

从资金面和赎回压力看债市

孙丽萍（固定收益分析师）SAC号码：S0850522080001

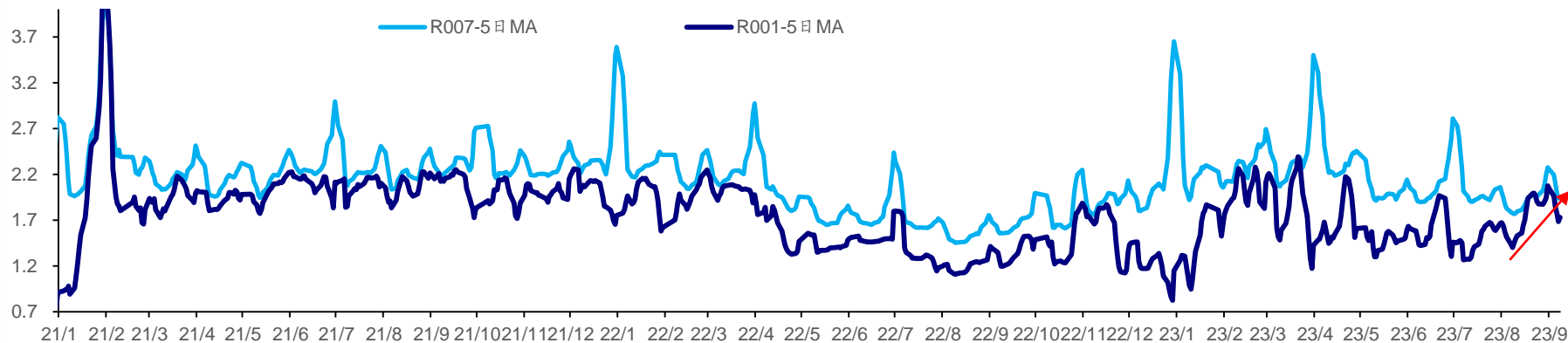
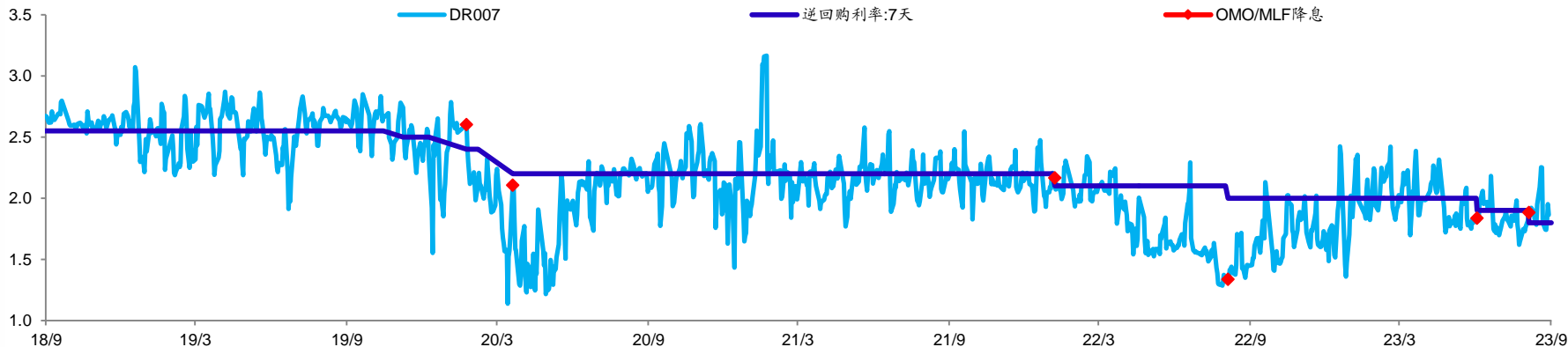
联系人：藏多

2023年9月15日

● 1 资金面或维持均衡，关键看央行操作

9月受缴税缴款、汇率和跨季跨节等影响，资金面或先稳后紧

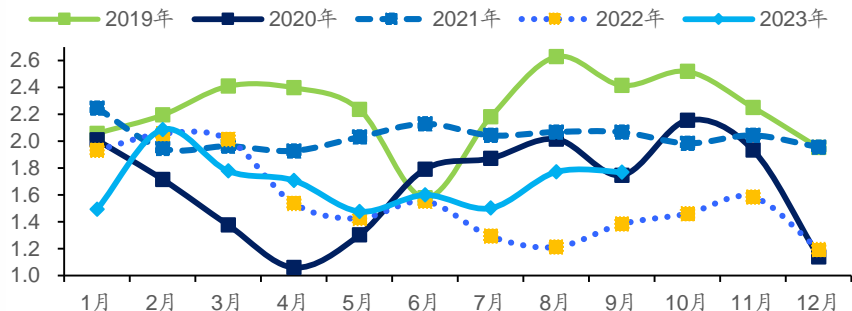
8月降息后资金面收敛，9月以来资金利率基本在OMO上方



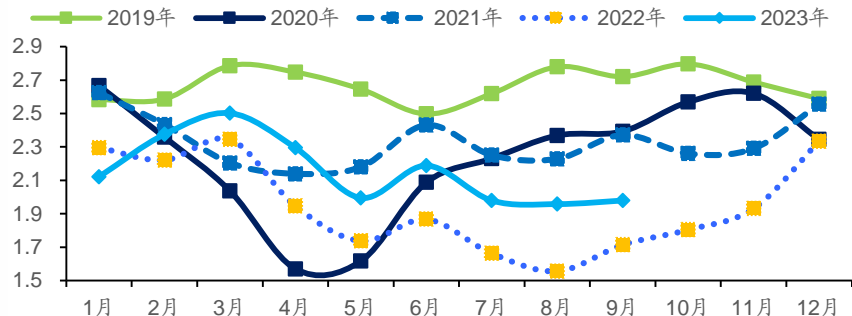
资料来源：WIND，海通证券研究所。单位：% ，更新至23/9/8。请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

