司库策略谈第 173 期：如何看待最近资金利率的变化

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

如何看待最近资金利率的变化

后续资金利率运行怎么看，我们本周对此作详细分析：

流动性：不松不紧而实质偏紧，防范信用债市场局部流动性干枯对货币市场造成的溢出效应；

资金利率：供需在总量上的失衡并没有显著缓解，资金利率上行没有结束；NCD、金融债皆是；供需在期限结构上的失衡使得流动性指标恶化，被动要求吸收长期限负债予以匹配；而在周末资本工具减记风险实质化之后，各期限债务工具预计也将受到影响，流动性紧平衡或拉大不同主体间的溢价水平；

理财端：负债端成本震荡走低，资产收益上行，息差继续改善，现阶段适度要控制杠杆使用，特别是关键节点，还应做好前瞻性地跨年流动性准备；

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 7500 亿到期，政府债当周净发行 1604 亿，其中，国债发行缴款 2460 亿，地方债发行缴款 543 亿。NCD 到期量 4837 亿，到期量依旧偏高；

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

下周一，MLF 续作是关注焦点，本月累计到期 6000 亿，资金运用端压力下降降低超量续作必要性，而本周信用债极端走势+周末资本工具减记，都需要呵护市场脆弱的情绪，预计等量或小幅超量续作可能性偏大；

NCD 再次回到前高，MLF 续作或将为下阶段走势指明方向，若等量或小幅超量，长端 NCD 或继续上行；若超预期缩量，则上行幅度更大；而在周末资本工具减记风险实质化之后，NCD 等中短期工具发行无疑也会受到冲击，冲击程度下周须密切关注。

下周五，LPR 报价预计继续保持不变；

关键词：资产负债管理，负债及资金利率

市场回顾

本周资金面再度趋紧，其中周四信用债出现极端行情，有一定流动性枯竭现象，央行周五投放 1600 亿以稳定市场情绪。当周，央行累计净投放 2300 亿。短期利率方面，隔夜 2.5%，7D2.6%，均明显高于 7D OMO 政策利率。

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
2020/11/13	2.5323	2.6061	2.9700	2.6790	3.0030	3.0580	3.1660	3.2050
2020/11/6	1.7888	2.2219	2.1947	2.6400	3.0010	3.0520	3.1530	3.1990
差异（bps）	74.35	38.42	**77.53**	3.90	0.20	0.60	1.30	0.60

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
2020/11/13	2.78	3.36	3.27	3.16
2020/11/6	1.88	2.40	2.26	2.49
差异（bps）	90.45	95.60	100.60	66.70

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量接近 4000 亿，不及到期量，全市场余额有所回落，目前总规模为 11.2 万亿。利率方面，一级市场本周 3M 3.0-3.05%，1Y3.2-3.23%，盘桓在高区。期限方面，本周，1M、6M、1Y 比例都在 25%左右，3M 明显萎缩。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 7343 亿，较上周有所恢复。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	11 月第 1 周		11 月第 2 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	806.60	2.64%	1019.60	2.58%	213.00	-0.07%
3M	1044.30	3.10%	275.40	3.12%	-768.90	0.02%
6M	509.90	3.27%	911.70	3.26%	401.80	0.00%
9M	1438.60	3.22%	736.70	3.23%	-701.90	0.01%
1Y	1190.40	3.32%	956.10	3.32%	-234.30	-0.01%
合计	4989.80	3.13%	3899.50	3.08%	-1090.30	-0.05%

来源：wind，兴业研究

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行2524亿，3M贴现国债招标2.76%，与1Y持平，也创出本轮反弹新高。二级市场，本周收益率权限上行，除3Y以外，1-10Y其余期限均有5BP的上行。截止周末，10-1期限利差本周较上周基本持平，目前水平在42BP。

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
2020/11/13	2.8464	3.0053	3.0984	3.2885	3.2715
2020/11/6	2.7832	2.9702	3.0341	3.2354	3.2063
差异（bps）	6.32	3.51	6.43	5.31	6.52

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率同样整体上行，但幅度不一，3Y上行12BP幅度最大，7Y仅反弹1.3BP。本周末，10Y隐含税率水平最高，为13.7%。

