

相关研究

《近期背离的分析：权益终将胜出——23Q4 大类资产配置展望》
2023.10.11

《M1 与 M2 背离的剖析及对资产价格的启示——流动性研究系列二》2023.07.06

《中国消费的韧性：没有日本式资产负债表衰退》2023.05.06

寻找广谱利率体系的指南针

投资要点：

- **核心结论：**①主要的广谱利率包括政策利率、金融市场利率、信贷市场利率和金融产品利率。②从体量看，贷款利率、存款利率、国债利率、银行理财收益率、同业存单利率较为重要。③从领先关系看，金融市场利率领先政策利率，十年国债与 DR007 是较为重要的利率，信贷市场利率跟随政策利率变动，金融产品利率滞后于政策利率。
- **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。

分析师:孙丽萍

Tel:(021)23185648

Email:slp13219@haitong.com

证书:S0850522080001

联系人:藏多

Tel:(021)23185647

Email:zd14683@haitong.com

目 录

1. 我国广谱利率有哪些?	4
1.1 政策利率	4
1.2 金融市场利率	5
1.3 信贷市场利率	8
1.4 金融产品利率	9
2. 各类广谱利率体量对比	10
3. 各类广谱利率领先关系与展望	11

图目录

图 1	我国利率体系和调控框架 (%)	4
图 2	最新的 7 天 OMO 利率为 1.8%	4
图 3	最新的 1 年期 MLF 利率为 2.5%	4
图 4	与 R007 相比, DR007 较政策利率的偏离幅度更小 (%)	5
图 5	2019 年以来, 存单到期收益率整体低于 MLF 利率 (%)	6
图 6	存单托管规模与增速	6
图 7	1Y、10Y 国债利率与 MLF 利率 (%)	6
图 8	历次政策降息后 10Y 国债利率走势 (%)	7
图 9	今年以来超长债与 10Y 国债之间利差压缩 (%)	7
图 10	短久期中票信用利差达到拐点的时间往往更早 (BP)	7
图 11	低等级中票信用利差变动更为滞后 (BP)	8
图 12	LPR 利率未必会严格跟随 MLF 利率调降 (%)	8
图 13	各类型人民币贷款加权平均利率 (%)	8
图 14	10 月以来票据利率回落 (%)	9
图 15	票据融资与信贷规模 (亿元)	9
图 16	23H1 大行股份行公司定期存款平均成本率上行 (%)	9
图 17	23H1 公司活期存款平均成本率普遍上行 (%)	9
图 18	理财产品预期收益率处于历史偏低水平且表现稳定 (%)	10
图 19	集合信托产品平均预期年收益率 (%)	10
图 20	金融市场利率往往领先政策利率, 资金利率过去是领先指标 (% , 月均值)	12
图 21	2023 年, 十年国债与 DR007 是较为重要的领先利率 (% , 月均值)	12
图 22	信贷市场利率跟随政策利率变动 (%)	13
图 23	金融产品利率滞后于政策利率 (%)	13

表目录

表 1	六大行存款利率再度下调 (今年 9 月 vs 今年 6 月)	10
表 2	各广谱利率水平及规模体量汇总	11

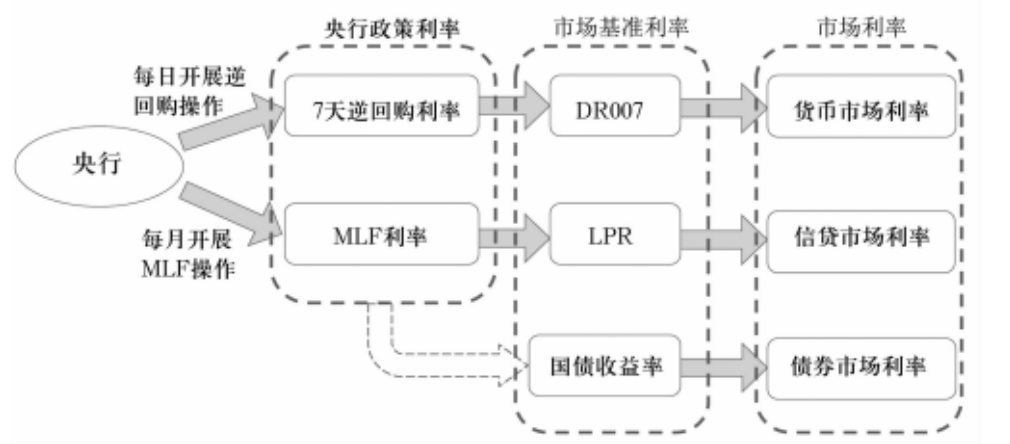
1. 我国广谱利率有哪些？

主要的广谱利率包括政策利率、金融市场利率、信贷市场利率和金融产品利率。

1.1 政策利率

政策利率是市场利率定价的基础和运行的中枢，代表着银行体系从央行获取基础货币的边际资金成本。2021年9月，时任中国人民银行行长易纲发文表示“经过近30年来持续推进利率市场化改革，目前我国已基本形成了市场化的利率形成和传导机制，以及较为完整的市场化利率体系，主要通过货币政策工具调节银行体系流动性，释放政策利率调控信号，在利率走廊的辅助下，引导市场基准利率以政策利率为中枢运行，并通过银行体系传导至贷款利率，形成市场化的利率形成和传导机制，调节资金供求和资源配置，实现货币政策目标¹。”

图1 我国利率体系和调控框架（%）



资料来源：易纲《中国的利率体系与利率市场化改革》，海通证券研究所

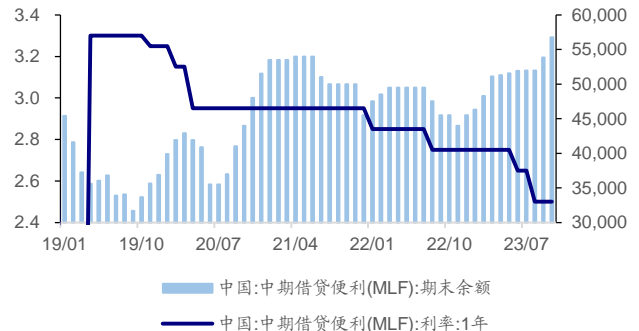
重要且高频操作的政策利率主要包括7天逆回购利率和MLF利率。央行每日主要以7天逆回购开展公开市场操作，每月月中开展MLF操作，向市场释放短期和中期政策利率信号，使得存款类金融机构质押式回购利率（DR）等短期市场利率围绕7天逆回购利率为中枢波动、一年期同业存单到期收益率等中期市场利率围绕MLF利率为中枢波动。截至23年10月25日，最新的7天OMO利率、1年期MLF利率分别为1.8%、2.5%。

