



孙彬彬：9 月资金面和债市怎么看？





摘要

近期资金利率为何有所走高？

技术上，8月15日留抵退税完成，叠加税期形成扰动；8月25日开始，票据利率快速上行，反映出本月银行贷款投放再度改善，社会融资需求有所修复，可能带来局部流动性挤出。

但主因大概率还是央行流动性管理中对于避免资金空转套利的诉求体现。2012年和2019年度的历史告诉我们，货币政策在超预期宽松之后，

资金利率很有可能会有波动，因为政策诉求在于宽信用，而不是纵容空转。

9 月资金利率是否会持续向上收敛？

观察历史，跨季叠加节日因素影响，多数年份 9 月资金利率震荡后小幅抬升。

但在此我们还是要强调：决定资金利率的关键还是在于货币政策逻辑。企业和居民的扩张意愿如何、社会经济活动能否回暖、实体经济部门的收入和预期能否改善、经济活力能否进一步保持，这是关键，也是货币政策关注所在。从政策能够控制的变量而言，信贷和社融能否保持平稳增长是关键。

目前宏观内外环境决定了宽信用或者社融回升依然阻力重重，后续社融斜率的修复关键在于增量政策，其中增量财政政策为重中之重。5000 亿是明确增量信号，这意味着央行适当收力的可能性在上升。

但毕竟只有 5000 亿，我们可以对比稳增长年份中社融回升过程中的市场情况，特别是 2012、2015、2019 和 2020 年。按照我们社融预测，总体信用扩张的情况可能介于 2015 和 2019 之间，也就是仍然存在至少是局部社会信用收缩的压力，这就意味着央行仍需维持流动性在高于合理充裕的水平。

总结而言，在现有增量政策安排下，我们认为 9 月流动性还是维持在高于合理充裕水平，但是因为增量财政政策落地，资金利率有所收敛，预

计 9 月隔夜利率可能在 1.2-1.5%。

一个小细节：大会前两个月资金利率总体维持前期资金面状态，若有波动，不排除进一步维稳的可能性。

9 月债市怎么看？

本次降息后十年国债的下行幅度与 2012 年、2019 年和今年 1 月三次降息后的利率下行幅度基本一致。

降息之后，利率走势关键在于社融，领先指标重点是国股票据利率和 PMI。

结合国股票据利率近期走势，我们判断本次降息带来的利率超预期下行基本告一段落。

后续观察在于市场预期和信心恢复与否，在宏观指标上还是重点观察 PMI 和社融走势变化。

从时间顺序上考虑，首先关注 8 月 PMI 数据，结合高频数据我们预计 8 月 PMI 较 7 月有所回升，但读数可能略低于荣枯线，49.5 左右；其次是 9 月 13 日的金融数据，预计 8 月信贷社融较 7 月有显著增加，但是同比增速可能继续回落。

外围重点关注还是在于出口，8 月数据存在回落的可能，在国内政策进一步强化稳增长的背景下，出口数据如果确定走弱，会对市场多头思维

有所支撑。

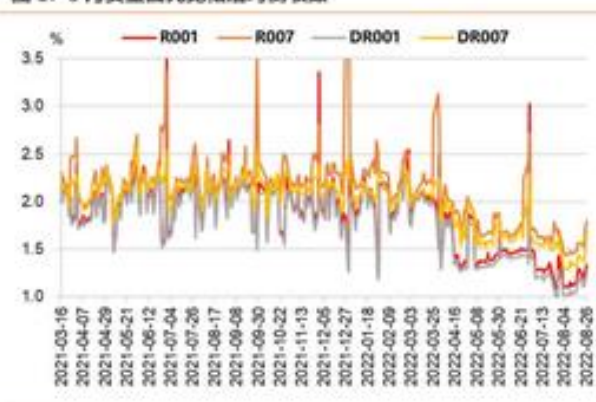
总体建议按照 2019 年降息后的利率走势作为 9 月市场走势的基础参考，久期仍可维持在中性状态，不建议过度防御。

内容目录

1. 8 月资金利率为何呈现向上收敛？	5
2. 9 月资金利率是否继续向上收敛？	8
3. 8 月债市回顾：超预期降息带来利率快速下行	11
4. 9 月债市有哪些问题需要关注？	13
4.1. 回顾历史，超预期降息以后，利率如何走？	13
4.2. 关注 8 月 PMI 和金融数据	15
4.3. 大会临近，逻辑上需要注意什么？	17
4.4. 外围怎么看？关注出口变化	18
5. 9 月债市展望：参考 2019 利率横向移动、建议无须过度防御	19
6. 市场点评与展望	20
6.1. 市场点评：资金面整体均衡，长债收益率震荡上行	21
7. 一级市场	21
8. 二级市场	21
9. 资金利率	22
10. 国债期货：国债期货震荡下行	24
11. 利率互换：利率整体上行	24
12. 外汇走势：美元指数上行	24
13. 大宗商品：原油价格震荡	25
14. 海外债市：欧美债收益率震荡	26