从历史来看，9-10月资金利率有抬升压力

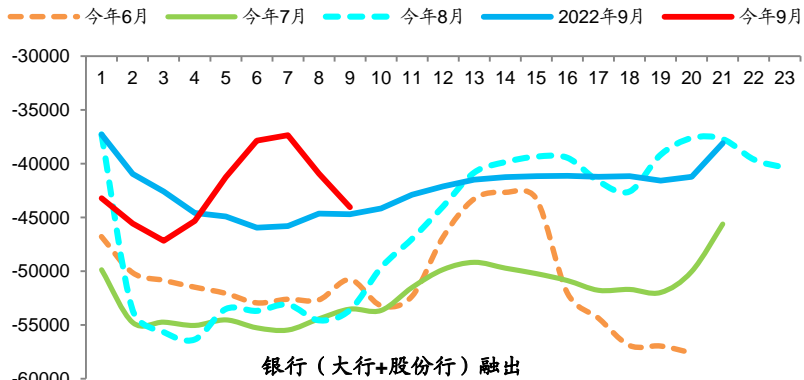
R001月均值走势（截至9/13，%）



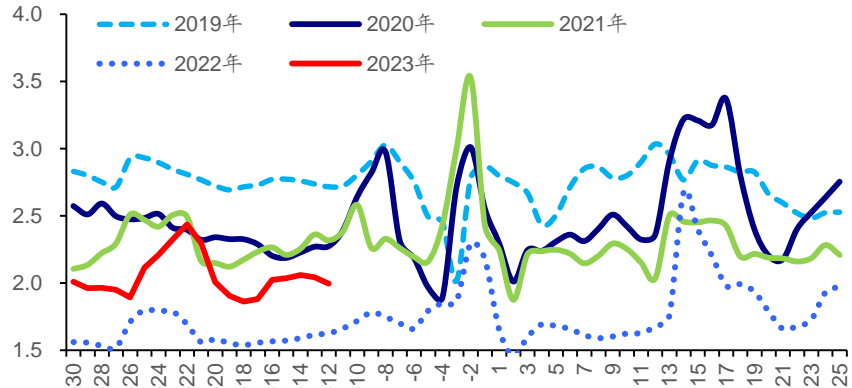
9月R007月均值上行居多（截至9/13，%）



大行股份行回购融出规模下降（亿元，截至9/13）



国庆节前后资金利率走势（R007，截至9/13，%）

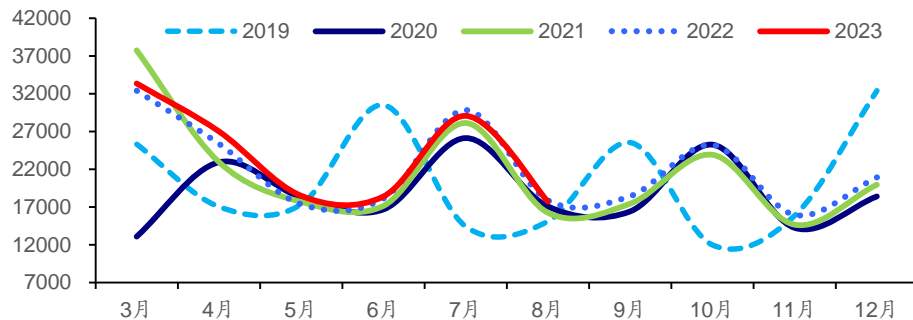


资料来源：WIND，海通证券研究所；右下图1为国庆节后第一个交易日，-1为节前，其他同理。请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

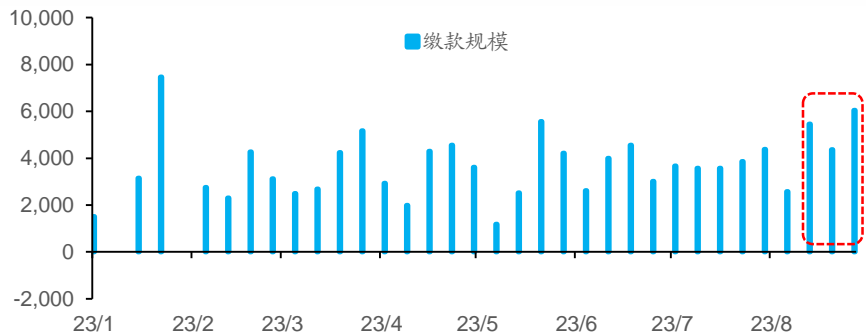
9月财政投放流动性，10月回笼资金

- 季度末月财政投放会加快。
- 年内政府债缴款高峰在8月，9月环比或放缓。
- 10月是财政存款增长大月，主要是缴税规模高且财政支出放缓，或将大规模回笼流动性。