图2 最新的7天OMO利率为1.8%



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至23年10月31日

图3 最新的1年期MLF利率为2.5%



资料来源：Wind，海通证券研究所；截至23年10月31日

¹ 易纲《中国的利率体系与利率市场化改革》，金融研究 2021（09）

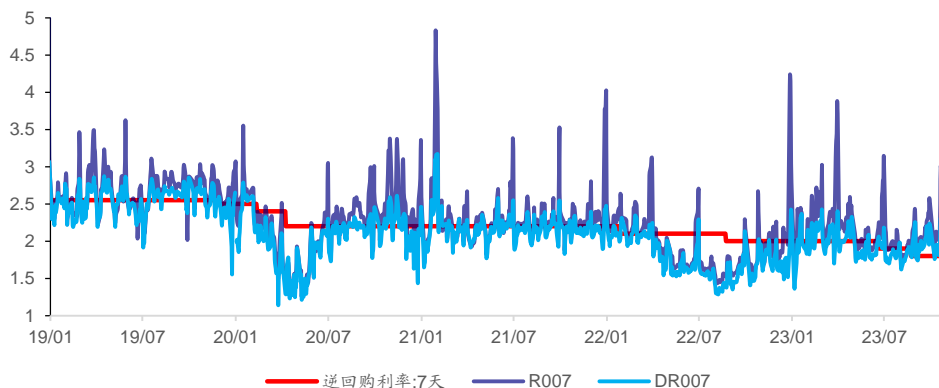
1.2 金融市场利率

1) 回购利率

质押式回购利率波动性较大。银行间债券质押式回购交易业务自 1997 年起正式开展，其参与主体包括参与银行间市场交易的所有主体，不区分质押物。以 R001、R007 为代表的质押式回购利率是反映银行间市场资金面松紧程度的常用指标。但从实际表现来看，R007 波动性较大，尤其是在季末、年末、春节前等关键时点，截至 23 年 11 月 2 日，R007 的 20 天移动平均值为 2.36%，高于 7 天逆回购利率 56BP。这一方面是由于不限制质押物的交易形式和非银对手方的日益活跃使得 R 利率面临更高的信用风险溢价，另一方面是由于在“央行—大型银行—中小银行—非银金融机构”的流动性传导层级下，非银机构面临的融资成本更高且波动性更大。

DR007 较政策利率的偏离程度更小。与 R 利率相比，存款类金融机构间的债券回购利率（DR）将质押物限制为利率债、机构限定为存款类金融机构（不含非银机构），利率水平和波动性均明显降低。截至 11/2，DR007 的 20 天移动平均值为 1.98%，高于 7 天逆回购利率 18BP，2017 年以来较政策利率的偏离幅度区间为（-80BP，52BP），中位数为 0BP。

图4 与 R007 相比，DR007 较政策利率的偏离幅度更小（%）



资料来源：Wind，海通证券研究所，数据截至 11/2

2) 同业存单利率

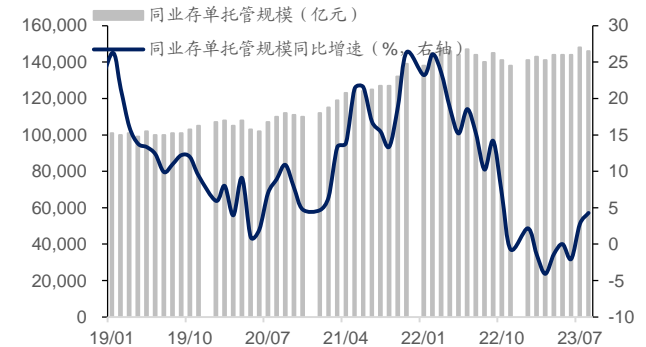
作为银行负债端的融资成本之一，1 年期存单利率除了锚定 MLF 利率以外，还受到银行负债端压力、监管考核、存单到期滚动续发压力、需求端配置力量等因素影响，其波动实时反映市场各种利多和利空因素。

一般情况下，1 年期 MLF 利率构成存单到期收益率的上限。2019 年以来，1 年期 AAA 同业存单到期收益率整体位于 1 年期 MLF 利率下方运行，较 MLF 利率偏离幅度的区间约为（-48BP，-7BP），中枢水平为 MLF 利率-25BP（区间上下限分别为 20%、80%分位数，数据截至 23/11/2）。存单利率的大幅上行或突破 MLF 利率通常是由于流动性收紧（如 2017 年紧货币严监管环境、2020 年下半年货币政策回归中性），存单利率的大幅下行通常是由于货币环境偏宽松（如 20 年 4 月存单到期收益率曾低于 MLF 利率 159BP，且已低于近 1 月平均 7 天回购利率）。

当前存单利率略高于 MLF 利率。截至 11 月 2 日，由于特殊再融资债发行对资金面形成扰动，当前 1 年期 AAA 同业存单到期收益率为 2.56%，高于 MLF 利率 6BP。

图5 2019年以来，存单到期收益率整体低于MLF利率(%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 11/2

图6 存单托管规模与增速


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 23年 9月

3) 债券利率

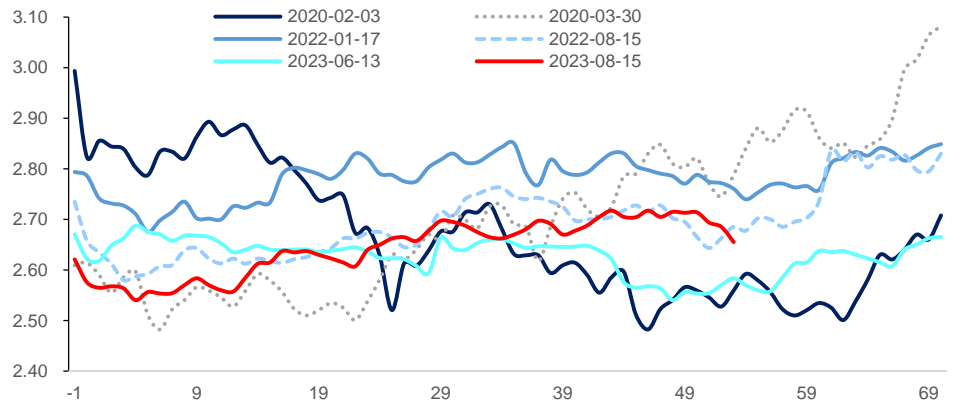
10Y 国债利率逐渐呈现低波动的趋势，与 MLF 之间的偏离程度也在收窄。2019 年以来，10Y 国债利率较 MLF 利率之间的利差整体在 (-14BP, 14BP) 区间内，中枢为 -3BP（区间上下限分别为 20%、80%分位数，数据截至 11/2，下同）。2021 年以来区间为 (-8BP, 16BP)，中枢为 -1BP。截至 11/2，当前 10Y 国债利率为 2.6553%，高于 MLF 利率 16BP，已位于近三年的 75%分位数。

