司库策略谈第 178 期：岁末银行存款市场观察及应对策略

司库策略周报

郭益忻
兴业研究分析师
电话：021_22852766
邮箱：880708@cib.com.cn

摘要

11 月，存款同比增速 10.7%，处于年内较高水平。结构方面，企业存款、零售存款均有较好表现。前 11 个月较为突出的表现，也意味着年底无需再做冲刺。

结构性存款压降，10 月压降超 1 万亿，11 月力度下降，压缩量减半到不足 5000 亿，这也一定程度上减轻了机构的负债压力。若近期能对来年的结构性存款定位有所明确，则将缓解来年的资产负债两端的错配压力。

下一个阶段，应当通盘考量，按照年底整体资产负债规模、结构、指标调剂的要求，做好摆布工作；年内稳住已有成果，做好来年的规划布局，为来年的存款经营工作开好局起好步。

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 1100 亿到期，政府债当周净发行 918 亿，其中，国债发行缴款 1360 亿，无地方债发行缴款，资本工具缴款 117 亿。NCD 到期量 6051 亿，到期量为 12 月峰值；

下周步入下旬，公开市场到期较少，重点关注 14D OMO 投放的时点和力度，若上半周即大量投放，则跨年资金价格亦将回落；

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

NCD 到期续作进度偏快，年底前提价换量需大大减弱；后两周预计在现有水平窄幅波动；

临近年末，国债一级市场超短、2Y~5Y、超长皆有供应，两端可重点考虑；

12 月，中小银行资本工具密集发行，相对偏暖的环境利于发行的顺畅进行，但坚持投资主要聚焦于二级市场；

关键词：资产负债管理，存款市场；

市场回顾

本周资金面前松后紧，资金面有所收敛，央行周二续作 9500 亿 MLF，当周累计净投放 5600 亿。起初给市场形成一种跨年无忧的感觉，而周三收盘后 2Y 国债增发则带来不同理解，而后几个工作日自己面也逐渐收紧。短期利率方面，隔夜周末收在 1.7%，7D 略高于 2.1%，14D 跨年反弹到 2.58%。

图表 1：银行间市场主要准利率周变化情况（1 年期以内）

指标名称	DR001	DR007	DR014	SHIBOR1M	SHIBOR3M	SHIBOR6M	SHIBOR9M	SHIBOR1Y
2020/12/18	1.7111	2.1137	2.5783	2.7160	2.8550	2.9220	3.0300	3.0660
2020/12/11	1.4223	2.1281	1.9792	2.7120	3.0160	3.1300	3.1950	3.2390
差异（bps）	28.88	-1.44	**59.91**	0.40	-16.10	-20.80	-16.50	-17.30

来源：wind，兴业研究

图表 2：非银机构短期融资利率周变化情况（7 天以内）

指标名称	R001	R007	GC001	GC007
2020/12/18	0.00	0.00	2.92	2.78
2020/12/11	1.51	2.34	2.79	2.73
差异（bps）	-151.21	-233.91	12.30	4.30

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量显著萎缩，不足 2600 亿，全市场余额回落，目前总规模 11.06 万亿。利率方面，一级市场本周在 MLF 天量续作后，1Y 来到 3.0%。期限方面，本周主要在 3M 和 1Y。本周，NCD 市场浮息品种没有发行。

二级市场方面，本周市场成交 8253 亿，环比上周增加近 1600 多亿。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	12 月第 2 周		12 月第 3 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	814.30	2.78%	431.40	2.85%	-382.90	0.07%
3M	1157.40	3.14%	831.90	3.05%	-325.50	-0.09%
6M	2671.20	3.21%	509.10	3.12%	-2162.10	-0.09%
9M	333.10	3.34%	158.90	3.20%	-174.20	-0.15%
1Y	3140.10	3.32%	665.80	3.26%	-2474.30	-0.07%
合计	8116.10	3.21%	2597.10	3.09%	-5519.00	-0.11%