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
2020/11/13	2.9039	3.3316	3.4752	3.5239	3.7191
2020/11/6	2.8309	3.2118	3.4103	3.5106	3.6718
差异（bps）	7.30	11.98	6.49	1.33	4.73

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行613亿。二级市场方面，本周成交量592亿，较上周继续缩量。二级市场利率走势方面，本周估值变动较为有限。截止周末，5Y、7Y、10Y目前点差分别为27、15、41BP，10Y的估值利差仍然相对偏大。

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
2020/11/13	2.8825	2.0800	3.3674	3.4338	3.6857
2020/11/6	2.8570	2.0800	3.3180	3.4204	3.6309
差异（bps）	2.55	0.00	4.94	1.34	5.48

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行1147亿，其中金融债440亿，资本工具707亿。

离岸人民币市场方面，本周1M反弹且幅度都在20BP以上，上周末陡峭的曲线有所。

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
2020/11/13	2.63	2.91	2.93	2.94	3.11	3.23	3.24	3.26
2020/11/6	2.06	2.53	2.63	2.74	2.96	3.15	3.28	3.25
差异（BP）	57.03	38.09	29.64	20.23	15.48	8.13	-4.00	1.15

来源：wind，兴业研究

如何看待最近资金利率的变化

后续资金利率运行怎么看，我们本周对此作详细分析：

流动性：不松不紧而实质偏紧，防范信用债市场局部流动性干枯对货币市场造成的溢出效应；

资金利率：供需在总量上的失衡并没有显著缓解，资金利率上行没有结束；NCD、金融债皆是；供需在期限结构上的失衡使得流动性指标恶化，被动要求吸收长期限负债予以匹配；而在周末资本工具减记风险实质化之后，各期限债务工具也将受到影响，流动性紧平衡或拉大不同主体间的溢价水平；

理财端：负债端成本震荡走低，资产收益上行，息差继续改善，现阶段适度要控制杠杆使用，特别是关键节点，还应做好前瞻性地跨年流动性准备；

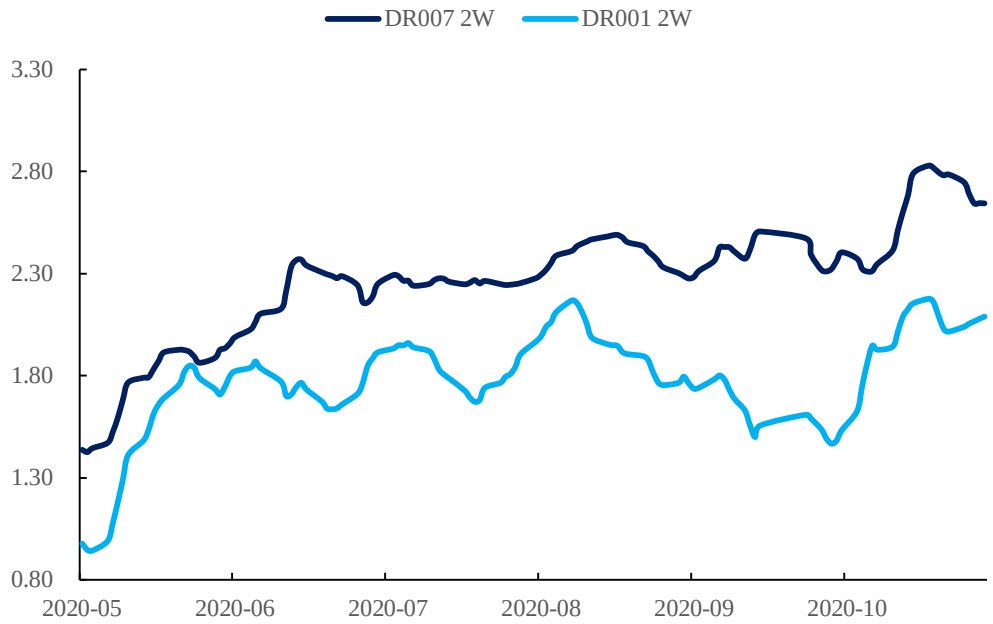
流动性环境：

短期流动性方面，10 月末出现显著收紧，财政收支节奏异步、大盘 IPO 抽水是主要的外部驱动因素，但机构备付水平偏低，对 10 月末流动性紧张防范不足同样客观存在。