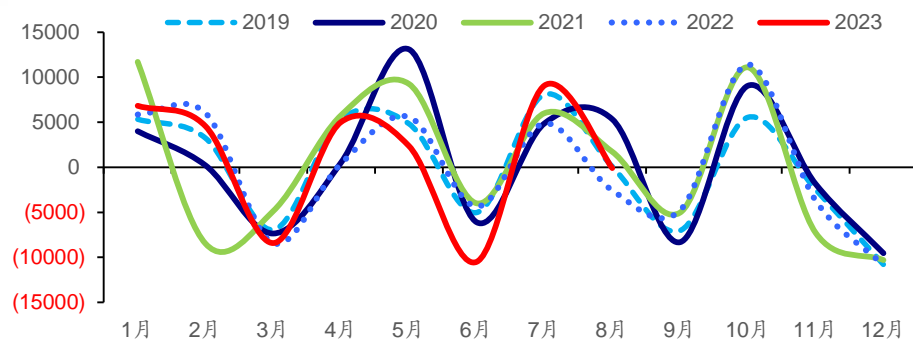
财政支出规模（亿元）



政府债缴款规模（周度，亿元）



金融机构：财政存款：当月值（亿元）

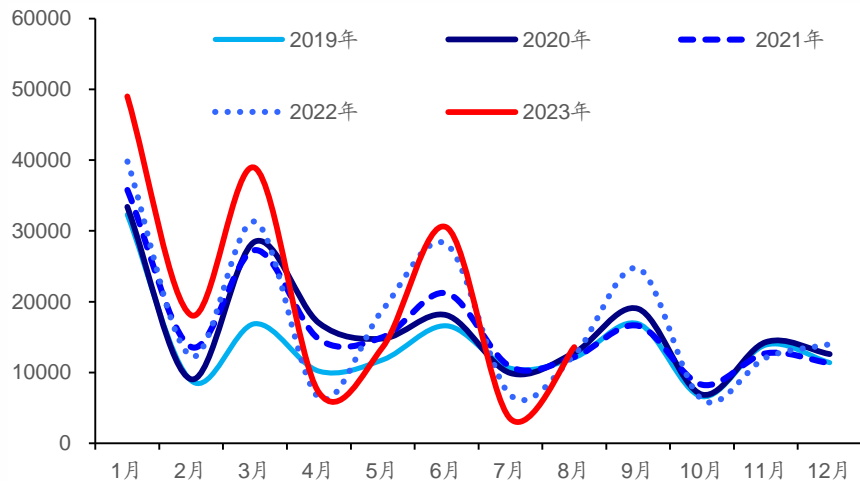


资料来源：WIND，海通证券研究所；请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

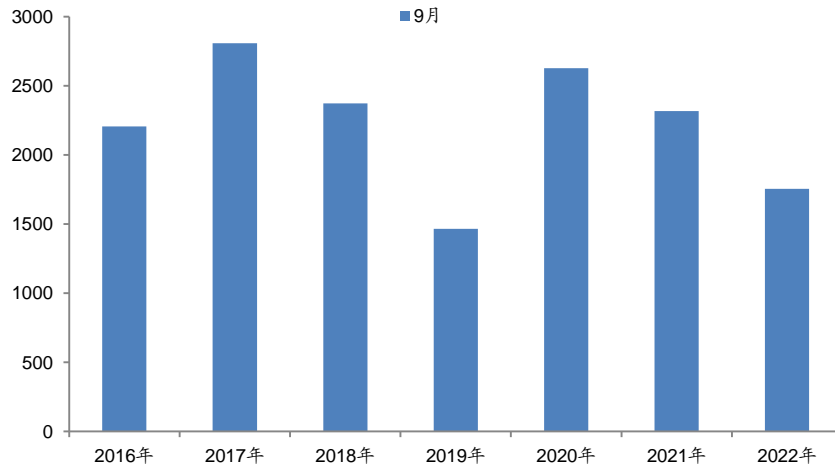
9月缴准现金走款增加，10月走款回流

- Q2货政报告：增强信贷总量增长的稳定性和可持续性...着力提升货币信贷支持实体经济恢复发展的质量和效率。
- 9月是信贷投放大月之一，缴准吸收流动性将增加，以及长假在即，现金走款规模将增多。
- 10月资金较9月有支撑，主要是信贷压力放缓，现金走款回流。

信贷投放（当月，亿元）



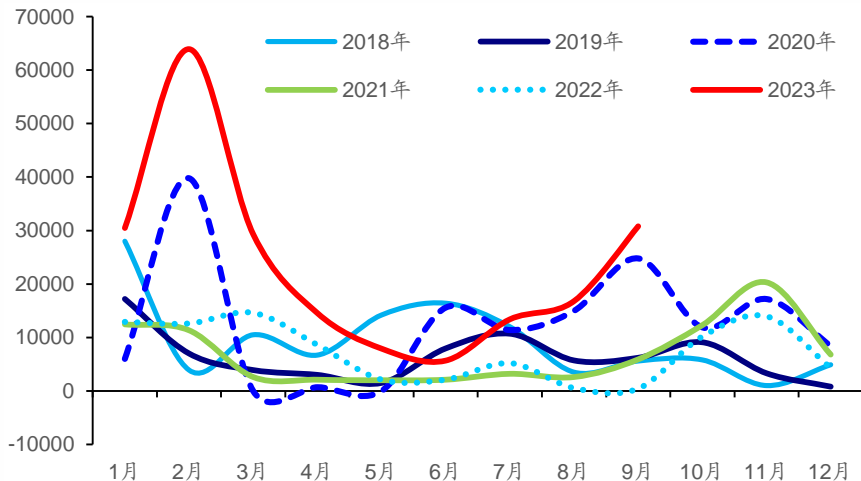
9月现金走款规模（M0月度增量，亿元）



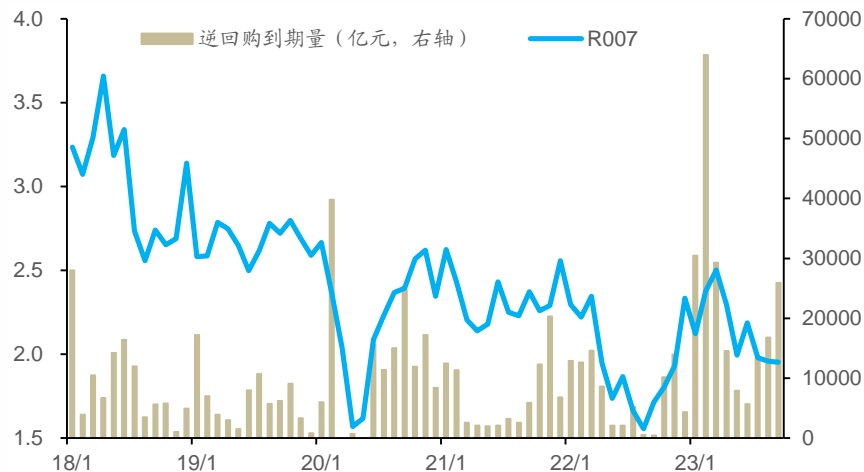
资金面或维持均衡，宽松程度看央行投放

- 外汇占款变化较小，因此我们从财政存款、缴准、现金走款来看，我们预计9月、10月这三项或大体对冲、10月流动性或趋于改善（缴税缴款等特殊时点除外），具体资金面宽松程度，要看央行操作。
- 中长期资金方面，9-12月MLF到期量也不小，合计规模有2.4万亿元，其中11月MLF到期量高达8500亿元。
- 9月14日央行宣布降准25bp，呵护市场流动性。