8 月资金面先宽松后均衡收敛，资金利率逐步小幅抬升，降息后长端利率快速下行，随后有所回升。展望 9 月，资金面是否继续向上收敛？债市是否继续调整？

图 1：8 月资金面先宽松后均衡收敛



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：8 月长端利率受降息驱动快速下行，随后有所回升

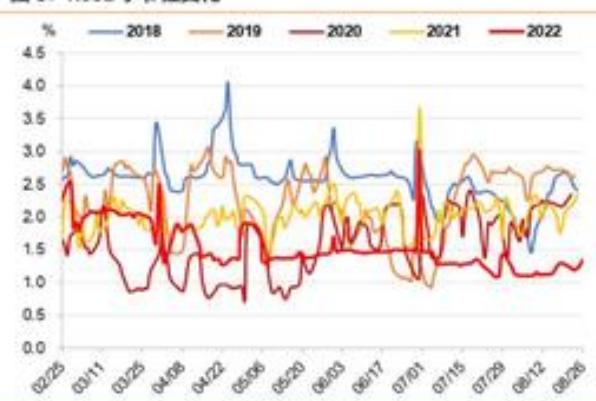


资料来源：Wind，天风证券研究所

1. 8 月资金利率为何呈现向上收敛？

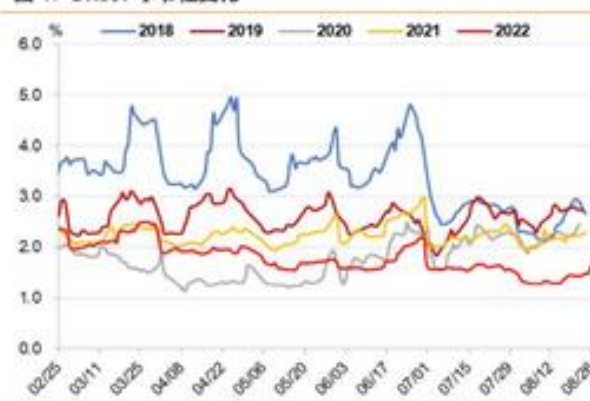
观察历史，多数年份的 8 月资金利率整体小幅抬升。对应到今年，即使降息也仍然出现资金利率逐步向上收敛的情形。

图 3：R001 季节性变化



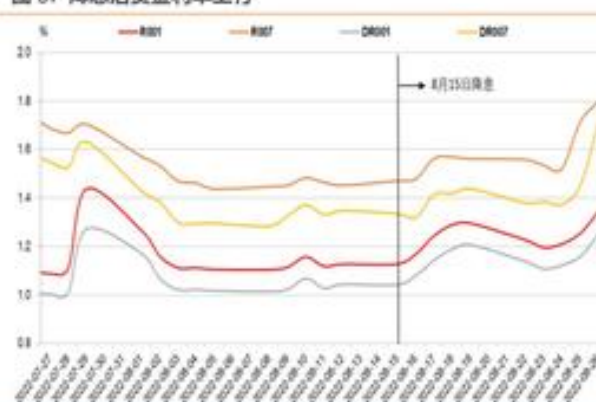
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：DR007 季节性变化



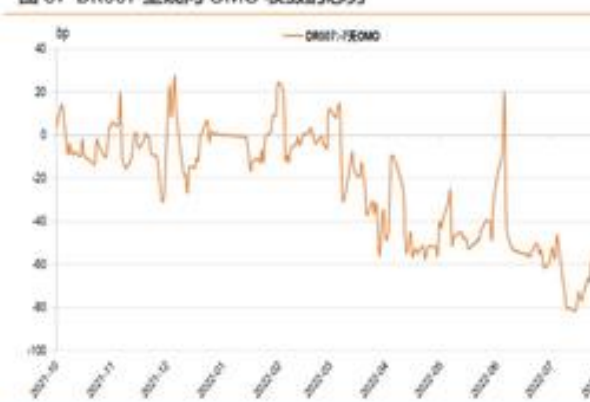
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：降息后资金利率上行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：DR007 呈现向 OMO 收敛的态势



资料来源：Wind，天风证券研究所

8月资金利率为何向上收敛？

一方面，前期支撑资金面的有利因素部分消退。

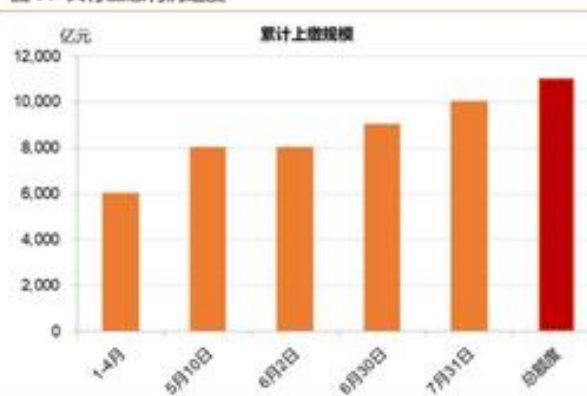
(1) 财政部大规模留抵退税基本完成

8月27日税务总局公布“从4月1日大规模增值税留抵退税政策实施至8月15日，已有20131亿元退税款退到纳税人账上，再加上一季度继续实施此前出台的留抵退税老政策1233亿元，已累计有21364亿元退税款退到纳税人账户。大规模留抵退税存量留抵税额集中退还任务圆满完成，效果持续显现。”

(2) 央行利润上缴步入尾声

5月10日央行留抵退税新闻发布会上提到2022年已累计上缴结存利润8000亿元、全年规模为1.1万亿元；8月10日央行发布第二季度货币政策执行报告提到“加快上缴央行结存利润，截至7月底已上缴1万亿元”。随着上缴步入尾声，央行上缴利润对资金面的正面作用基本结束。

图7：央行上缴利润进度



资料来源：Wind，天风证券研究所

图8：财政留抵退税规模



资料来源：Wind，天风证券研究所

另一方面影响资金面的不利因素有所呈现：

(3) 7 月以来操作体现央行对于流动性管理的新诉求

8 月 8 日，银行间市场质押式回购成交额达 7.06 万亿元，创历史新高。其中，8 月隔夜质押式回购（R001）成交金额占比一度维持在 90% 以上，资金空转套利较为普遍。

图 9：银行间市场质押式回购成交量及隔夜成交占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

以此为前提，7 月以来央行公开市场操作缩量，8 月以来央行连续等

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_45623