图7 1Y、10Y 国债利率与 MLF 利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所; 截至 11/2

MLF 利率下调时，国债利率通常快速定价，随后重回其他因素的定价逻辑。从政策利率变动对 10Y 国债利率的传导效果来看，2020 年以来 MLF 利率共有 6 次下调（分别 20/2/17、20/4/15、22/1/17、22/8/15、23/6/15、23/8/15），降息前 10Y 国债利率走势均在下行趋势中。而降息落地后，除了 20 年 2 月债牛在疫情影响下继续持续较长时间、以及 20 年 4 月受武汉解封债市走熊之外，其余 3 次债市利率在降息后打开下行空间，随后迎来回调。从调整幅度来看，降息之后国债利率下行空间不一，今年的两次降息后利率下行幅度偏小。

图8 历次政策降息后 10Y 国债利率走势 (%)

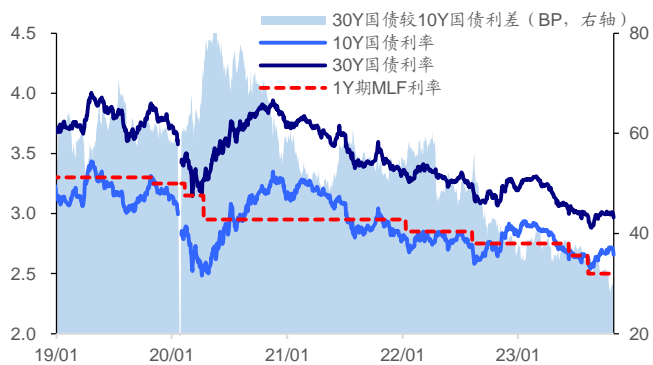


资料来源：Wind，海通证券研究所，政策利率 OMO 和 MLF 降息时点通常是一致的，若不一致按早的那个时点；横轴表示降息后的交易日天数

超长债与存单之间利差相对稳定，今年以来明显压缩。对国债超长债利率而言，其在供给端受到地方债发行节奏等因素影响；在需求端，资金利率偏低、债市表现偏强时期基金通过拉长久期追补收益，助推超长债行情，中长期来看保险是更为稳定的配置力量，受存款利率、产品预定利率、保费收入、资金成本等因素影响。2019 年以来，30Y 国债利率较 10Y 国债利率之间的利差整体位于 41BP-63BP 之间（20%、80%分位数），今年以来超长债表现偏强，截至 11/2，当前 30Y 国债利率为 2.97%，与 10Y 国债之间利差压缩至 31BP。

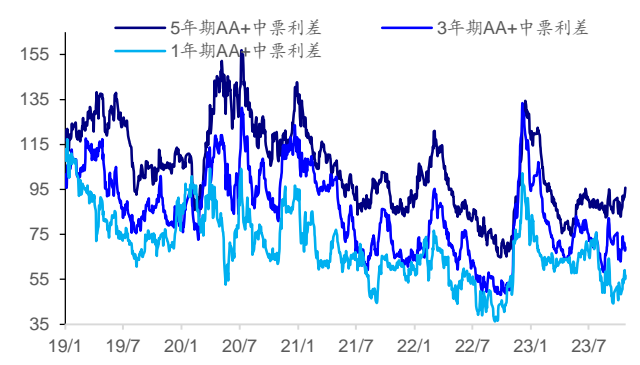
信用债利率受无风险利率和信用利差影响，往往同步或滞后于国债利率，短久期高等级信用债利差变动通常更加及时。分期限来看，短久期中票信用利差达到拐点的时间往往更早，例如 2020 年 Q2，1Y、3Y、5YAA+ 中票利差分别在 4 月 8 日、4 月 24 日和 5 月 15 日达到顶点。分等级来看，低等级中票信用利差变动更为滞后，例如 22 年 12 月，3 年期 AAA+ 和 AA+ 中票利差均在 14 日见顶回落，而 AA 级中票利差在 31 日才开始回落。截至 11/2，当前 3Y 期 AAA+、AA+、AA 级中票到期收益率分别为 2.82%、3.34%、3.10%，较同期限国债的信用利差分别为 41BP、69BP 和 93BP。

图9 今年以来超长债与 10Y 国债之间利差压缩 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 11/2

图10 短久期中票信用利差达到拐点的时间往往更早 (BP)



资料来源：Wind，海通证券研究所，截至 11/2

图11 低等级中票信用利差变动更为滞后 (BP)

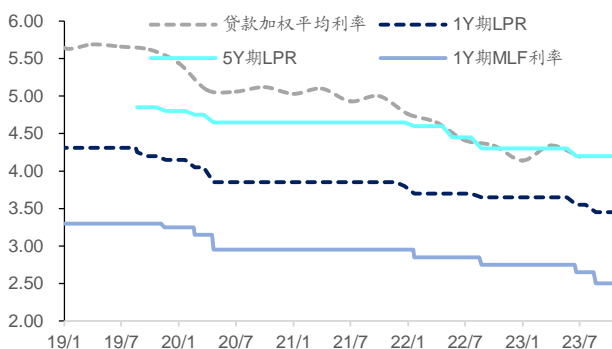

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 11/2

1.3 信贷市场利率

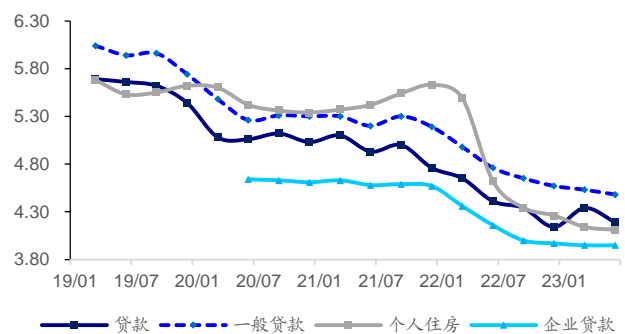
我国已形成了“MLF 利率—LPR—贷款利率”的利率传导机制。2019 年 9 月央行完善 LPR 形成机制, 更好发挥 LPR 对银行贷款利率定价的参考作用。该机制设定 LPR 由报价行在 MLF 利率上加点报出, 加点幅度主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素, 体现报价的市场化特征。从实际加点幅度来看, MLF 利率调降时 LPR 利率未必会有相同幅度的下行, 尤其是在银行净息差压力仍偏大的背景下, LPR 利率调降幅度受制于银行维持合理利润的需求。截至 23 年 9 月, 1 年期 LPR 利率为 3.45%, 高于 1 年期 MLF 利率 95BP; 5 年期以上 LPR 利率为 4.2%, 高于 1 年期 LPR 利率 75BP。