来源：wind，兴业研究

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行 2167 亿。二级市场，本周收益率整体下行，其中 1Y 受益于 MLF 超量续作下行幅度最大，超过 10BP，而 3-10Y 下行都在 0.5-3.3BP 之间。截止周末，10-1 期限利差本周继续走扩，目前水平在 56BP。

图表 4：国债利率周变化情况

指标名称	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2020/12/18	2.7267	2.9642	3.1100	3.2804	3.2902
2020/12/11	2.8334	2.9969	3.1403	3.3000	3.2951
差异（bps）	-10.67	-3.27	-3.03	-1.96	-0.49

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率整体下行，1-3Y 下行 6-7BP，而 5-10Y 下行 3-4BP。本周末，10Y 隐含税率水平最高为 11.7%，环比上周继续回落，处于较低水平。

图表 5：国开债利率周变化情况

指标名称	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2020/12/18	2.8547	3.1290	3.3662	3.4994	3.6774
2020/12/11	2.9201	3.2002	3.4074	3.5301	3.7121
差异（bps）	-6.54	-7.12	-4.12	-3.07	-3.47

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 72 亿。二级市场方面，本周成交量 808 亿，环比上周增加 43 亿。二级市场利率走势方面，本周 1Y 下行 9BP，3-10Y 下行 2.5-4.5BP。截止周末，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 22、9、33BP，相对国债的估值利差较上周有所走扩。

图表 6：地方债利率周变化情况

指标名称	1 年	3 年	5 年	7 年	10 年
2020/12/18	2.8105	3.2226	3.3314	3.3714	3.6187
2020/12/11	2.9072	3.2471	3.3765	3.4000	3.6568
差异（bps）	-9.67	-2.45	-4.51	-2.86	-3.81

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 474 亿，其中 6 笔金融债，4 笔银行资本工具。

离岸人民币市场方面，本周资金利率涨跌互现，隔夜到 2 周出现 10-30BP 反弹，而 3M-1Y 出现 3-16BP 回落，曲线整体平坦化。

图表 7：上周离岸人民币拆借利率变化情况

CNH HIBOR	隔夜	1 周	2 周	1 个月	3 个月	6 个月	9 个月	12 个月
2020/12/18	1.70	2.27	2.62	2.74	2.89	2.95	3.08	3.12
2020/12/11	1.40	2.18	2.32	2.74	2.96	3.12	3.24	3.16
差异（BP）	29.57	9.02	29.35	0.07	-6.49	-16.78	-16.00	-3.52

来源：wind，兴业研究

岁末银行存款市场观察

11 月，存款同比增速 10.7%，处于年内较高水平。结构方面，企业存款、零售存款均有较好表现。前 11 个月较为突出的表现，也意味着年底无需再做冲刺。

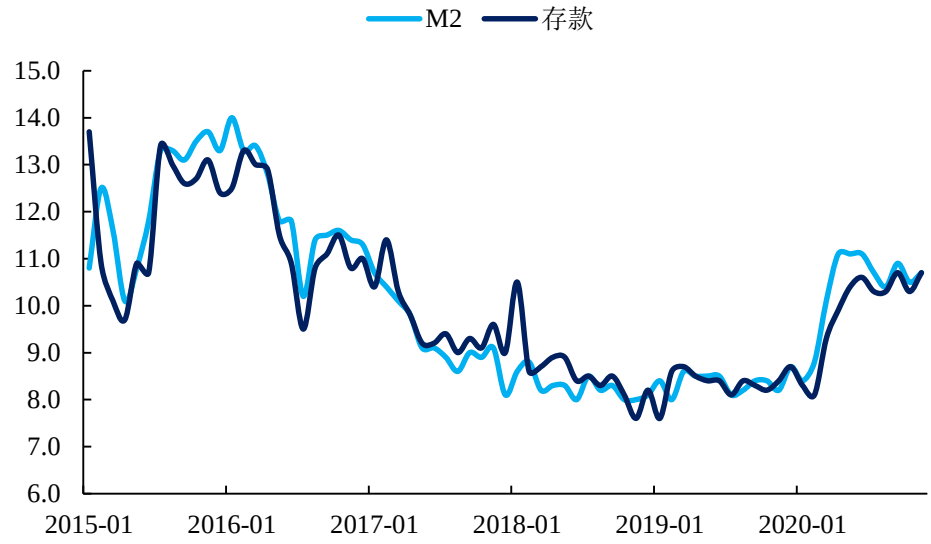
从资产端入手，贷款是信用扩张主要渠道，存款派生效果相对也最好，存贷增速差目前已经缩窄到 2.1%，为近几年来最低水平；10 月政府债发行滞后效果逐渐显现，当月财政存款减少近 1900 亿，但幅度相比前两年仍略低，须关注年末下拨力度。非标持续萎靡，弱资质主体往往自身流动性紧张，派生条件不胜理想。企业发债受到永煤违约影响，出现明显缩量；开票量保持较高水平，或为带动保证金存款增长。