结合央行各层级领导近期在各种场合表态，货币政策从“灵活适度”转向“松紧适度”，保持既有力度，边际上适度收紧可能是未来一段时间的主基调。一方面，部分市场人士期盼的放松难以出现；另一方面，货币政策+宏观审慎政策双支柱将确立，通过货币政策收紧来稳杠杆必要性下降，使用房地产融资、地方政府债务管控等宏观审慎工具组合予以应对是更合理的安排。

在此预判之下，机构对跨年流动性相对不乐观，提前筹备跨年甚至是跨春节资金成为相对一致的选择，由此 3M-6M 的资金利率将有较强的刚性。

图表 8：DR007 在 2.2%之上波动



数据来源：wind，兴业研究；

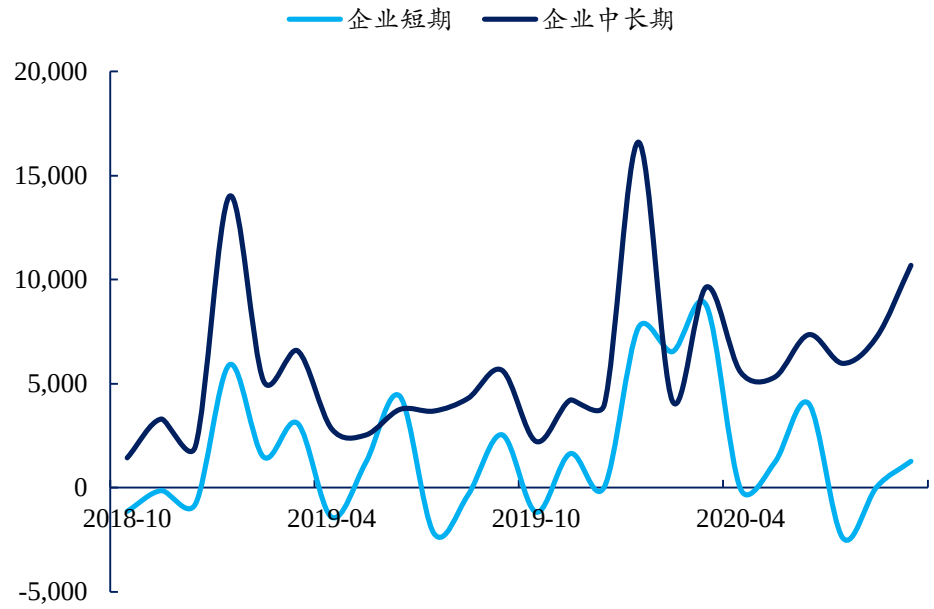
资产负债表视角看利率上行

我们在之前的周报中提到，实际的中微观层面，供需失配才是推升资金利率的最重要因素。

从边际变化上来看，银行资产端和负债端供需失配并没有显著的纠正。

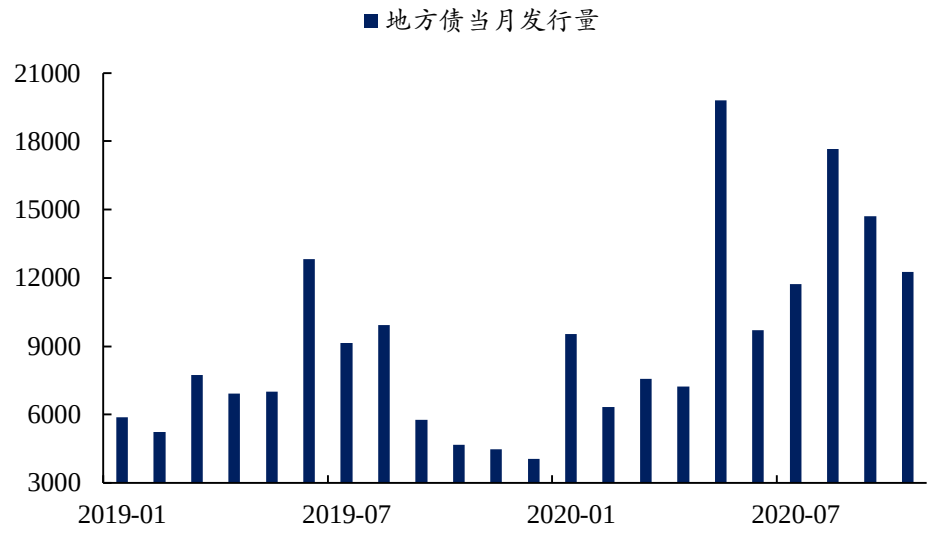
资金运用端，占据表内资产投放主导的信贷和债券投资，10 月合计读数仍然偏高（信贷偏低，但债券不低）。资金来源端，10 月存款表现季节性偏弱，结构性存款压降趋于完成显然过于乐观。资金漏损还在持续。