在 LPR 引导下, 我国贷款实际利率有所下行。22 年以来贷款加权平均利率和 5Y 期以上 LPR 利率较为接近。截至 23Q2, 一般贷款、个人住房贷款、企业贷款加权平均利率分别为 4.48%、4.11%、3.95%, 较去年同期水平分别下行 28BP、51BP、21BP。10 月 13 日央行表示“9 月份企业新发放贷款加权平均利率为 3.85%, 比上年同期低 14 个基点...9 月末, 存量住房贷款加权平均利率为 4.29%, 比上月末低 42 个基点²”。

票据利率具有资金和信贷双重属性。票据转贴现业务属于银行同业业务, 其利率与其他同业业务利率相关性较大, 资金属性使得票据利率在跨月跨季跨年等资金面收紧时有跳升迹象。信贷方面, 票据利率较存单利率的利差走阔时信贷增速大概率回升, 反之利差收窄则信贷增速大概率回落。今年 9 月以来票据利率持续上行, 进入 10 月开始回落。截至 10 月 25 日, 半年国股银票转贴现利率为 1.21%, 10 月月均值为 1.23% (9 月为 1.40%)。

图12 LPR 利率未必会严格跟随 MLF 利率调降 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所, 截至 10/20

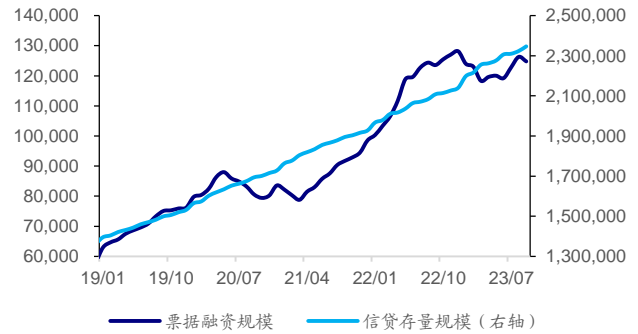
图13 各类型人民币贷款加权平均利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

² <https://mp.weixin.qq.com/s/3F9UGnn-ORpY8S9iWCIfPw>

图14 10月以来票据利率回落 (%)


资料来源：同花顺，海通证券研究所，截至 10/25

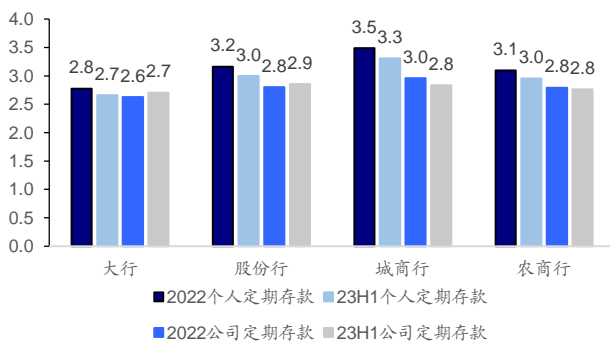
图15 票据融资与信贷规模 (亿元)


资料来源：Wind，海通证券研究所

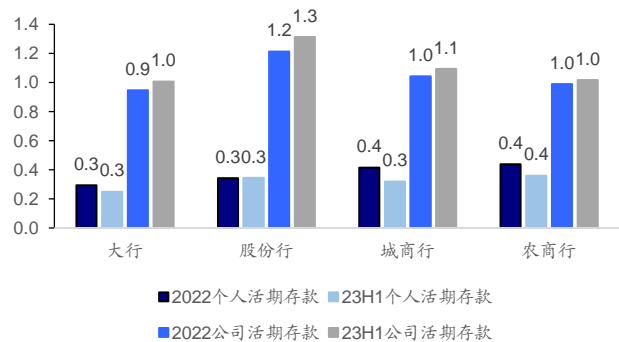
1.4 金融产品利率

银行存款利率连续调降。为了配合存量首套房贷利率的下调，缓解银行息差压力，继去年9月、今年6月存款利率两次下调，今年9月1日六大行再一次下调存款利率。定期存款中，整存整取一年、两年、三年、五年存款利率分别下调 10bp、20bp、25bp、25bp。

但定期化趋势导致存款成本调降存在黏性。与 22 年相比，各类型银行个人定期/活期存款平均成本率虽整体下行，但公司定期/活期存款平均成本率整体上行，且存款定期化趋势延续，使得存款成本存在黏性。23H1 上市银行中，大行、股份行、城商行、农商行平均存款成本率分别为 1.9%、2.2%、2.4%、2.2%，较 22 年分别+12BP、+5BP、-6BP、+6BP。

图16 23H1 大行股份行公司定期存款平均成本率上行 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图17 23H1 公司活期存款平均成本率普遍上行 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

表1 六大行存款利率再度下调（今年9月 vs 今年6月）

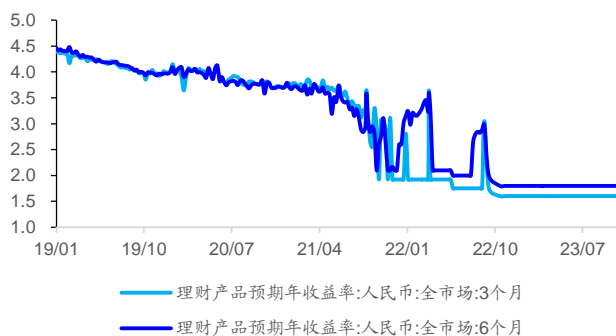
项目	中国银行			建设银行			工商银行			农业银行			交通银行			邮储银行		
	调整前 (%)	调整后 (%)	幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	幅度 (bp)	调整前 (%)	调整后 (%)	幅度 (bp)
活期存款	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0	0.2	0.2	0
整存整取																		
三个月	1.25	1.25	0	1.25	1.25	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、存本付息																		
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
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