结构性存款压降，10 月压降超 1 万亿，11 月力度下降，压缩量减半到不足 5000 亿，这也一定程度上减轻了机构的负债压力。若近期能对来年的结构性存款定位有所明确，则将缓解来年的资产负债两端的错配压力。

下一个阶段，应当通盘考量，按照年底整体资产负债规模、结构、指标调剂的要求，做好摆布工作；年内稳住已有成果，做好来年的规划布局，为来年的存款经营工作开好局起好步。

11 月，存款同比增速 10.7%，处于年内较高水平。前 11 个月较为突出的表现，也意味着年底无需再做冲刺。

图表 8：存款增速回落，但仍保持高位



数据来源：wind，兴业研究

结构方面，企业存款、零售存款均有较好表现。这与过往两年零售强企业弱的情形不同，双轮驱动使得今年存款增长的基础更为厚实。

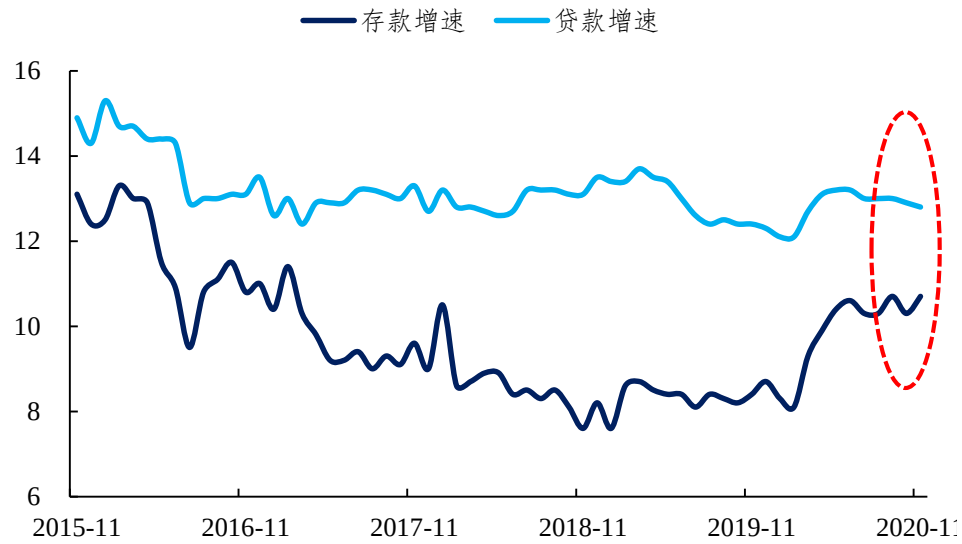
图表 9：企业、零售均有较好表现