图表 9：企业中长期贷款高增长



数据来源：wind，兴业研究；

图表 10：政府债超量发行



数据来源：wind，兴业研究；

图表 11：结构性存款已经低于年初水平

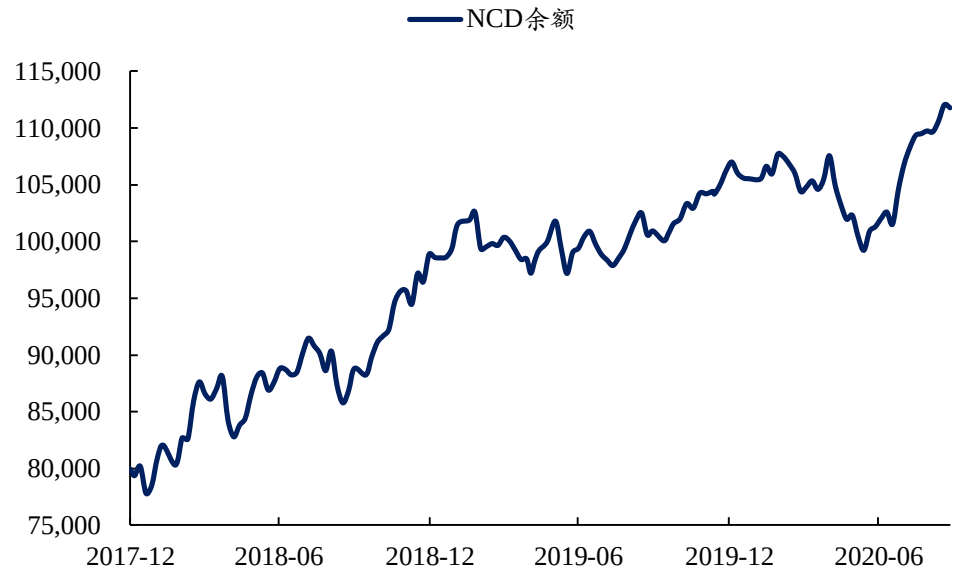


数据来源：wind，兴业研究；

为了填补缺口，银行仍然需要各个渠道筹措资金，NCD、金融债、资本工具逐一尝试。

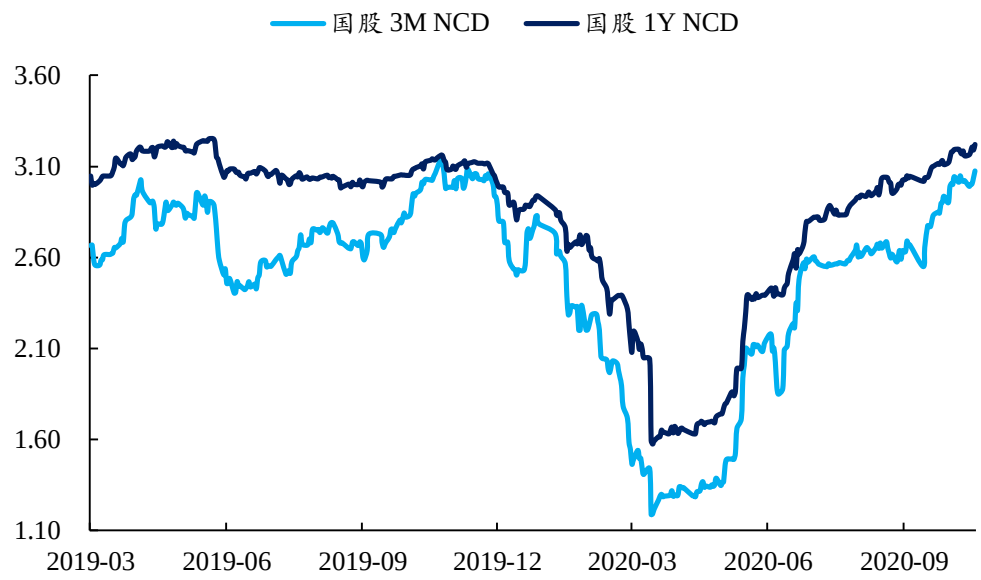
喘息之机可能来自本月续作的 MLF，但我们认为也并不乐观。11 月到期量偏大，但政府债、信贷投放趋于下降，超量续作过度仍不免传递出宽松的信号，与目前主基调并不相符。而如果 MLF 仅仅是等量续作，甚至是缩量续作，那么 NCD 发行利率完全可能继续上行，1Y 将靠向 3.3%。

