



德邦证券
Topsperity Securities

证券研究报告 | 专题报告

宏观经济

2023年3月10日

资金利率或在重定价



证券分析师

姓名：芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

研究助理

姓名：王洋

资格编号：S0120121110003

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

目录 CONTENTS



- 01 IRS预期：资金利率或在“重定价”
- 02 货币政策：释义资金利率“重定价”

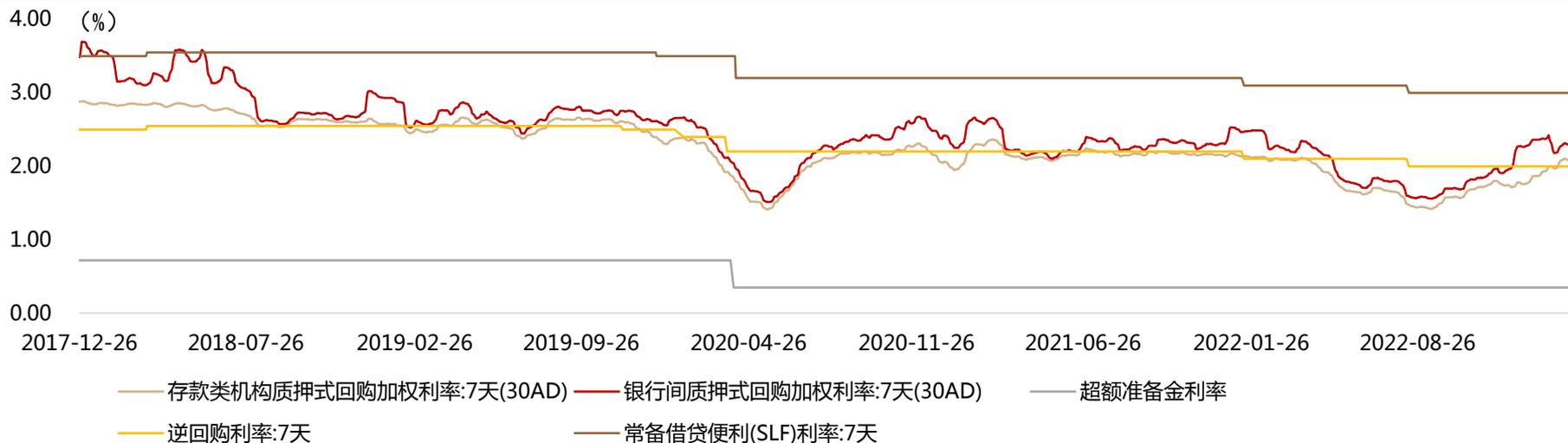
01

IRS预期：资金利率或在“重定价”

短端“利率走廊”：DR007移动均值已经抬升至利率中枢上方

- 资金利率或正在经历“重定价”**。2月份以来，资金供需维系紧平衡，存款性机构和金融机构质押回购利率均出现显著上行。在“超额准备金率为下限、常备借贷便利利率为上限”的短端利率走廊调控机制下，存款类金融机构质押回购利率DR007的30天移动均值已经上升至7天期逆回购利率上方，基本兑现了央行在2022年第四季度货币政策执行报告中恢复的表述：“引导市场利率围绕政策利率波动”的表述。从利率波动看，上一次DR007回升至7天期逆回购利率上方是2022年一季度。