资料来源：中国银行官网，建设银行官网，工商银行官网，农业银行官网，交通银行官网，邮储银行官网，海通证券研究所

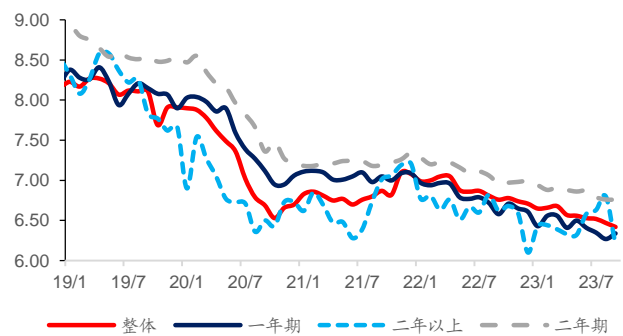
低利率趋势下保险产品预定利率调降，引导险企降低刚性负债成本。自7月31日起，传统寿险产品预定利率由3.5%下调至3%，同时，万能险最低保证利率上限为2%，分红险预定利率最高为2.5%³。

理财产品预期收益率处于历史偏低水平且表现稳定。近1年以来，全市场3个月、6个月理财产品预期收益率分别保持在1.6%、1.8%的水平上，均为历史最低值。

集合信托产品预期收益率波动较大且呈下行趋势。截至23年9月，国内集合信托产品平均预期年收益率为6.42%，已降至历史最低位。1年期、2年期、2年以上信托产品预期收益率分别为6.34%、6.76%、6.19%，较去年同期下降0.2-0.4pcts。分产品类型来看，用益信托网数据显示23年9月金融类、房地产类、工商企业类、基础产业类信托产品的平均预期收益率分别为5.77%、6.86%、5.84%和6.64%⁴。

图18 理财产品预期收益率处于历史偏低水平且表现稳定 (%)


资料来源：Wind，海通证券研究所

图19 集合信托产品平均预期年收益率 (%)


资料来源：Choice，海通证券研究所

2. 各类广谱利率体量对比

从体量来看，广谱利率体系中应主要关注贷款利率、存款利率、国债利率、银行理财收益率、同业存单利率。从各广谱利率的体量来看，在金融市场中，国债体量>同业存单>中票>回购净融入余额，其中，7-10年国债和20-30年国债在国债总规模中占比均在10%左右。信贷市场主要由贷款构成，23年9月金融机构各项贷款余额超230万亿元，票据融资余额仅约12万亿元。金融产品市场以存款为主，六大行23年6月平均存款规模约22万亿元，总存款规模约132万亿元。其次为银行理财和集合资金信托，其资金余额分别为25万亿元、12万亿元附近（截至23Q2）。

³ <http://www.news.cn/money/20230721/7434813f6c944a55a306a7fe6730bc4a/c.html>
⁴ <https://www.yanglee.com/Information/Details.aspx?i=121559>

表2 各广谱利率水平及规模体量汇总

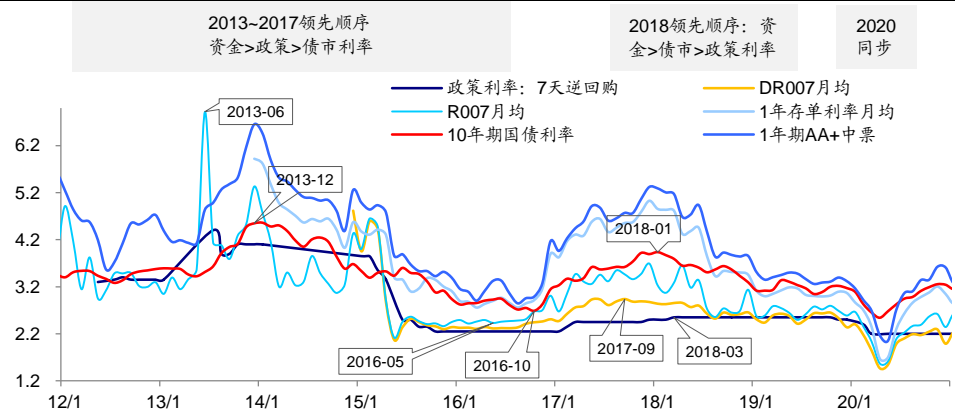
广谱利率类型	利率名称	数据时点说明	最新利率水平 (%)	2021年以来变动幅度 (BP)	存量规模 (亿元)	存量规模说明
政策利率	7天逆回购利率	日度, 截至23/10/25	1.80	-40	30730	-
	1年期MLF利率	月度, 截至23/10	2.50	-45	56750	-
金融市场利率	R007	20天移动平均值, 截至23/10/25	3.09	99	47180	10/20主要净融入方回购净融入余额
	DR007	20天移动平均值, 截至23/10/25	2.06	21	-	-
	1年期同业存单到期收益率	月均值, 截至23/10	2.52	-33	146003	23年9月存单托管规模
	10年期国债利率	月均值, 截至23/10	2.69	-45	27998	7-10年存续国债规模, 国债总存续规模约28万亿元
	30年期国债利率	月均值, 截至23/10	3.00	-73	24380	20-30年存续国债规模
	3年期AAA+中票到期收益率	月均值, 截至23/10	2.83	-55	90535	23年9月中票托管规模
	3年期AA+中票到期收益率	月均值, 截至23/10	3.15	-75		
	3年期AA中票到期收益率	月均值, 截至23/10	3.40	-94		
1年期AA+中票到期收益率	月均值, 截至23/10	2.75	-53			
5年期AA+中票到期收益率	月均值, 截至23/10	3.45	-84			
信贷市场利率	1年期LPR利率	月度, 截至23/10	3.45	-40	-	-
	5年期以上LPR利率	月度, 截至23/10	4.20	-45	-	-
	贷款加权平均利率	季度, 截至23Q2	4.19	-91	2345925	23年9月金融机构各项贷款余额
	一般贷款加权平均利率	季度, 截至23Q2	4.48	-82		
	个人住房贷款加权平均利率	季度, 截至23Q2	4.11	-126		
	企业贷款加权平均利率	季度, 截至23Q2	3.95	-68		
半年国股银票转贴利率	月均值, 截至23/10/25	1.23	-186	124736	23年9月票据融资余额	
金融产品利率	大行平均存款成本率	季度, 截至23年中报	1.90	21	219814	上市银行平均存款余额
	股份行平均存款成本率	季度, 截至23年中报	2.22	1	40277	
	城商行平均存款成本率	季度, 截至23年中报	2.42	-5	6814	
	农商行平均存款成本率	季度, 截至23年中报	2.22	7	3912	
	传统寿险产品预定利率	-	3.00	-50	32115	截至23年9月人身险累计保费收入
	全市场3个月理财产品预期收益率	-, 截至23/10/15	1.60	-214	253400	23年6月银行理财产品资金余额
	全市场6个月理财产品预期收益率	-, 截至23/10/15	1.80	-187		
	集合信托产品平均预期收益率	月度, 截至23/9	6.42	-41	116857	23Q2集合资金信托资金余额
1年期信托产品预期收益率	月度, 截至23/9	6.34	-77			
2年期信托产品预期收益率	月度, 截至23/9	6.19	-43			
2年以上信托产品预期收益率	月度, 截至23/9	6.76	-42			