逆回购到期规模（月度，亿元，截至9/15）



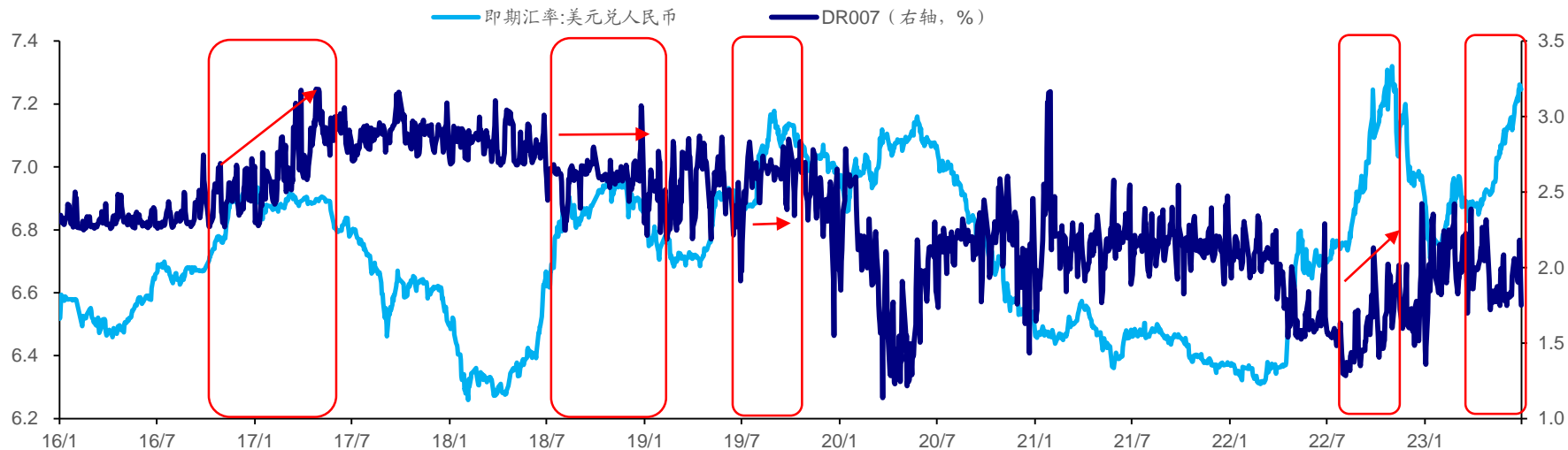
资金利率与逆回购到期规模（%，亿元）



短期来看，汇率制约宽松节奏

- Q2货政报告：必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险...
- 央行：自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点...由现行的6%下调至4%。

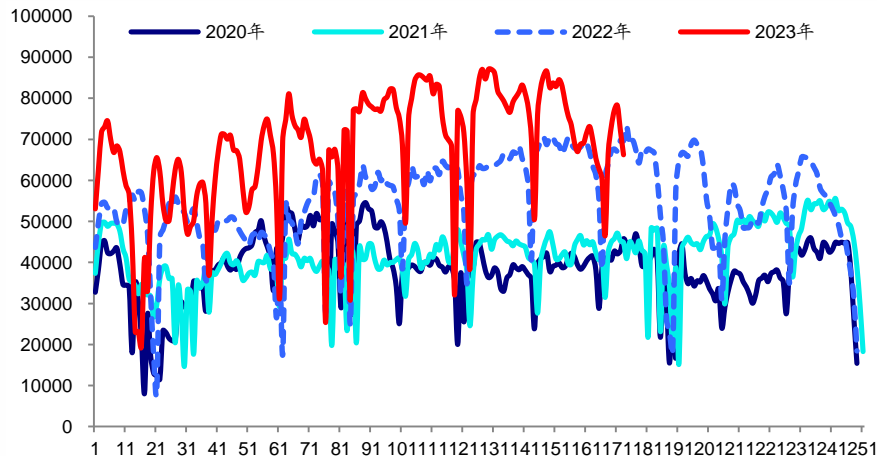
人民币汇率承压 (%)



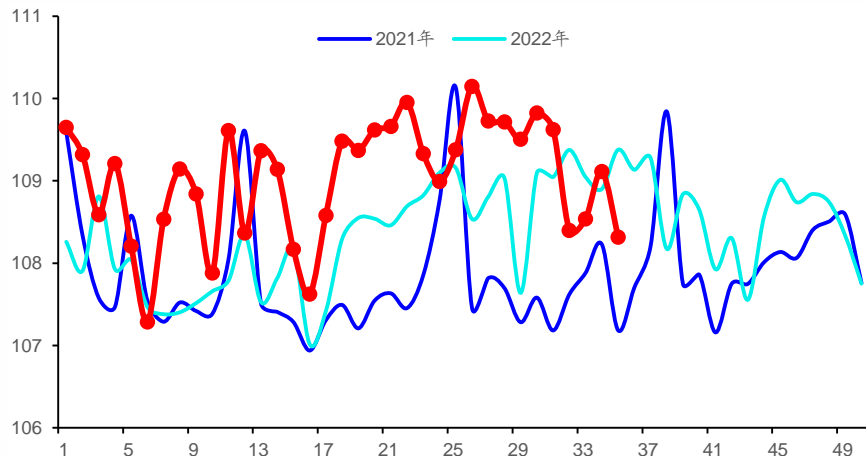
资金空转有所缓解

- 8月2日中国人民银行货币政策司司长邹澜表示：**要科学合理把握利率水平**。既要根据经济金融形势和宏观调控需要，适时适度做好逆周期调节，又要兼顾把握好增长与风险、内部与外部的平衡，**防止资金套利和空转.....**
- 从银行间债市杠杆率和质押式回购成交量来看，当前资金空转逐步缓解。