2月份以来资金利率持续抬升，DR007移动均值已经抬升至7天期逆回购利率上方



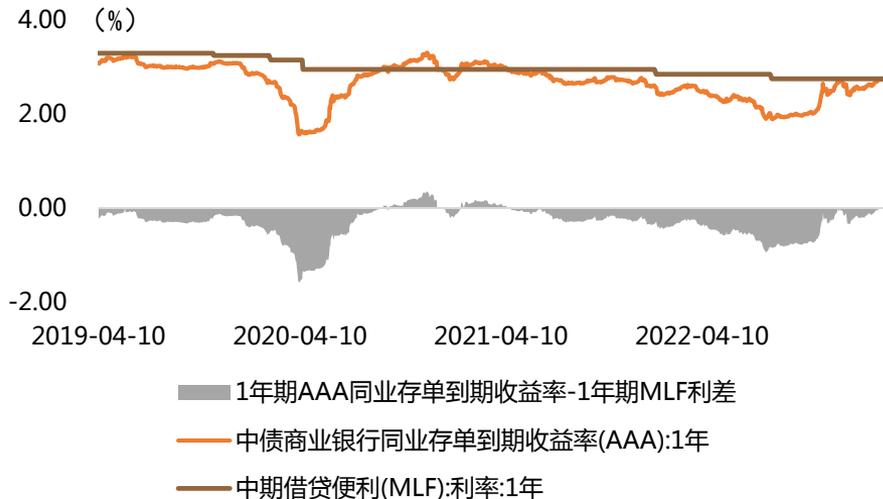
中端“利率走廊”：同业存单利率回归至1年期MLF操作利率

- 1年期同业存单发行利率向1年期MLF操作利率回归。**从中端“利率走廊”来看，如果我们将同业存单利率视为中端利率走廊的目标利率，那么同业存单利率的波动中枢或是1年期MLF操作利率。2月份以来，无论同业存单发行利率还是到期收益率，均在向1年期MLF操作利率回归。1年期AAA级国有大行和股份行同业存单发行利率距离1年期MLF操作利率差值已经不足5个BP，1年期AAA级同业存单中债估值到期收益率和1年期MLF操作利率也不足2个BP的差距。

1Y AAA级同业存单发行利率近乎和1年期MLF平价



1年期AAA同业存单发行利率回归至1年期MLF操作利率



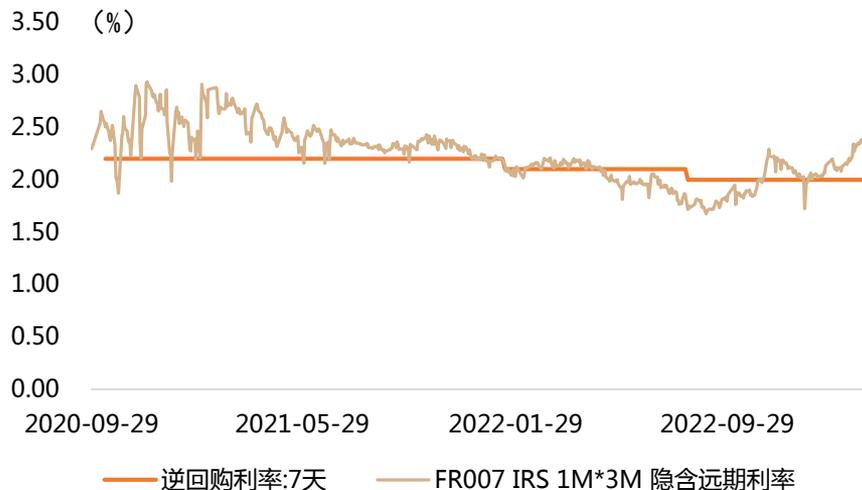
IRS 隐含远期利率：资金利率中枢或继续抬升

- IRS市场隐含远期利率预期已经接近2.40%。**从FR007 不同合约报价拆解而来的远期利率看，利率衍生品市场正在预期1个月之后、3个月之后的资金利率定价达到2.40%的水平，预期水平超过7天期逆回购操作利率40个BP。IRS隐含远期利率上一次达到如此高的水平，还是在2020年底至2021年初，当时从“永煤事件”信用风险快速发酵，引发部分债券品种暴跌，债基产品赎回压力较高产生流动性紧张压力，而在当时，央行也迅速出手呵护流动性，在较短时间内平抑了风险、稳定了市场。

