司库策略谈第 162 期：压力未完全释放-近期资金利率变动解析

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

本该风平浪静的 8 月，流动性水位和资金利率波动却有所加大，我们本周对此作详细分析：

短端，流动性合理充裕，总体适度略偏紧，公开市场操作力度不小，长期资金需求也基本予以满足。短端利率围绕政策利率附近波动。然而缺口仍存，压力没有完全释放。

中端，NCD 利率特别是长期利率的上行斜率变小，然而压力依旧存在，资产投放有刚性，但存款增长节奏匹配一般。过去三个月来看，结构性存款压缩形成的缺口 NCD 并无法有效承接。MLF 的续作可能仅仅是暂时缓解，然而续作压力不消除，资金利率上行的过程就难言完全终结。

长端，充分适应之后，发债量显著回升，8 月以来已经累计发行超过 1200 亿。及时发债也还是长期负债的一个重要补充。

未雨绸缪，需要对未来早做布局。

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 7600 亿到期，政府债当周净发行 2336 亿，其中国债发行缴款 200 亿，地方债 3341 亿，资本债缴款 370 亿；NCD 到期量 4640 亿，与本周到期水平相当；

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

下周月末，财政支出资金陆续释放，但规模不宜过度高估。本周资金面超预期紧张，情绪疲弱，需跨月资金接续投放以平复资金面波动；

NCD 部分，下周到期量仍大，国股 1Y 快速逼近 2.95%，弱化吸收动力，6M 可跨春节，料近几周或继续在该期限上放量；

月末时点，信贷调控或引起票据市场价格波动，关注交易机会；

关键词：资产负债管理，资金利率

市场回顾

本周资金面前松后紧，直到周五下午才略有好转。当周央行超量续作 MLF，充分满足机构报送需求，每天均有公开市场操作，周四到期的国库现金周五等额续作，但上述操作叠加仍难以满足市场需求。短端利率方面，隔夜、7D 均走高且超出政策利率 2.2%。

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
2020/8/21	2.2521	2.3231	2.4678	2.3390	2.6010	2.8020	2.8490	2.9000
2020/8/14	2.1665	2.2098	2.3022	2.3060	2.6010	2.7780	2.8140	2.8720
差异（bps）	8.56	11.33	**16.56**	3.30	0.00	2.40	3.50	2.80

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
2020/8/21	2.35	2.57	2.89	2.82
2020/8/14	2.22	2.37	2.38	2.39
差异（bps）	12.47	19.89	50.90	42.90

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量环比扩张 1580 亿，基本对冲到期量，全市场余额连续第五周反弹，规模站上 10.95 万亿。利率方面，一级市场本周 3M2.55-2.6%，1Y 冲破 2.9%，仍有上行压力。期限方面，本周 6M 显著放量，占比达到 25%，3M 和 1Y 占比相当，都在 32%-33%之间。本周，NCD 市场没有浮息品种发行。

二级市场方面，本周市场成交 1.26 万亿。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	8 月第 2 周		8 月第 3 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	318.80	2.34%	281.40	2.39%	-37.40	0.06%
3M	1046.30	2.62%	1517.50	2.62%	471.20	0.00%
6M	96.50	2.91%	1157.40	2.85%	1060.90	-0.05%
9M	137.50	2.92%	237.20	2.91%	99.70	-0.01%
1Y	1479.10	2.95%	1465.30	2.95%	-13.80	-0.01%
合计	3078.20	2.77%	4658.80	2.78%	1580.60	0.01%

来源：wind，兴业研究

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行常规国债 941 亿，较上周接近减半。二级市场，本周收益率整体上行，1Y 受到流动性趋紧影响，上行 16BP。截止周末，10-1 期限利差本周收窄 11BP，至 55BP。

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
2020/8/21	2.4336	2.7518	2.8754	3.0291	2.9823
2020/8/14	2.2744	2.6746	2.8209	2.9943	2.9369
差异（bps）	15.92	7.72	5.45	3.48	4.54