数据来源：wind，兴业研究

从资产端入手，贷款是信用扩张主要渠道，存款派生效果相对也最好，存贷增速差目前已经缩窄到 2.1%，为近几年来最低水平。

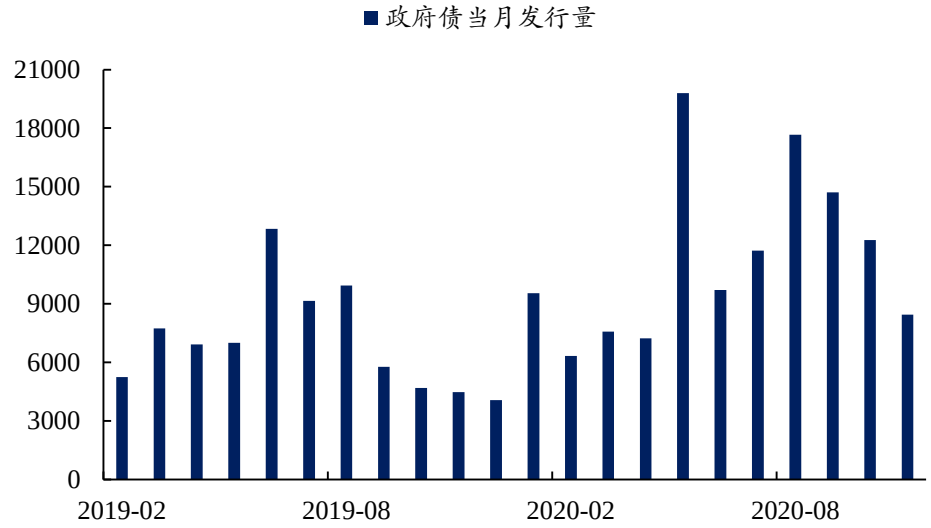
图表 10：存贷增速差大幅度收窄



数据来源：wind，兴业研究

10 月政府债发行滞后效果逐渐显现，当月财政存款减少近 1900 亿，但相比前两年仍略低，关注年末下拨力度。

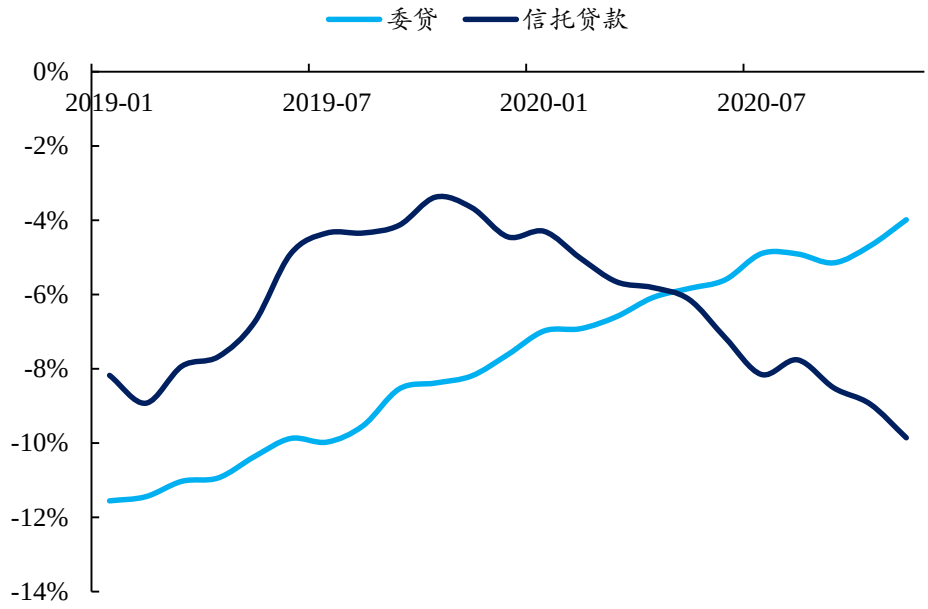
图表 11：政府债发行落地到派生存款有一个过程



数据来源：wind，兴业研究

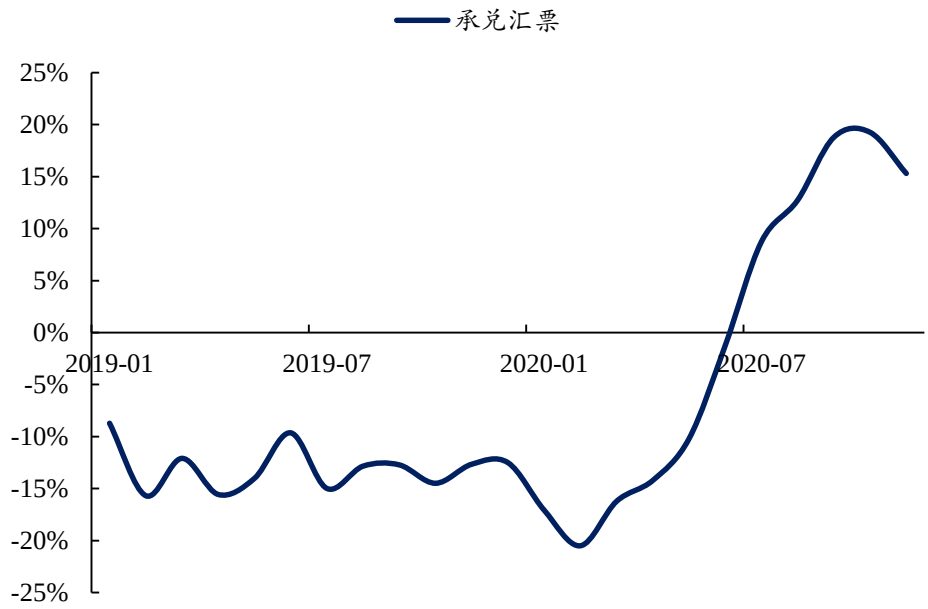
非标持续萎靡，弱资质主体往往自身流动性紧张，派生条件不胜理想。企业发债受到永煤违约影响，出现明显缩量。