质押式回购成交量先上后下（截至9/8，%）



银行间债市杠杆率下降（截至9/8，%）

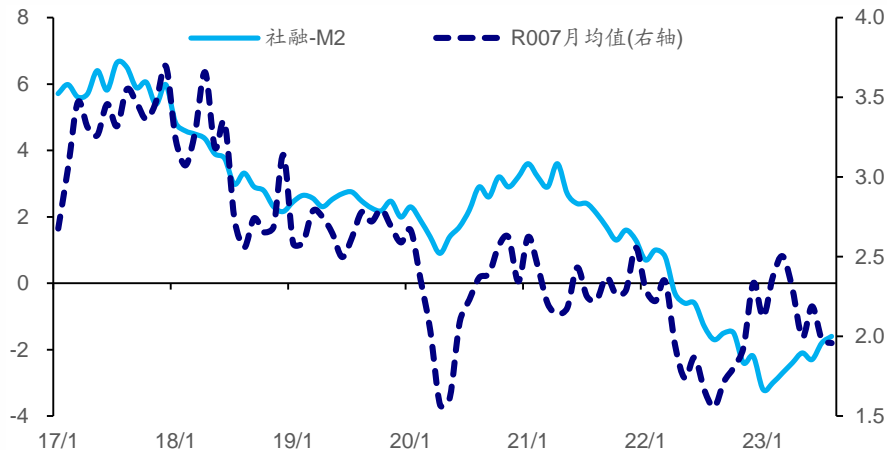


资料来源：WIND，海通证券研究所；左图横轴为当年第N个交易日，右图横轴是当年第N周。请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

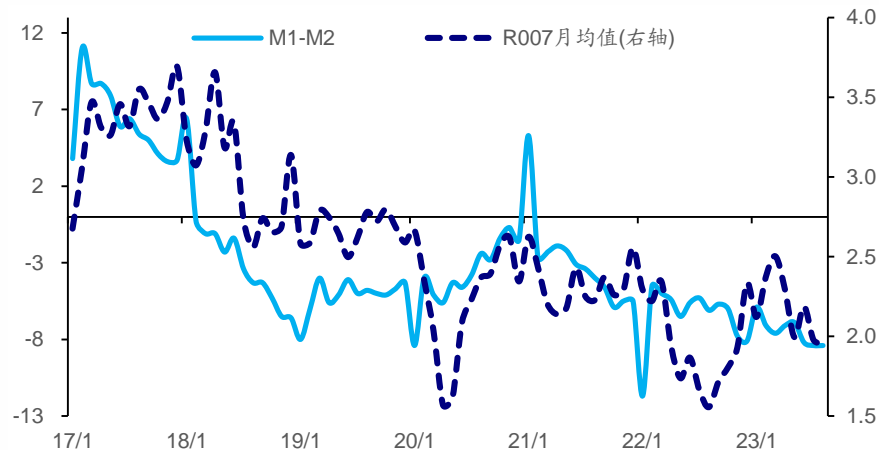
但M1-M2剪刀差在偏低水平

- 从社融-M2剪刀差来看资金空转程度，今年2月以来倒挂持续缓解。
- 从M1-M2剪刀差来看，目前仍处于偏低水平。

社融-M2剪刀差 (%)

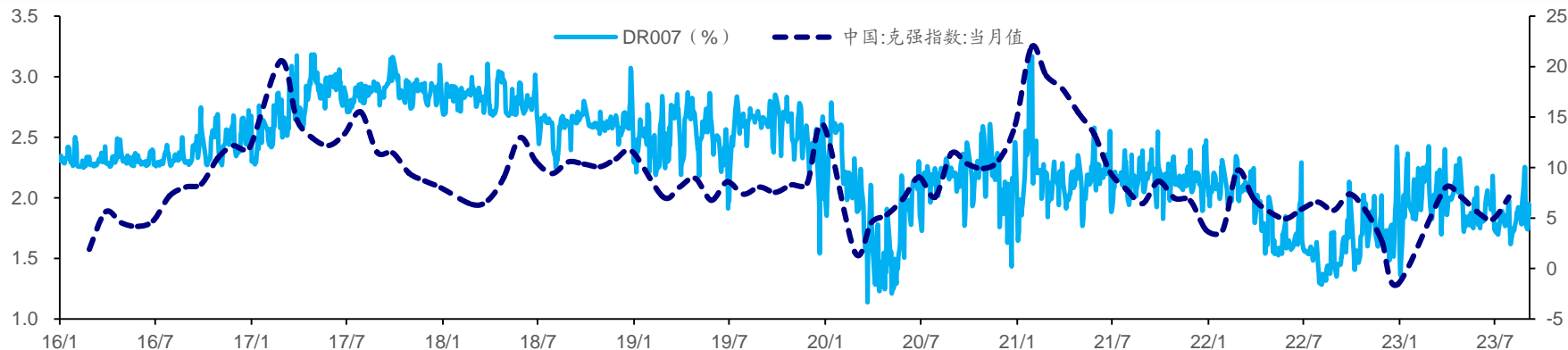
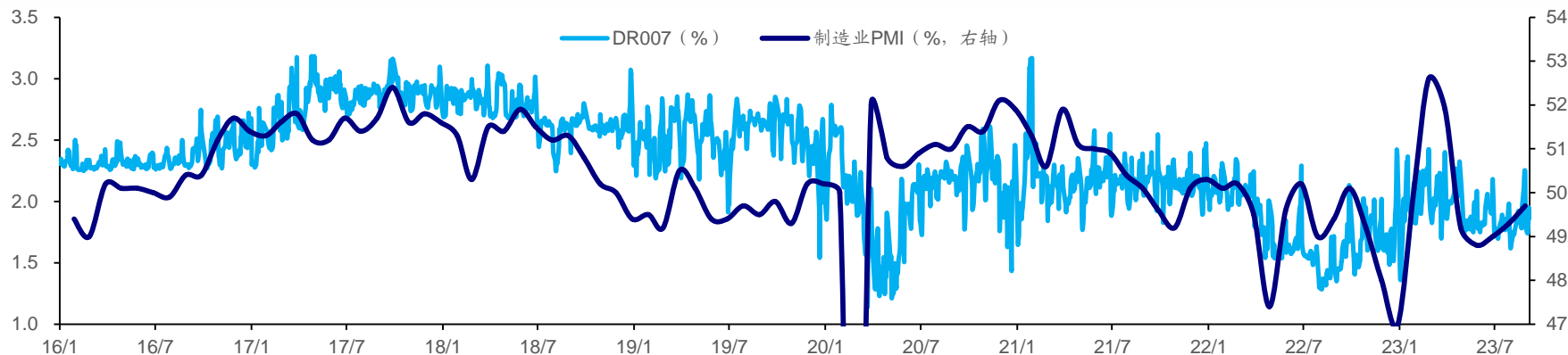