来源：wind，兴业研究

国开债方面，收益率变动特征与国债类似，1Y 上行 9BP，5Y 也上行 8.5BP。本周末，10Y 隐含税率水平最高，为 17.2%。

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
2020/8/21	2.7094	3.1718	3.3603	3.4461	3.4956
2020/8/14	2.6181	3.1032	3.2756	3.4158	3.4542
差异（bps）	9.13	6.86	8.47	3.03	4.14

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 2088 亿。二级市场方面，本周成交量 4881 亿。二级市场利率走势方面，本周 1Y 上行幅度同样较大，5~10Y 反弹 4BP，30Y 估值站上 4%。截止周末，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 19、31、50BP，10Y 的估值利差相对较高。

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
2020/8/21	2.4399	2.0800	3.0668	3.3403	3.4779
2020/8/14	2.3116	2.0800	3.0246	3.3001	3.4312
差异（bps）	12.83	0.00	4.22	4.02	4.67

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 4 笔，总金额 530 亿，其中金融债 160 亿，永续债 370 亿。

离岸人民币市场方面，本周利率走势与在岸相反，全线下行，1M 以内下行幅度都在10BP 以上。

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
2020/8/21	2.19	2.60	2.63	2.72	2.91	2.94	2.97	3.02
2020/8/14	2.42	2.77	2.81	2.86	2.94	2.98	3.07	3.05
差异（BP）	-22.85	-17.32	-17.73	-14.47	-3.02	-3.97	-10.00	-3.05

来源：wind，兴业研究

如何看待最近资金利率的变化

本该风平浪静的 8 月，流动性水位和资金利率波动却有所加大，我们本周对此作详细分析：

短端，流动性合理充裕，总体适度略偏紧，公开市场操作力度不小，长期资金需求也基本予以满足。短端利率围绕政策利率附近波动。然缺口仍存，压力没有完全释放。

中端，NCD 利率特别是长期利率的上行斜率变小，然而压力依旧存在，资产投放有刚性，但存款增长节奏匹配一般。过去三个月来看，结构性存款压缩形成的缺口 NCD 并无法有效承接。MLF 的续作可能仅仅是暂时缓解，然而续作压力不消除，资金利率上行的过程就难言完全终结。

长端，充分适应之后，发债量显著回升，8 月以来已经累计发行超过 1200 亿。及时发债也还是长期负债的一个重要补充。

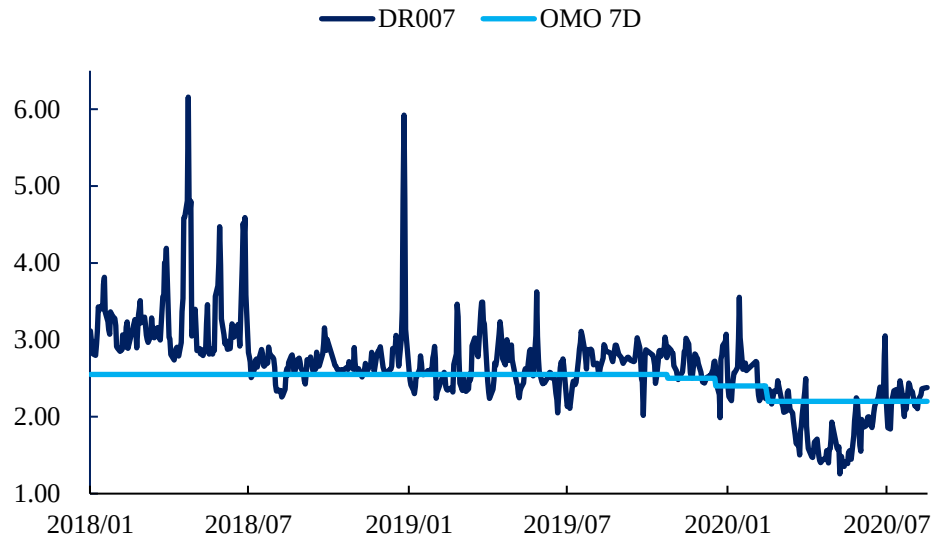
未雨绸缪，需要对未来早做布局。

流动性环境：区间波动

近两周以来的流动性水位运行在 3.5-4 万亿，遇到政府债大量发行和缴税，公开市场会加码，长期资金需求也基本予以满足。但目前的安排更多是结构和节奏上的协调：7 月是一般国债、地方债给特别国债让路，8 月中旬以来是一般国债缩量给地方债让路。考虑到 4 季度一级市场供给偏少，这样的错峰安排当然有助于平缓压力，但从另一个角度也可以理解，货币政策角度，进一步释放流动性难以期待。