图表 12：非标之中信托显露颓势



数据来源：wind，兴业研究

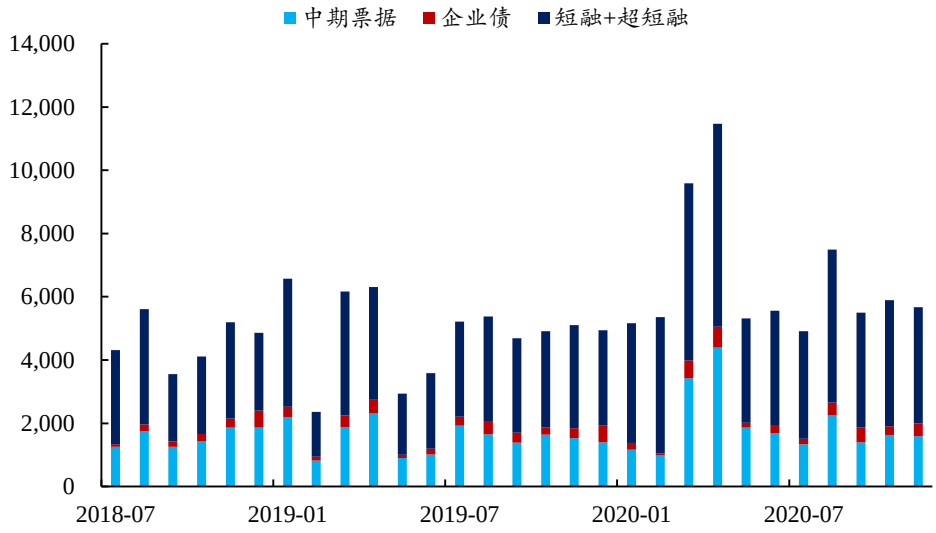
图表 13：表外开票增速保持在高位



数据来源：wind，兴业研究

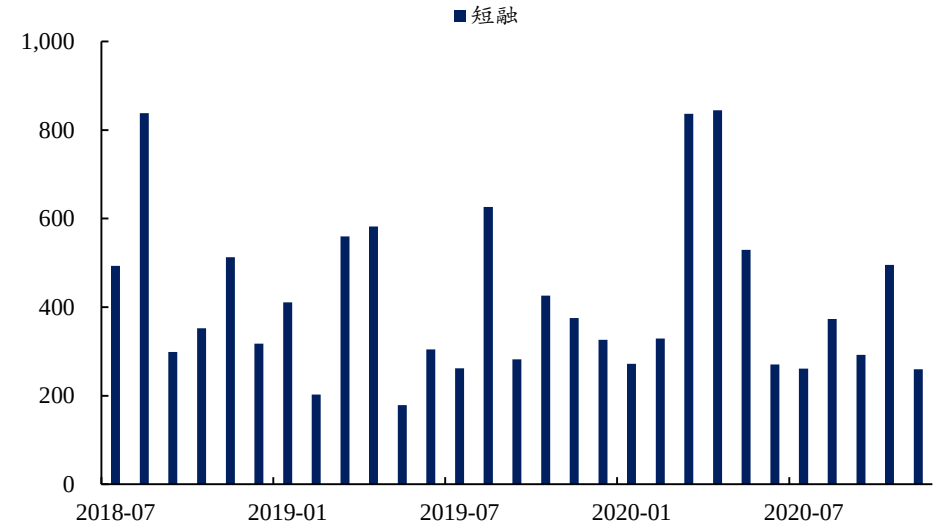
企业发债期限越来越短，8 月以来发行量最大的一直都是短融和超短融，短期限高周转，留存资金可能并不稳定。而在永煤违约之后，高等级主体发行短融遇冷，融资难度同样加大

图表 14：超短融放量带动企业债增长



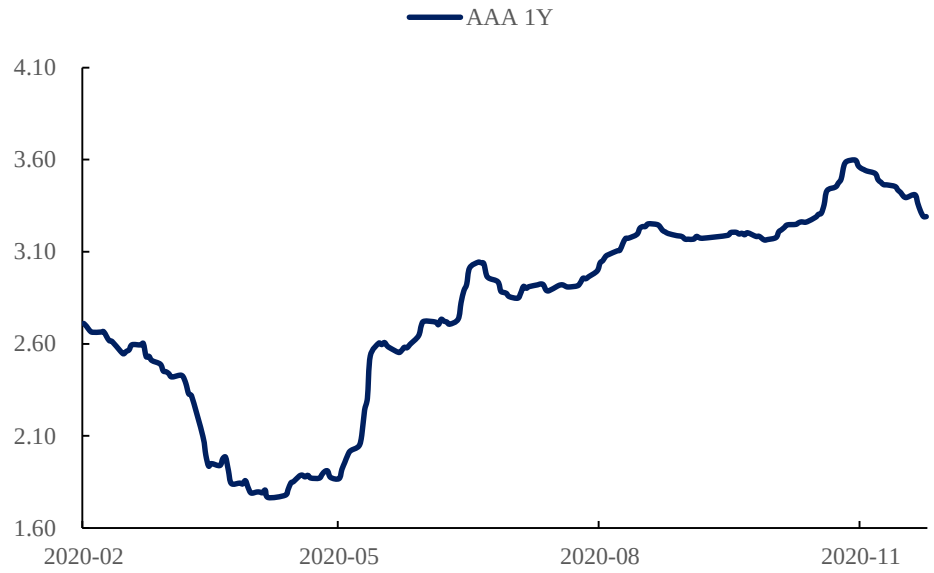
数据来源：wind，兴业研究

图表 15：短融发行缩量



数据来源：wind，兴业研究

图表 16：1Y 短融目前仍有 3.3%，永煤事件影响深远



数据来源：wind，兴业研究

结构性存款压降，10 月压降超 1 万亿，11 月压缩量降为 4800 亿，压降力度减轻，而也一定程度上也缓解了机构的负债压力。若近期能对来年的结构性存款定位有所明确，则将减轻来年的资产负债两端的错配压力。

这里具体看有几个情形，分别是继续压降、允许稳定在某一个区间内、不设上限增长；

继续压降：该情形的目标是彻底终止结构性存款业务，这与之前诸多文件规范管理、合规经营的要求不相符，可能性极小；

允许稳定在某一个区间内：该情形可能性较大，关键点在于基数在那里，区间有多大，这将决定机构来年主动负债管理的余地究竟有多大；

不设上限增长：该情形可能性同样极小，套利的缘起是存在套利空间，目前多错并举的态势下，套利空间接近关闭。但出于对存款的追逐，结构性存款仍将成为机构拓展负债特别是存款的重要来源。今年大半年的压降效果也将很快被稀释。在防空转、防套利的大背景下，结构性存款大幅增长是没有空间的。