FR007 IRS 3M*6M 隐含远期利率抬升至2.40%



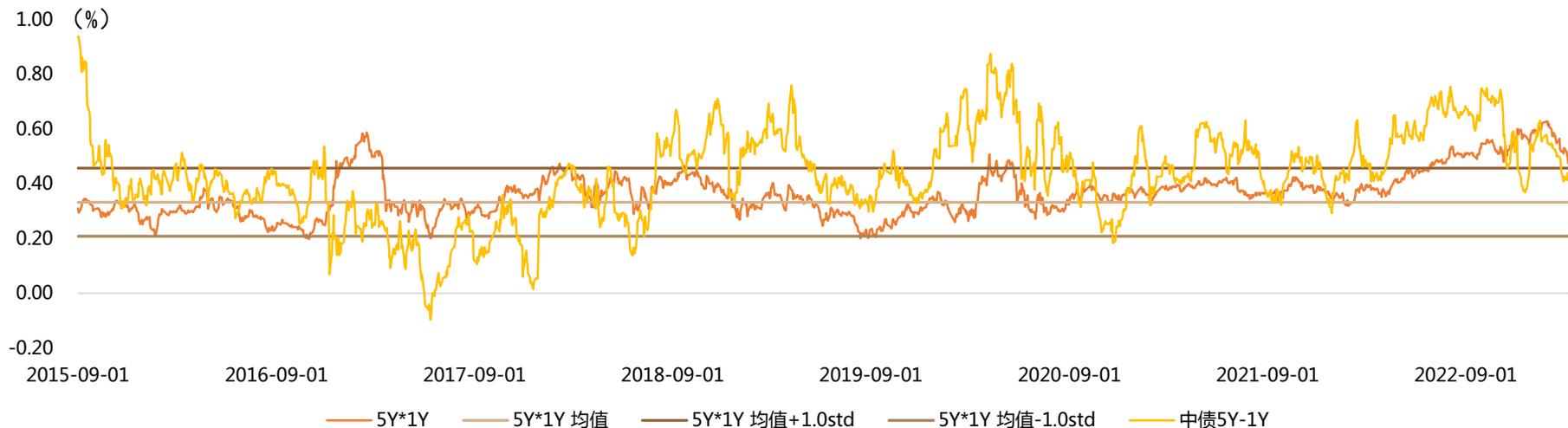
FR007 IRS 1M*3M 隐含远期利率抬升至2.40%



IRS 隐含远期利率：资金利率收紧预期带动期限利差趋于平坦

- **资金利率“重定价”预期驱动期限利差走平。** 2022年二季度至2023年初，收益率曲线总体处于陡峭化趋势，反映充裕的流动性供给和走低的资金利率。在2023年1月份，FR007 IRS 5Y 和1Y期限利差与中债5年和1年期限利差同步见顶之后，在2月份以来资金利率收紧的预期引领下，曲线趋向于“平坦化”。从FR007 IRS 5Y 和1Y期限利差的静态历史均值和 ± 1 倍标准差来看，截至3月初的平坦化实际是期限利差的“均值回归”。

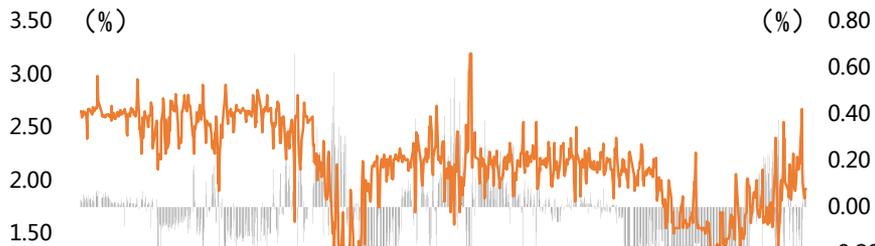
在IRS隐含远期利率上行的带动下，资金面收紧的预期驱动收益率曲线平坦化



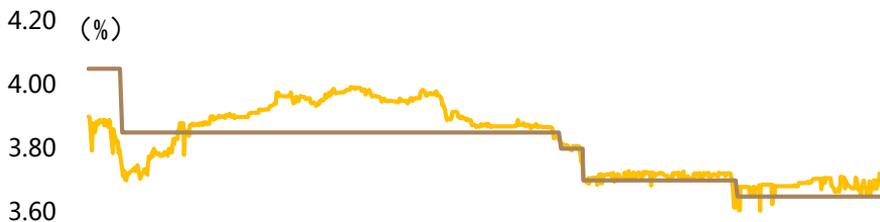
IRS 隐含“降息预期”：市场对货币政策有什么期待？

- IRS市场隐含“降息”预期基本消散。** 从2022年11月15日至2023年3月9日：（1）1年期LPR报价挂钩1年期IRS报价隐含的“降息预期”显示，IRS报价累计上行0.75个bp，对1年期LPR报价下调的预期基本消散；（2）从短期FDR007挂钩1年期IRS价差来看，IRS价差累计回升12个bp，反映2月份以来的资金利率预期继续趋向收紧。参考我们在《2023年一季度或难有社融“开门红”——兼论如何看待1月份“降息”预期》中的跟踪，1月初市场还在期待“实际贷款利率应独立于政策利率下降”，过了2个月之后，IRS市场隐含的“降息”预期基本消散。

FDR007 IRS 期限利差隐含政策利率调降13个BP



1Y LPR IRS 隐含降息预期下降，调降预期不足1个BP



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_53074