M1-M2剪刀差 (%)



随着政策发挥效果，资金或进一步流向实体

制造业PMI已连续三个月回升，实体经济对流动性的吸纳或在逐步改善



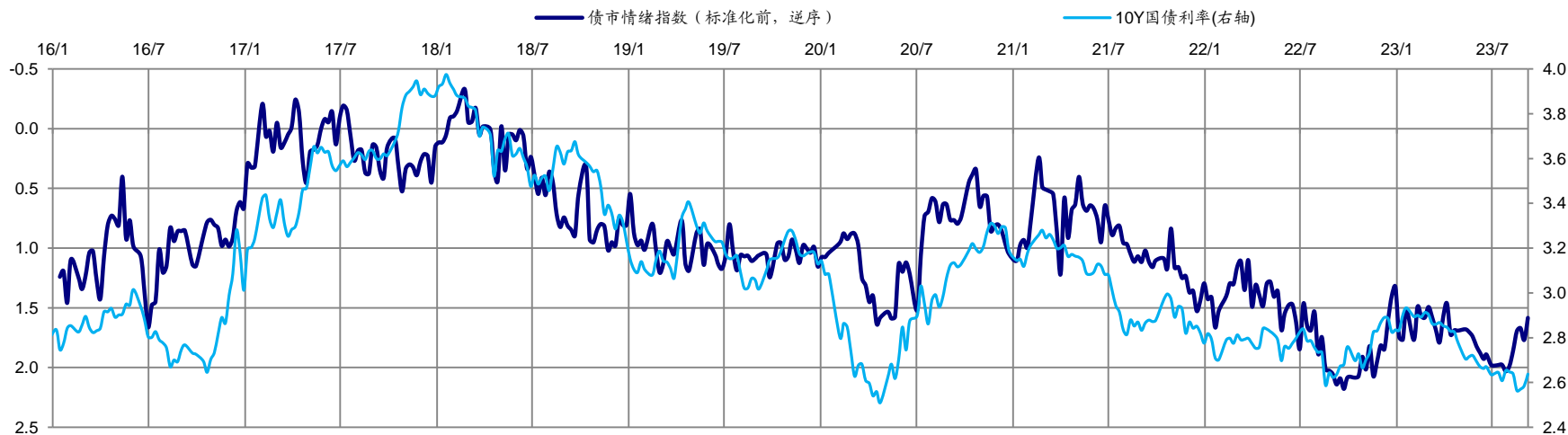
• 2 当前赎回压力与去年末不同

理财仍在净买入，赎回压力有限，中短久期高等级套息策略或占优

政策面和资金面有差异，债市情绪好于去年末

- 政策并不像去年末有突然的转变，以及央行持续呵护市场流动性。
- 海通债市情绪指数在去年末创22年5月下旬以来新低，之后震荡升温，至8月上旬达到高点后，情绪降温、回到今年4月中旬的水平。

10Y国债利率（%）与债市情绪指数



9月新一轮存款利率下调已兑现，9月降准落地

新一轮存款利率已下调

项目	中国银行			建设银行			工商银行			农业银行			交通银行			邮储银行			
	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	调整幅度 (bp)	
活期存款	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	
定期存款	整存整取																		
	三个月	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0
	六个月	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.46	1.46	0
	一年	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.65	1.55	-10	1.68	1.58	-10
	二年	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20	2.05	1.85	-20
	三年	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25	2.45	2.2	-25
	五年	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25	2.5	2.25	-25
	零存整取、整存零取、存本取息																		
	一年	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0	1.25	1.25	0
	三年	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.46	1.46	0
五年	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.45	1.45	0	1.46	1.46	0	
定活两便	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折		-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折		-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折		-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折		-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折		-	按一年以内定期整存整取同档次利率打6折		-	
协定存款	0.9	0.9	0				0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	0.9	0.9	0	
通知存款																			
一天	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	0.45	0.45	0	
七天	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	1	1	0	

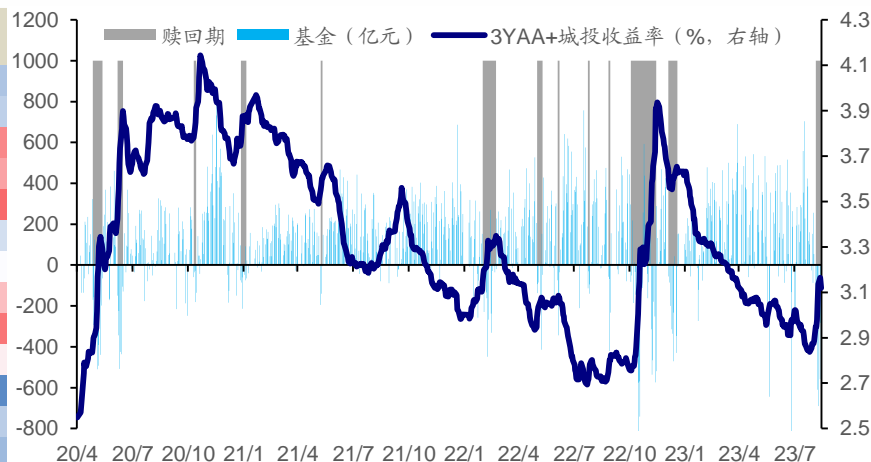
- 中国人民银行决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。