短端利率围绕政策利率附近波动。其他扰动因素方面，权益市场走势震荡上行，资金迁移过程更可能“化整为零，蚂蚁搬家”。

图表 8：DR007 围绕 2.2%波动



数据来源：wind，兴业研究；

图表 9：融资融券余额持续新高



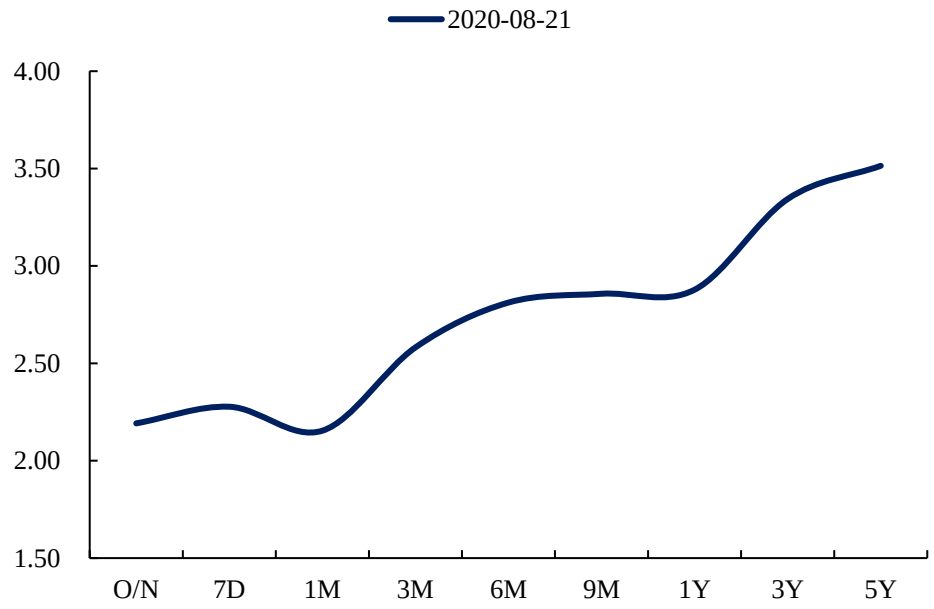
数据来源：wind，兴业研究；

中端同业负债

近几周以来，NCD 部分相对平静，但我们认为这更多是暂时的缓解，上行过程没有完全终结。

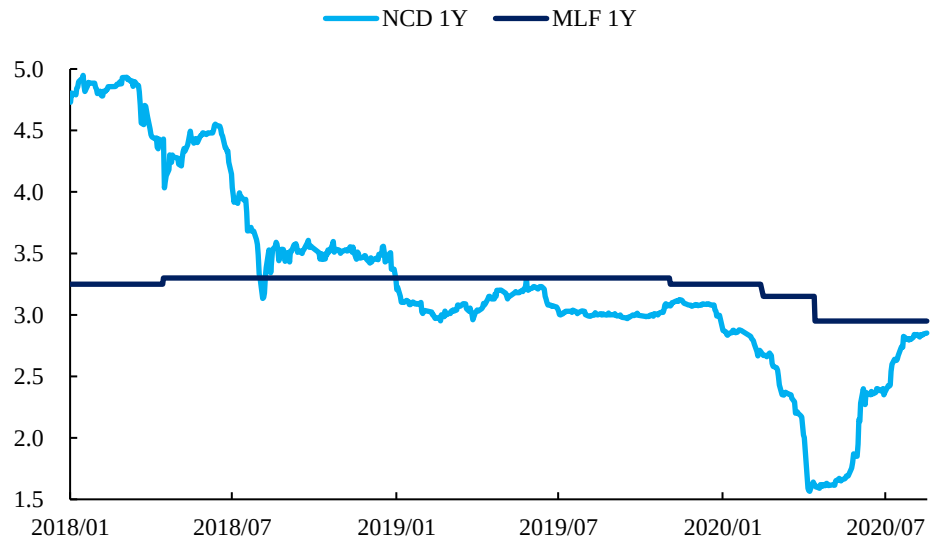
从曲线形态上来看，目前 6M-1Y 比较平坦。从运行态势看，1Y NCD 达到 2.9%后出现了两周左右的僵持时间。而随着 MLF 超量续作，进一步上行的预期至少在短期内有所弱化。