资料来源: Wind, Choice, 同花顺, CFETs, 海通证券研究所

3. 各类广谱利率领先关系与展望

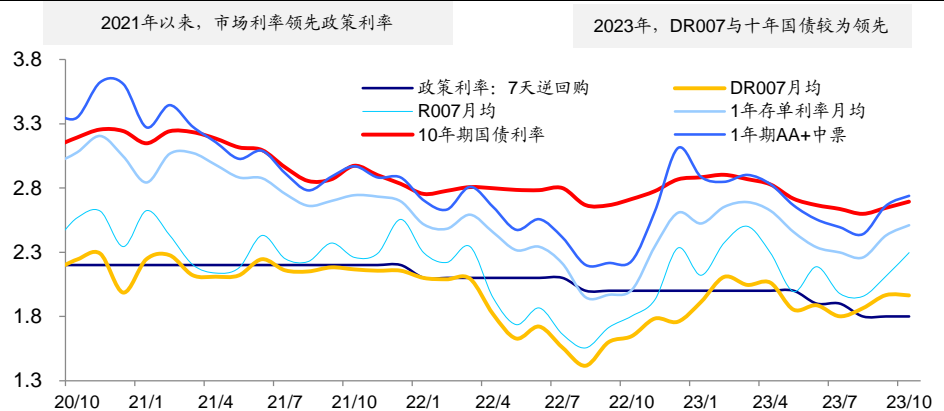
金融市场利率往往领先政策利率, 十年国债与 DR007 是较为重要的利率。资金利率在 2020 年以前往往是领先指标, 但 2020 年以来资金利率与债券利率往往同步、甚至滞后于十年国债利率, 一年信用债利率与十年国债利率未见明显的领先滞后关系, 超长国债利率往往同步或滞后于十年国债利率。具体来看:

- 1) **2013~2016 资金利率领先政策利率, 政策利率领先债市利率。**2013 年利率见顶和 2016 年利率见底的顺序均为: 资金利率 R007>政策利率>1 年存单>十年国债。信用债利率方面, 1YAA+中票利率在 13 年见顶顺序滞后于十年国债, 但在 16 年见底时期领先十年国债。
- 2) **2017~2018 年资金利率领先债市利率, 政策利率滞后。**2018 年利率见顶的顺序均为: 资金利率 DR007>R007 和 1YAA+中票>十年国债>政策利率, 市场利率在 2017 年底~2018 年初已经见顶了, 政策利率在 2018 年 3 月还在跟随美联储加息。
- 3) **2020 年各类利率基本同步。**2020 年政策大开大合, 市场利率与政策利率大都在 2020 年 4 月见底, 除了 1YAA+中票利率滞后于十年国债利率。

图20 金融市场利率往往领先政策利率，资金利率过去是领先指标（%，月均值）


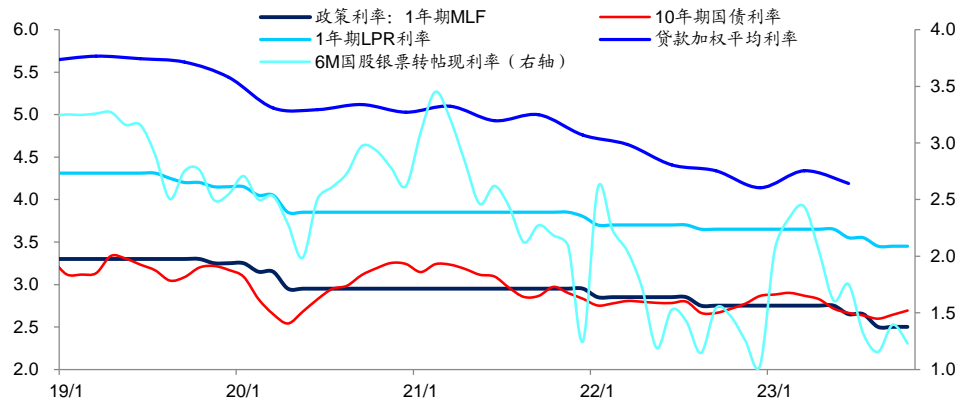
资料来源：Wind，海通证券研究所

- 4) **2021年以来市场利率再度领先政策利率，十年国债与DR007在2023年是较为重要的领先利率。**2021年以来，政策利率7天逆回购利率先处于平稳期，2022开启降息周期，但金融市场利率（如十年期国债利率、同业存单利率、资金利率）大多在2020年11月见顶。2022年8月，央行终于开启降息周期，但市场利率反而在当月见底（三十年国债滞后一个月见底）。2023年1~2月DR007和十年国债利率见顶回落，随之R007、同业存单、中票利率于3月见顶回落；23年7月DR007领先其余市场利率阶段性见底，8月央行再度降息，而大多市场利率阶段性见底。