图表 12：NCD 余额创新高



数据来源：wind，兴业研究；

图表 13：国股 NCD 反弹到年初水平



数据来源：wind，兴业研究；

回顾 7 月权益市场火热，带动利率上行：大体两条线索，其一是存量资产切换，居民将理财、货币基金、债券基金赎回，导致上述非银机构抛券置换流动性；其二是增量资金不足，资金被权益市场虹吸，固收类产品增量资金不足，承接新资产的资金成本太高；上述两条渠道都对利率产生推升作用。若本周以来的权益走强有一定持续性，则 7 月的走势有较大概率重演，差别在于幅度。

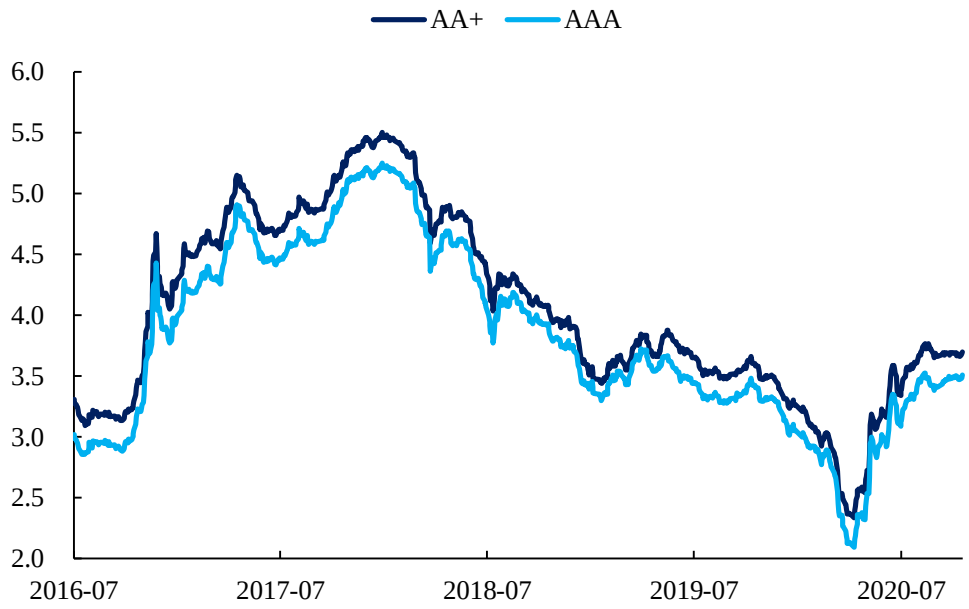
此外，供需在期限结构上的失衡使得流动性指标恶化，被动要求吸收长期限负债予以匹配。我们看到各机构 3 季度的流动性覆盖率指标较 2 季度显著下滑，其中部分机构已经逼近 100%的红线。这就迫使大家在目前长端成本相对偏贵的时候，还要去被动吸收这些资金。这也会导致 1-5Y 利率刚性的持续保持在高位。