图表 10：曲线中间段很平坦



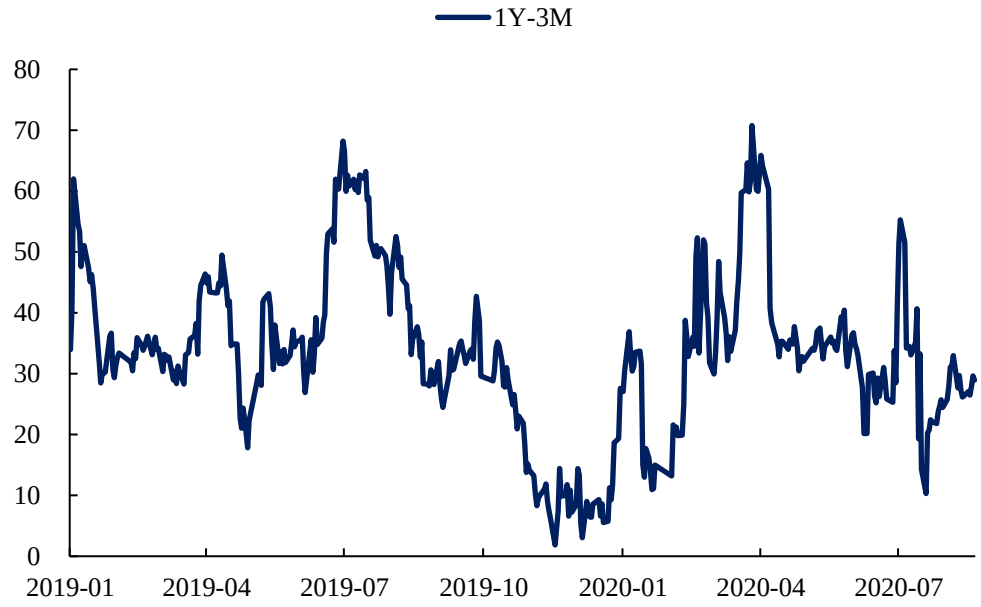
数据来源：wind，兴业研究

图表 11：1Y NCD 价格接近 MLF



数据来源：wind，兴业研究

图表 12：1Y-3M 目前处于均值以下



数据来源：wind，兴业研究

我们认为，短期即使出现小幅回落，但压力依旧存在。这主要体现在，资产（贷款和债券投资）投放有刚性，但负债端特别是存款增长节奏匹配一般。因此，对于同业负债等获取便利性较高的负债依旧有需求。

当然这里面也有一个现实的问题，就是随着 NCD 规模不断攀升，不少机构的年度限额会接近用满，未来扩张的空间很有限。

之前我们也提到过，通过 NCD 来消化结构性存款的缺口。但从过去三个月来看，结构性存款压缩形成的缺口 NCD 并无法有效承接，结构性存款 3 个月压缩了接近 2 万亿，同一时期 NCD 规模也是负增长。从这个角度来看，MLF 的续作可能仅仅是暂时缓解。NCD 规模又受限，那么向其他渠道就有传导的可能。续作压力不消除，资金利率上行的过程就不能说完全终结。