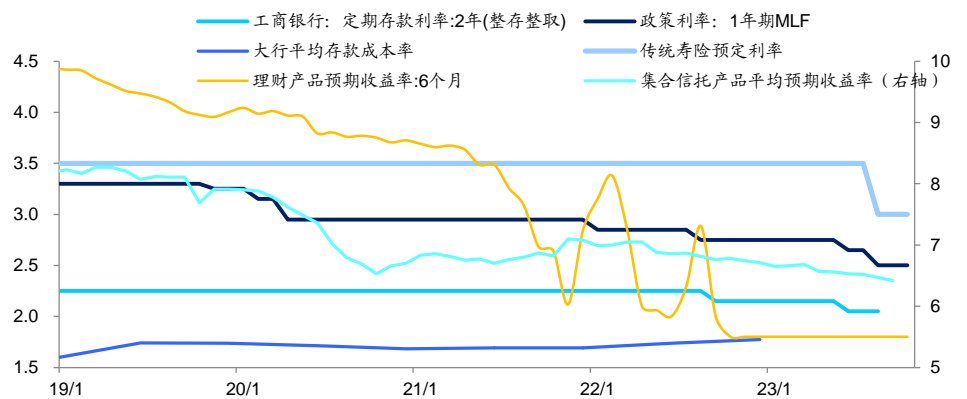
图21 2023年，十年国债与DR007是较为重要的领先利率（%，月均值）


资料来源：Wind，海通证券研究所

信贷市场利率跟随政策利率变动，金融产品利率滞后于政策利率。信贷利率方面，票据利率在2022年以来波动过大，对贷款利率、债市利率的指示意义有所下降；贷款加权平均利率较为低频（季度公布）且基本同步于1年期LPR利率。金融产品利率较为刚性，远远滞后于政策利率变动，甚至出现与政策利率反向的情况（大行平均存款成本率不降反升，这是由于定期化趋势导致存款成本调降存在黏性）。

图22 信贷市场利率跟随政策利率变动 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图23 金融产品利率滞后于政策利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

总结而言, 金融市场利率往往领先政策利率, 十年国债与 DR007 是较为重要的利率, 信贷市场利率跟随政策利率变动。近年来, 存款挂牌利率下降、传统寿险产品预定利率下降均引发过长债利率的下降, 但从历史分析来看, 金融产品利率滞后于政策利率、更是滞后于十年国债利率。可见, 机构负债端成本的下降对债市形成利好, 但债市趋势还是要看基本面、政策面、资金面和预期差。

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。

信息披露

分析师声明

孙丽萍 固定收益研究团队

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。

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。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23185717 luying@haitong.com邓勇 副所长
(021)23185718 dengyong@haitong.com荀玉根 副所长
(021)23185715 xyg6052@haitong.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@haitong.com余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@haitong.com汪立亭 所长助理
(021)23219399 wanglt@haitong.com孙婷 所长助理
(010)50949926 st9998@haitong.com

宏观经济研究团队

梁中华(021)23219820 lzh13508@haitong.com
应稼娴(021)23185645 yjx12725@haitong.com
李俊(021)23154149 lj13766@haitong.com
侯欢(021)23185643 hh13288@haitong.com
联系人
李林芷(021)23185646 llz13859@haitong.com
王宇晴(021)23185641 wyq14704@haitong.com
贺媛(021)23185639 hy15210@haitong.com

金融工程研究团队

冯佳睿(021)23219732 fengjr@haitong.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@haitong.com
罗蕾(021)23185653 ll9773@haitong.com
余浩淼(021)23185650 yhm9591@haitong.com
袁林青(021)23185659 ylq9619@haitong.com
黄雨薇(021)23185655 hyw13116@haitong.com
张耿宇(021)23183109 zgy13303@haitong.com
联系人
郑玲玲(021)23185656 zll13940@haitong.com
曹君豪(021)23185657 cjh13945@haitong.com
卓伊萱 zyx15314@haitong.com

金融产品研究团队

倪韵婷(021)23219419 niyt@haitong.com
唐洋运(021)23185680 tangyy@haitong.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@haitong.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@haitong.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@haitong.com
谭实宏(021)23185676 tsh12355@haitong.com
江涛(021)23185672 jt13892@haitong.com
张弛(021)23185673 zc13338@haitong.com
吴其右(021)23185675 wqy12576@haitong.com
滕颖杰(021)23185669 tyj13580@haitong.com
联系人
章画意(021)23185670 zhy13958@haitong.com
陈林文(021)23185678 clw14331@haitong.com
魏玮(021)23185677 ww14694@haitong.com
舒子宸(021)23185679 szc14816@haitong.com

固定收益研究团队

姜珊珊(021)23154121 jps10296@haitong.com
王巧喆(021)23185649 wqz12709@haitong.com
孙丽萍(021)23185648 slp13219@haitong.com
张紫睿(021)23185652 zzz13186@haitong.com
联系人
王冠军(021)23154116 wgj13735@haitong.com
方欣来(021)23185651 fxl13957@haitong.com
藏多(021)23185647 zd14683@haitong.com

策略研究团队

荀玉根(021)23185715 xyg6052@haitong.com
高上(021)23185662 gs10373@haitong.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@haitong.com
吴信坤(021)23154147 wxk12750@haitong.com
杨锦(021)23185661 yj13712@haitong.com
余培仪(021)23185663 ypy13768@haitong.com
联系人
王正鹤(021)23185660 wzh13978@haitong.com
刘颖(021)23185665 ly14721@haitong.com
陈菲 cf15315@haitong.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@haitong.com
潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com
王园沁(021)23185667 wyq12745@haitong.com

政策研究团队

李明亮(021)23185835 lml@haitong.com
吴一萍(021)23185838 wuyiping@haitong.com
朱蕾(021)23185832 zl8316@haitong.com
周洪荣(021)23185837 zhr8381@haitong.com
李姝醒(021)23185833 lsx11330@haitong.com
联系人
纪尧(021)23185836 jy14213@haitong.com

石油化工行业

邓勇(021)23185718 dengyong@haitong.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@haitong.com
胡歆(021)23185616 hx11853@haitong.com
联系人
张海榕(021)23185607 zhr14674@haitong.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@haitong.com
郑琴(021)23219808 zq6670@haitong.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@haitong.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@haitong.com
梁广榕(010)56760096 lgr12371@haitong.com
孟陆(010)56760096 ml13172@haitong.com
周航(021)23185606 zh13348@haitong.com
联系人
彭婷(021)23185619 ppt13606@haitong.com
肖治健(021)23185638 xzj14562@haitong.com
张澄(010)56760096 zc15254@haitong.com

汽车行业

王猛(021)23185692 wm10860@haitong.com
房乔华(021)23185699 fqh12888@haitong.com
张觉尹(021)23185705 zjy15229@haitong.com
刘一鸣(021)23154145 lym15114@haitong.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@haitong.com
傅逸帆(021)23185698 fuf11758@haitong.com
联系人
余致琰(021)23185617 yw14040@haitong.com
阎石(021)23185741 ys14098@haitong.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@haitong.com
高瑜(021)23185683 gy12362@haitong.com
曹蕾娜 cln13796@haitong.com
联系人
张冰清(021)23185703 zbzq14692@haitong.com
李艺冰 lyb15410@haitong.com
王逸欣 wyx15478@haitong.com