复盘以往基金赎回情况

- 9/4-9/12基金连续7个交易日赎回（截至9/13），日均赎回规模较高，累计赎回规模已高于年初1月份的水平；至9月13日，基金已转为净买入。
- 当前较去年11月~12月中的累计赎回规模仍有差距，彼时主要赎回5年以内和7-10年；当前主要赎回3年以内、7-10年和20年以上超长债。

基金以往赎回规模复盘（截至23/9/13）

起始日期	结束日期	持续时间 (交易日)	净卖出交 易日数	平均净卖出规 模(亿元)	累计净卖出规 模(亿元)
2020/5/26	2020/6/11	13	10	-211	-2740
2020/7/6	2020/7/15	8	8	-291	-2324
2020/11/9	2020/11/13	5	5	-88	-438
2021/1/26	2021/2/4	8	7	-66	-529
2021/6/7	2021/6/10	4	4	-86	-343
2022/3/2	2022/3/24	17	14	-106	-1810
2022/5/31	2022/6/9	7	6	-118	-825
2022/7/4	2022/7/7	4	4	-155	-620
2022/8/23	2022/8/26	4	4	-95	-380
2022/9/26	2022/9/29	4	4	-194	-777
2022/11/2	2022/12/14	31	22	-154	-4776
2023/1/3	2023/1/18	12	10	-202	-2425
2023/9/4	2023/9/12	7	7	-442	-3094



资料来源：WIND，海通证券研究所；更新9/13。

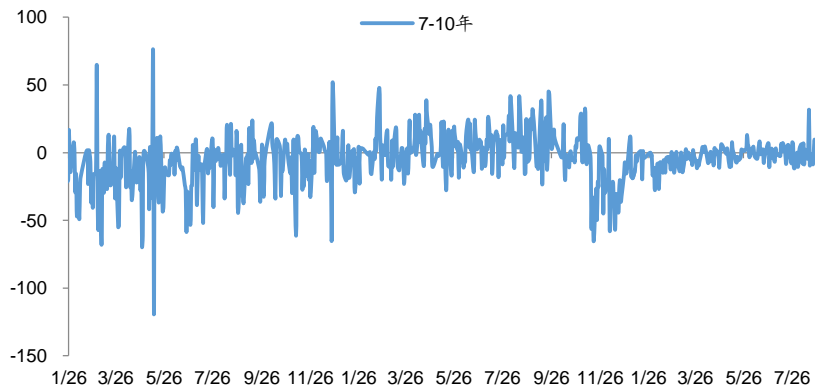
赎回期的选择依据是：基金连续赎回4个交易日及以上的，在此基础上中间虽间断但间断时间较短的。请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

相比于22Q4: 理财净买入为主

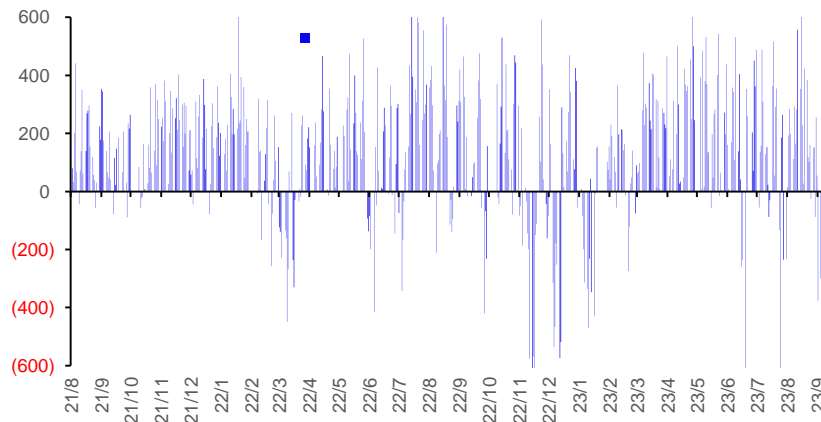
基金赎回规模对比 (二级现券, 亿元)

现券净买入/卖出数据	1年及1年以下	1-3年	3-5年	5-7年	基金:7-10年	10-15年	15-20年	20-30年	30年以上	基金合计
去年11/2-12/14日均	-39	-31	-45	2	-31	-2	-3	-5	0	-154
去年11/2-12/14累计	-1196	-958	-1397	77	-964	-67	-96	-162	-13	-4776
今年9/4-9/12日均	-149	-103	-27	-23	-92	-1	3	-22	-28	-442
今年9/4-9/12累计	-1045	-724	-186	-164	-642	-5	21	-155	-194	-3094

理财仍在净买入 (二级现券, 截至9/13, 亿元)



9/4-9/12基金净卖出 (二级现券, 截至9/13, 亿元)



资料来源: WIND, 海通证券研究所; 更新9/13。请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