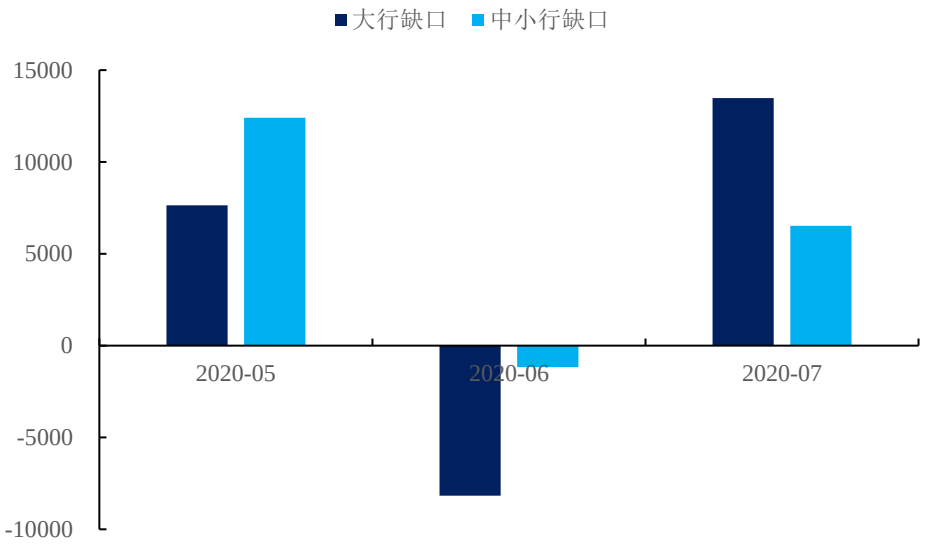
未来打破目前僵局的办法，需要从两端着手：

资金需求端：或者是重新注入资金（尤其是低成本资金），或者是负债端（主要是存款端）能够有效跟上来从而缓解压力。后一种可能需要一定时间，而中间等待的时间可能对短期资金面带来扰动，本周后半周流动性紧张就是这种间歇性扰动的一个具体反应。

资金供给端：表外理财特别是现金管理类产品进一步扩容，能够在目前的价格区间

有效承接新发的 NCD。这里从结构上发力可能更为现实，在权益市场整体热度不减的环境下，固定收益型产品本身就面临分流的压力。

图表 13：大行近期存在缺口



数据来源：wind，兴业研究

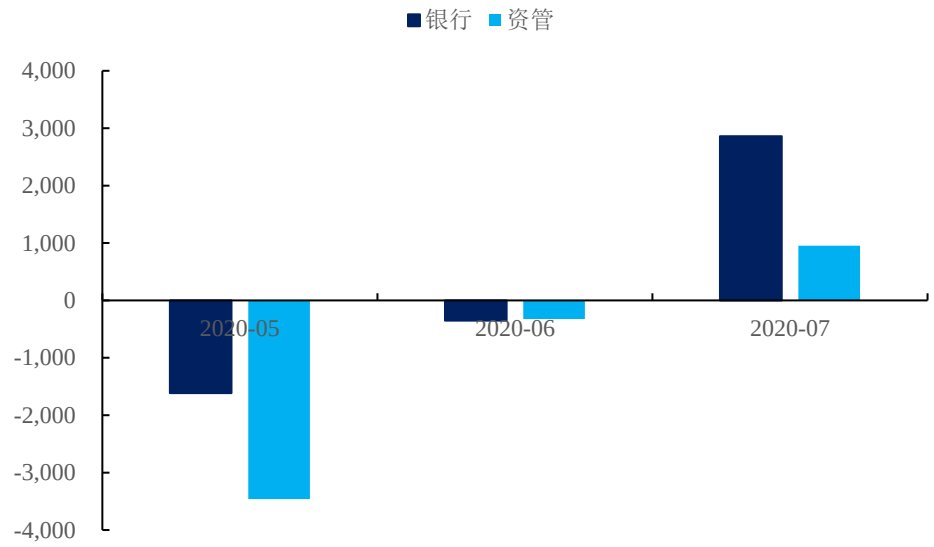
备注：此处缺口由主要资产运作科目减去存款得到；

图表 14：结构性存款近 3 个月的变化

	全部结构性	企业结构性	零售结构性	大型银行结构性	中小行结构性
2020/7/31	101,728.51	62,352.45	39,376.06	37,072.71	64,655.80
2020/4/30	121,394.51	74,277.94	47,116.57	42,314.65	79,079.86
2019/12/31	95,980.57	54,178.68	41,801.89	34,128.65	61,851.92
比 4 月	**-19,666.00**	**-11,925.49**	**-7,740.51**	**-5,241.94**	**-14,424.06**
比年初	5,747.94	8,173.77	-2,425.83	2,944.06	2,803.88
比年初增幅	5.99%	15.09%	-5.80%	8.63%	4.53%