下一个阶段，应当通盘考量，按照年底整体资产负债规模、结构、指标调剂的要求，做好摆布工作；内稳住已有成果，做好来年的规划布局，为来年的存款经营工作开好局

起好步。

图表 17：结构性存款余额已不足 7.5 万亿



数据来源：wind，兴业研究

图表 18：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/12/21	2020/12/22	2020/12/23	2020/12/24	2020/12/25
央行操作到期	OMO	200	100	100	100	600
	MLF/TMLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	200	100	100	100	600
债券净发行	地方债	-55	-10	-6	-12	-17
	国债	542	0	-7	483	0
	合计	488	-10	-12	470	-17

来源： wind，兴业研究

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 1100 亿到期，政府债当周净发行 918 亿，其中，国债发行缴款 1360 亿，无地方债发行缴款，资本工具缴款 117 亿。NCD 到期量 6051 亿，到期量为 12 月峰值；下周步入下旬，公开市场到期较少，重点关注 14D OMO 投放的时点和力度，若上半周即大量投放，则跨年资金价格亦将回落；

NCD 到期续作进度偏快，年底前提价换量需大大减弱；后两周预计在现有水平窄幅波动；

临近年末，国债一级市场超短、2Y~5Y、超长皆有供应，两端可重点考虑；

12 月，中小银行资本工具密集发行，相对偏暖的环境利于发行的顺畅进行，但坚持投资主要聚焦于二级市场；

免责声明

本报告由兴业经济研究咨询股份有限公司(简称“兴业研究公司”，CIB Research)提供，本报告中所提供的信息，均根据国际和行业通行准则，并以合法渠道获得，但不保证报告所述信息的准确性及完整性，报告阅读者也不应自认该信息是准确和完整的而加以依赖。本报告中所提供的信息均反映本报告初次公开发布时的判断，我司有权随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。本报告内容仅供报告阅读者参考，一切商业决策均将由报告阅读者综合各方信息后自行作出，对于本报告所提供的信息导致的任何直接或间接的后果，我司不承担任何责任。

本报告的相关研判是基于分析师本人的知识和倾向所做出的，应视为分析师的个人观点，并不代表所在机构。我司可根据客观情况或不同数据来源或分析而发出其它与本报告所提供信息不一致或表达不同观点的报告。分析师本人自认为秉承了客观中立立场，但对报告中的相关信息表达与我司业务利益存在直接或间接关联不做任何保证，相关风险务请报告阅读者独立做出评估，我司和分析师本人不承担由此可能引起的任何法律责任。

本报告中的信息及表达的观点并不构成任何要约或投资建议，不能作为任何投资研究决策的依据，我司未采取行动以确保此报告中所指的信息适合个别的投资者或任何的个体，我司也不推荐基于本报告采取任何行动。

报告中的任何表述，均应从严格经济学意义上理解，并不含有任何道德、政治偏见或其他偏见，报告阅读者也不应该从这些角度加以解读，我司和分析师本人对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为我司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发表。除非是已被公开出版刊物正式刊登，否则，均应被视为非公开的研讨性分析行为。如引用、刊发，需注明出处为兴业经济研究咨询股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

我司对于本免责声明条款具有修改和最终解释权。

联系我们		上海市浦东新区银城路 167 号兴业银行大厦 15 楼			
产品销售	信用排查、新债研究、行业债券池、信用债指数、发债企业信用调研、策略研究、资产负债研究、金融同业研究	练晓楠	lianxiaonan@cib.com.cn	021-22852756	18516679451
研究销售	国内宏观、货币市场与票据、金融监管、绿色金融、汇率、贵金属、大宗商品	储晨笛	chuchendi@cib.com.cn	021-22852753	13506110110
兴业银行及子公司对接人员		王莹	wangying8@cib.com.cn	021-22852748	15216714281
		叶琳	lin.ye@cib.com.cn	021-22852755	15800339758
		汤灏	tanghao@cib.com.cn	021-22852630	13501713255