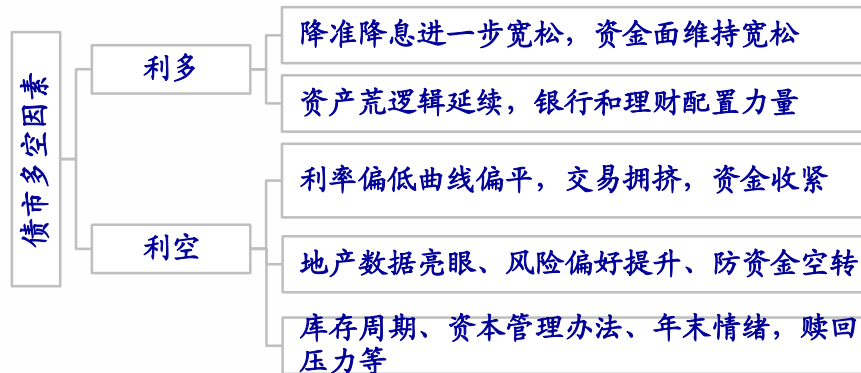
短期或震荡偏弱，票息确定性更高

- **高点：**19年十年国债最高点3.43%（19/4/24），比MLF高13BP；21年牛市开启前十年国债最高点3.35%（20/11/19），比MLF高40BP；今年年初高点2.93%、高出MLF利率18BP。
- **策略：**票息为主、波段为辅，中短久期高等级套息策略或占优。

十年国债利率走势及MLF利率（%）



利率何时反弹？债市多空因素分析



关注调整后的波段行情



- 从波段时间和空间角度来看：
- (a) 2017年以来波段空间的持续时间和空间均收窄，利率上行阶段平均持续25个交易日，上行幅度为19BP；
- (b) 利率下行阶段平均持续11个交易日，安全边际为10BP左右。
- 风险提示：基本面变化、政策不及预期、信用风险、数据统计存在遗漏或偏差。

震荡偏弱行情区间	10Y国债活跃					10Y国开活跃					
	起始日期	结束日期	持续时间 (天)	持续时间 (交易日)	利率变动 (BP)	起始日期	结束日期	持续时间 (天)	持续时间 (交易日)	利率变动 (BP)	
10年7月~11年5月 (使用中债利率)	2010-07-15	2010-11-26	134	92	83	2010-07-23	2010-11-26	126	86	85	
	2010-11-26	2010-12-20	24	16	(23)	2010-11-26	2010-12-20	24	16	(28)	
	2010-12-20	2011-02-10	52	33	33	2010-12-20	2011-02-12	54	35	50	
	2011-02-10	2011-05-27	106	75	(29)	2011-02-12	2011-04-21	68	48	(12)	
12年1月~13年6月	2012-01-09	2012-04-20	102	70	16	2012-01-09	2012-04-20	102	70	58	
	2012-04-20	2012-05-25	35	24	(25)	2012-04-20	2012-05-25	35	24	(41)	
	2012-05-25	2013-01-04	224	152	50	2012-05-25	2012-12-25	214	147	73	
	2013-01-04	2013-06-06	153	106	(41)	2012-12-25	2013-06-07	164	112	(68)	
16年1月~16年3月	2016-01-21	2016-02-02	12	8	18	2016-01-21	2016-02-02	12	8	22	
	2016-02-02	2016-02-15	13	6	(15)	2016-02-02	2016-02-14	12	5	(18)	
	2016-02-15	2016-03-07	21	15	15	2016-02-14	2016-03-08	23	17	18	
	2016-03-07	2016-03-16	9	7	(14)	2016-03-08	2016-03-16	8	6	(10)	
17年1月~17年9月	2016-12-30	2017-03-10	70	47	40	2016-12-30	2017-03-10	70	47	56	
	2017-03-10	2017-03-24	14	10	(19)	2017-03-10	2017-03-24	14	10	(17)	
	2017-03-24	2017-06-08	76	51	42	2017-03-24	2017-06-06	74	49	32	
	2017-06-08	2017-06-19	11	7	(17)	2017-06-06	2017-06-20	14	10	(21)	
	2017-06-19	2017-09-05	78	56	18	2017-06-20	2017-09-05	77	55	25	
19年1月~3月	2017-09-05	2017-09-25	20	14	(7)	2017-09-05	2017-09-25	20	14	(20)	
	2019-01-17	2019-01-28	11	7	6	2019-01-08	2019-01-25	17	13	12	
	2019-01-28	2019-02-12	15	8	(7)	2019-01-25	2019-02-11	17	8	(8)	
	2019-02-12	2019-03-05	21	15	15	2019-02-11	2019-03-01	18	14	16	
22年8月~23年3月	2019-03-05	2019-03-08	3	3	(7)	2019-03-01	2019-03-08	7	5	(11)	
	2022-08-18	2022-09-30	43	30	15	2022-09-21	2022-09-30	9	7	15	
	2022-09-30	2022-10-31	31	18	(11)	2022-09-30	2022-10-31	31	18	(10)	
	2022-10-31	2022-11-14	14	10	19	2022-10-31	2022-11-14	14	10	15	
	2022-11-14	2022-11-23	9	7	(5)	2022-11-14	2022-11-23	9	7	(11)	
	2022-11-23	2022-12-06	13	9	16	2022-11-23	2022-12-06	13	9	17	
	2022-12-06	2023-01-04	29	21	(13)	2022-12-06	2023-01-04	29	21	(12)	
	2023-01-04	2023-01-28	24	13	12	2023-01-04	2023-01-28	24	13	15	
23年8月以来	2023-01-28	2023-02-09	12	10	(4)	2023-01-28	2023-02-09	12	10	(4)	
	2023-02-09	2023-03-02	21	15	4	2023-02-09	2023-03-02	21	15	6	
	2023-03-02	2023-09-08	18	14	13	2023-08-21	2023-09-06	16	12	11	
平均	利率上行阶段	-	-	57	39	25	-	-	54	37	32
	利率下行阶段	-	-	32	22	(16)	-	-	31	21	(20)
平均(17年以来)	利率上行阶段	-	-	37	25	19	-	-	34	23	21
	利率下行阶段	-	-	16	11	(10)	-	-	17	11	(13)

分析师声明

孙丽萍：固定收益研究

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。

孙丽萍（固定收益分析师）

SAC执业证书编号：S0850522080001

Email: slp13219@haitong.com

联系人：藏多

Email: zd14683@haitong.com

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; 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。