图表 14：两融余额高企



数据来源：wind，兴业研究；

图表 15：价格深 V 走势



数据来源：wind，兴业研究；

图表 16：流动性指标的恶化



数据来源：wind，兴业研究；

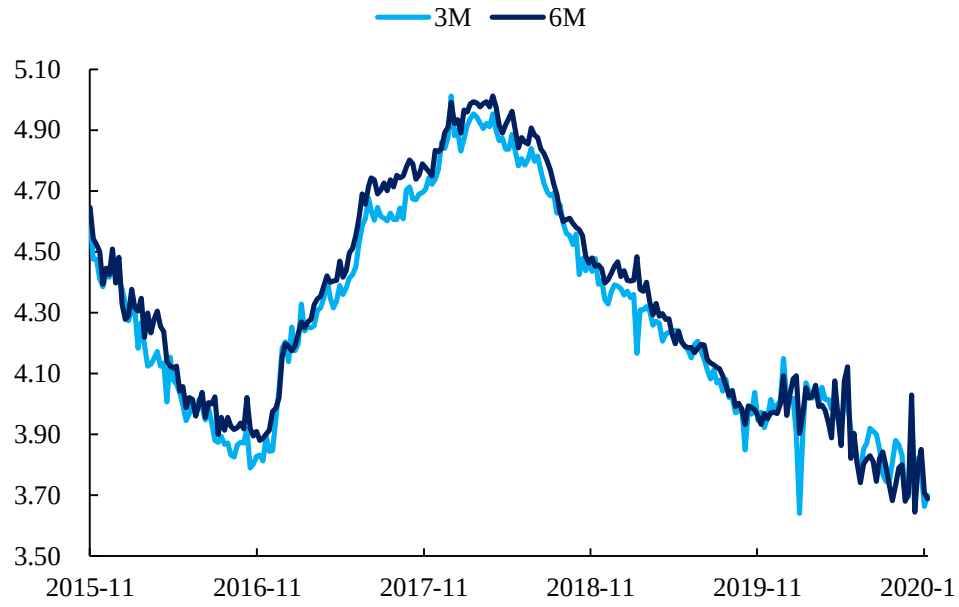
表外理财，预期收益产品的收益率震荡盘整。随着资金利率走高，NCD、CP、2-3Y信用债、同业借款乃至二级资本债、永续债等理财可配置资产价格均在走高，理财端息差有望继续改善。

吴晓灵前行长在《理财存量化解路线图》当中也着重强调了理财机构在流动性管理方面需要予以警惕。

“一是市场机构可以进一步完善流动性管理体系，将管理体系涵盖产品的研发、定价、销售、投资、兑付等全过程，定期开展流动性压力测试，完善应急措施，妥善应对突发事件。二是存量产品的运转过程中间，建议适度提升产品中配置的高流动性资产占比。过去存量的产品一般按照30%来配置高流动性资产，但是考虑到转型进入到改革攻坚期，由于产品存续期比较长，期间如果打破刚兑或者净值波动较大，投资者难以接受，在开放期进行大额赎回，可能会给银行理财带来流动性风险，因此我们建议高流动性资产配比适当提高，确保转型平稳度过。”

从流动性管理角度，现阶段适度要控制杠杆使用，特别是关键节点，还应做好前瞻性地跨年流动性准备。

图表 17：表外利率处于下降通道，但斜率变小



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	2020/11/16	2020/11/17	2020/11/18	2020/11/19	2020/11/20
央行操作到期	OMO	0	1,200	1,500	1,200	1,600
	MLF/TMLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	0	1,200	1,500	1,200	1,600
债券净发行	地方债	-443	-72	269	-32	-76
	国债	557	-15	-11	1,428	0
	合计	114	-87	258	1,395	-76

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 7500 亿到期，政府债当周净发行 1604 亿，其中，国债发行缴款 2460 亿，地方债发行缴款 543 亿。NCD 到期量 4837 亿，到期量依旧偏高；

下周一，MLF 续作是关注焦点，本月累计到期 6000 亿，资金运用端压力下降降低超量续作必要性，而本周信用债极端走势+周末资本工具减记，都需要呵护市场脆弱的情绪，预计等量或小幅超量续作可能性偏大；

NCD 再次回到前高，MLF 续作或将为下阶段走势指明方向，若等量或小幅超量，长端 NCD 或继续上行；若超预期缩量，则上行幅度更大；而在周末资本工具减记风险实质化之后，NCD 等中短期工具发行无疑也会受到冲击，冲击程度下周须密切关注。

下周五，LPR 报价预计继续保持不变；

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