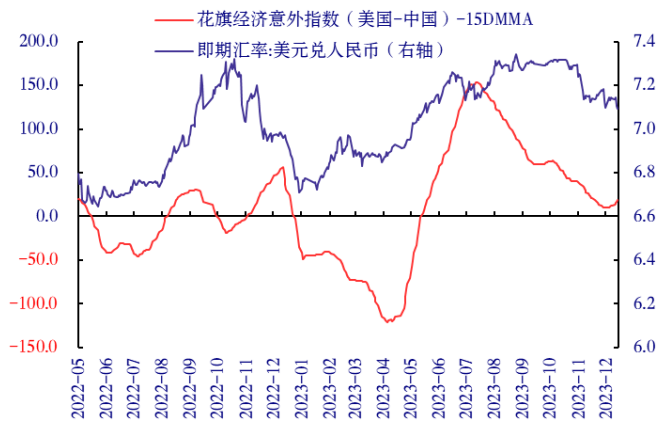
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图21: 非美货币(%)



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扩大



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.13%



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 3060 亿元 (仅逆回购) (亿元)	3
图 5: 12 月 MLF 净投放 8000 亿 (亿元)	3
图 6: 银行间质押式回购日均成交量小幅汇率至约 7.5 万亿 (亿元)	3
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 6720 亿 (亿元)	3
图 8: DR007 回落至 1.7758% (%)	3
图 9: SHIBOR007 收于 1.7620%	3
图 10: DR007 与 DR001 利差基本持平至 20BP	4
图 11: 上证所国债回购利率快速上升	4
图 12: R001 和 DR001 利差小幅扩大	4
图 13: R007 和 DR007 利差回落 (%)	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: 国债收益率利差基本持平 (%)	5
图 17: 10 年期国债收益率与 DR007 利差缩小至 81BP	5
图 18: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差缩小	5
图 19: 一年期 FR007 下行	5
图 20: 美元指数下行至 101.7	5
图 21: 非美货币 (%)	5
图 22: 花旗经济意外指数差值扩大	6
图 23: 人民币即期汇率收盘价偏离中间价 0.62%	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