互联网及传媒

毛云聪(010)58067907 myc11153@haitong.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@haitong.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@haitong.com
康百川(021)23212208 kbc13683@haitong.com
联系人
崔冰睿(021)23185690 cbr14043@haitong.com

有色金属行业

陈先龙(021)23219406 cxl15082@haitong.com
陈晓航(021)23185622 cxh11840@haitong.com
甘嘉尧(021)23185615 gjy11909@haitong.com
联系人
张恒浩(021)23185632 zhh14696@haitong.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@haitong.com
谢盐(021)23185696 xiey@haitong.com
联系人
曾佳敏(021)23185689 zjm14937@haitong.com

电子行业 张晓飞 zxf15282@haitong.com 李 轩(021)23154652 lx12671@haitong.com 肖隽翀(021)23154139 xjc12802@haitong.com 华晋书(021)23185608 hjs14155@haitong.com 薛逸民(021)23185630 xym13863@haitong.com 联系人 文 灿(021)23185602 wc13799@haitong.com 郇奕滢 lyy15347@haitong.com 张 幸 zx15429@haitong.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 王 涛(021)23185633 wt12363@haitong.com 联系人 朱 彤(021)23185628 zt14684@haitong.com	电力设备及新能源行业 吴 杰(021)23154113 wj10521@haitong.com 房 青(021)23219692 fangq@haitong.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@haitong.com 马天一 02123219171 mty15264@haitong.com 胡惠民 hhm15487@haitong.com 联系人 姚望洲(021)23185691 ywz13822@haitong.com 马菁菁(021)23185627 mj14734@haitong.com 吴志鹏 wzp15273@haitong.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@haitong.com 张翠翠(021)23185611 zcc11726@haitong.com 孙维容(021)23219431 swr12178@haitong.com 李 智(021)23219392 lz11785@haitong.com 李 博(021)23185642 lb14830@haitong.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@haitong.com 杨 林(021)23154174 yl11036@haitong.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@haitong.com 洪 宇(021)23185682 hl11570@haitong.com 联系人 杨 蒙(021)23185700 ym13254@haitong.com 夏思寒 xsh15310@haitong.com 杨昊翔(021)23185620 yhy15080@haitong.com	通信行业 余伟民(010)50949926 ywm11574@haitong.com 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@haitong.com 联系人 夏 凡(021)23185681 xf13728@haitong.com 徐 卓 xz14706@haitong.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@haitong.com 何 婷(021)23219634 ht10515@haitong.com 任广博(010)56760090 rgb12695@haitong.com 联系人 曹 锐 010-56760090 ck14023@haitong.com 肖 尧(021)23185695 xy14794@haitong.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@haitong.com 陈 宇(021)23185610 cy13115@haitong.com 罗月江(010)56760091 lyj12399@haitong.com	纺织服装行业 梁 希(021)23185621 lx11040@haitong.com 盛 开(021)23154510 sk11787@haitong.com 联系人 王天璐(021)23185640 wtl14693@haitong.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@haitong.com 潘莹练(021)23185635 pyl10297@haitong.com 申 浩(021)23185636 sh12219@haitong.com	机械行业 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@haitong.com 赵靖博(021)23185625 zjb13572@haitong.com 联系人 刘绮雯(021)23185686 lqw14384@haitong.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@haitong.com
建筑工程行业 张欣劼 18515295560 zxj12156@haitong.com 联系人 曹有成(021)23185701 cyc13555@haitong.com 郭好格 13718567611 ghg14711@haitong.com	农林牧渔行业 李 焱(010)58067998 lm10779@haitong.com 巩 健(021)23185702 gj15051@haitong.com 冯 鹤 fh15342@htesc.com	食品饮料行业 颜慧菁 yhj12866@haitong.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@haitong.com 程碧升(021)23185685 cbs10969@haitong.com 联系人 张嘉颖(021)23185613 zjy14705@haitong.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@haitong.com 联系人 刘砚菲(021)23185612 lyf13079@haitong.com 胡舜杰(021)23155626 hsj14606@haitong.com	银行行业 林加力(021)23154395 ljl12245@haitong.com 联系人 董栋梁(021)23185697 ddl13206@haitong.com 徐凝碧(021)23185609 xnb14607@haitong.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@haitong.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@haitong.com 联系人 毛弘毅(021)23183110 mhy13205@haitong.com 王祎婕(021)23185687 wj13985@haitong.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@haitong.com 李 阳(021)23185618 ly11194@haitong.com 刘 璐(021)23185631 ll11838@haitong.com 联系人 吕浦源 lpy15307@haitong.com	造纸轻工行业 郭庆龙 gql13820@haitong.com 吕科佳(021)23185623 lkj14091@haitong.com 高翩然 gpr14257@haitong.com 王文杰(021)23185637 wwj14034@haitong.com	环保行业 戴元灿(021)23185629 dyc10422@haitong.com 联系人 杨寅琛 yyc15266@haitong.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

伏财勇 (0755)23607963 fcy7498@haitong.com
蔡铁清 (0755)82775962 ctq5979@haitong.com
辜丽娟 (0755)83253022 gulj@haitong.com
刘晶晶 (0755)83255933 liujj4900@haitong.com
饶伟 (0755)82775282 rw10588@haitong.com
欧阳梦楚 (0755)23617160
oymc11039@haitong.com
巩柏含 gbh11537@haitong.com
张馨尹 0755-25597716 zxy14341@haitong.com

上海地区销售团队

胡雪梅 (021)23219385 huxm@haitong.com
黄诚 (021)23219397 hc10482@haitong.com
季唯佳 (021)23219384 jiwj@haitong.com
黄毓 (021)23219410 huangyu@haitong.com
胡宇欣 (021)23154192 hyx10493@haitong.com
马晓男 mxn11376@haitong.com
邵亚杰 23214650 syj12493@haitong.com
杨祎昕 (021)23212268 yyx10310@haitong.com
毛文英 (021)23219373 mwy10474@haitong.com
谭德康 tdk13548@haitong.com
王祎宁 (021)23219281 wyn14183@haitong.com
张歆钰 zxy14733@haitong.com
周之斌 zzb14815@haitong.com

北京地区销售团队

殷怡琦 (010)58067988 yyq9989@haitong.com
董晓梅 dxm10457@haitong.com
郭楠 010-5806 7936 gn12384@haitong.com
张丽莹 (010)58067931 zlx11191@haitong.com
郭金垚 (010)58067851 gjy12727@haitong.com
张钧博 zjb13446@haitong.com
高瑞 gr13547@haitong.com
上官灵芝 sglz14039@haitong.com
姚坦 yt14718@haitong.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com