

中信期货

CITIC Futures

2022-11-23

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

固定收益组 张菁

从业资格号 F3022617

投资咨询号 Z0013604

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

11月23日国常会提出降准点评：2020年11月的翻版

事件：2022年11月23日，李克强总理组织召开国常会，提出“引导银行对普惠小微存量贷款适度让利，继续做好交通物流金融服务，加大对民营企业发债的支持力度，适时适度运用降准等货币政策工具，保持流动性合理充裕”。历史上来看，在国常会提及降准后，央行往往会在两周内给予回应。

逻辑：

1、本次国常会提出降准距央行发布三季度《中国货币政策执行报告》仅一周，可与“做好年末经济工作提供适宜的流动性环境”对应。三季度《中国货币政策执行报告》提出“一是保持货币信贷平稳适度增长。综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，为巩固经济回稳向上态势、做好年末经济工作提供适宜的流动性环境。”

2、背后更具体的因素一则是近期债市波动较大，央行加大OMO投放仅能缓解短期资金利率，想进一步缓解同业存单提价需更长期限资金投放。11月16日以来，由于债券收益率快速抬升，引发收益率上行 - 理财资金赎回的“赎回潮”负反馈，债券市场波动较大。央行在11月17日、18日各投放1320亿、210亿OMO后，DR001、R001由11月16日的1.94%、2.04%下行至11月22日的0.87%、1%，DR007、R007由11月16日的2.02%、2.11%下行至11月22日的1.62%、1.82%。但存单市场的利率上行情况并未得到缓解：股份行一级存单1Y发行利率由11月16日的2.51%提价至11月22日的2.53%。

3、可与因素一对标的是2020年11月30日央行意外投放2000亿MLF，彼时的流动性压力来自于结构性存款压降和“永煤”违约带来赎回潮，客观结果上也出现了同业存单利率的大幅上行，央行超预期投放2000亿MLF后，资金面缓和。2020年11月10日，永煤控股旗下债券“20永煤SCP003”到期未能兑付，发生实质性违约。随后，永煤违约事件持续发酵。11月23日永煤控股又接连发生“20永煤SCP004”、“20永煤SCP007”实质违约，违约金额累计可达30亿元。12月10日，永煤又发布公告称，“19永煤CP003”应于12月18日兑付本息，但由于公司流动资金不足，兑付存在不确定性。11月10日至27日，1Y AAA同业存单到期收益率由3.14%涨至3.31%，10Y 国债到期收益率由3.22%升至3.30%。11月30日，央行超预期投放2000亿MLF，同业存单利率开启长达一个半月的下行。

4、因素二则是资金面持续扰动造成大量信用债取消发行，客观上不利于央行实现“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”的中介目标，亦不利于“第二支箭”发挥效能。11月初以来，信用债取消发行债券70只，计划发行总规模532.7亿元，同期，信用债发行规模5643.7亿元。信用债取消和推迟发行占比达到9.44%，创2020年11月永煤事件以来单月新高。三季度《中国货币政策执行报告》指出中介目标为“保持货币供应量和社会融资规模合理增长”，经验上来看这一措辞代表央行仍有宽信用诉求，需为私人部门提供一个适宜的融资环境，往往对应BCI企业融资感受指数趋于上行。目前大量信用债取消发行显然不利于营造一个适宜的融资环境，更不利于“第二支箭”起到维稳房地产融资的效能。

5、本次提出降准更凸显出的一点是，近期美元指数再度升值的背景下，央行货币政策仍在“以我为主”。11月17日起，在美联储官员鹰派讲话、德国PPI大幅不及预期、前期头寸调整结束的背景下，美元指数由106.29升至107.83，美元兑人民币由7.05升至7.17。

6、对应到市场表现上，2020年11月30日央行超预期投放2000亿MLF后，10Y国债到期收益率迎来了约一个半月的下行，幅度达20bp，在跨年资金面偏紧的背景下收益率重回上行。跨年结束后，由于经济基本面重新走弱，收益率重回下行。但当时10Y收益率的低点为3.1%，距1Y MLF仍有15bp的差距。考虑到降准前10Y收益率仅比1Y MLF利率高5bp，我们认为本轮收益率下行的幅度可能仅有10bp左右。

7、后续来看，除非有类似突发事件扰动，仍不建议对总量型货币政策抱有太多期待。我们曾在《三季度货币政策执行报告点评：货币政策积极程度边际转弱——点评报告20221116》指出，央行后续的货币政策思路应是以政策工具选择上将以政策性金融工具、专项借款等结构性货币政策工具为主，总量型货币政策工具的效果相对有限。考虑到本次降准背后的原因可能是“赎回潮”影响年末流动性环境、进一步制约央行实现其中介目标。后续如果同业存单市场和信用债发行能重回平稳，除非有类似突发事件扰动，仍不建议对总量型货币政策抱有太多期待。

8、国债期货策略方面，我们曾在《如何看待当前国债期货的异常高贴水》中指出，前期空头情绪集中释放导致当前国债期货呈现较高贴水与较高跨期。后续来看，当基差收敛动能与基本面有所重叠，则类似于7月和10月的“收基差”故事有可能继续上演。目前T2303合约基差超过1元，相较于历史同期依然偏高，建议关注03合约收基差故事的上演可能。

2020年11月30日，央行超预期投放2000亿MLF可与此次降准对标

中期借贷便利(MLF):投放数量:1年

中债国债到期收益率:10年

中债商业银行同业存单到期收益率(AAA):1年

中期借贷便利(MLF):利率:1年

重要提示：本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

预览已结束，

<https://www.yunbaoga>