数据来源：wind，兴业研究

图表 15：NCD 供求关系有所改善

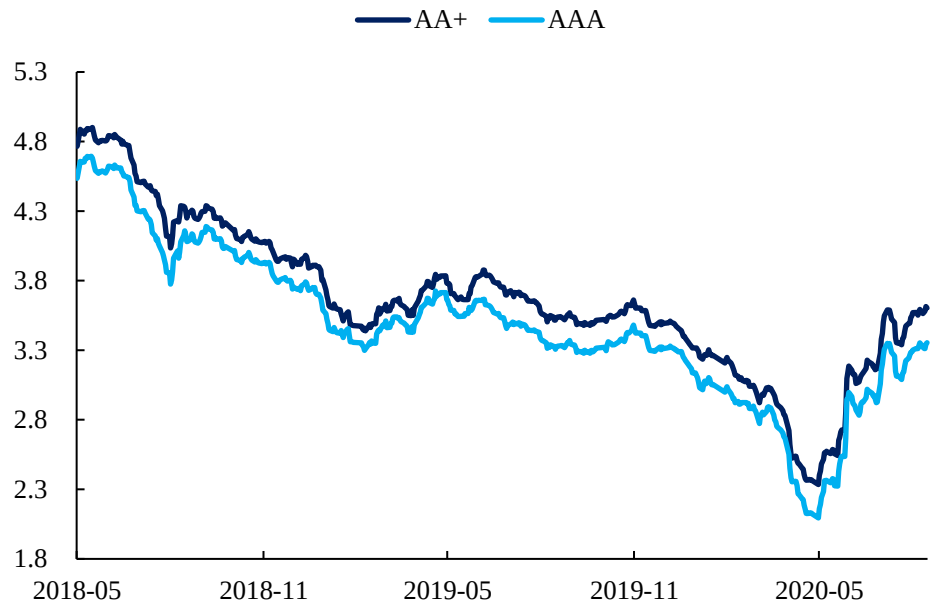


数据来源：wind，兴业研究

长端金融债：

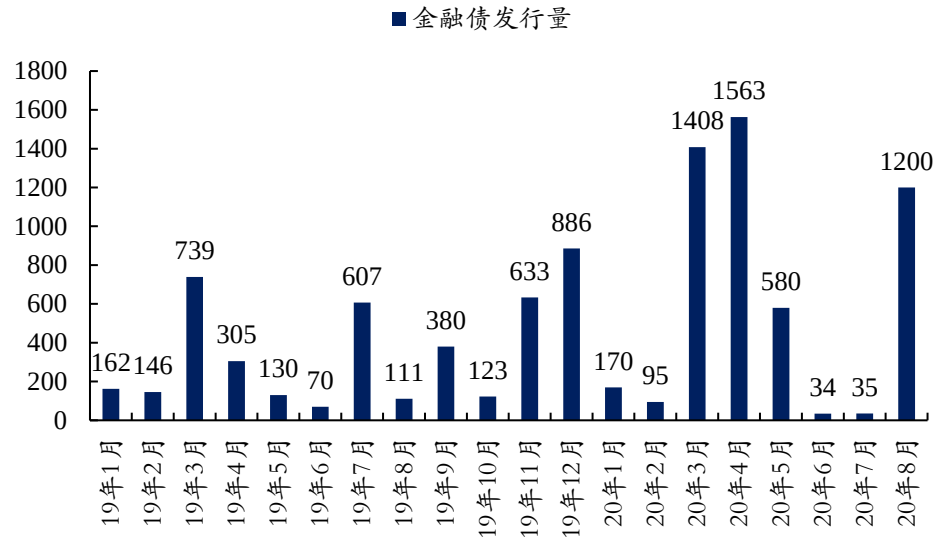
长端金融债部分，充分适应之后，发债量显著回升，8 月以来已经累计发行超过 1200 亿。及时发债也还是长期负债的一个重要补充。发行利率方面，也没有明显的企稳迹象。扎堆发行，或许也代表着机构对后市发行利率并不乐观的预判。

图表 16：金融债利率回到 2019 年运行区间



数据来源：wind，兴业研究；

图表 17：8 月金融债发行再度放量

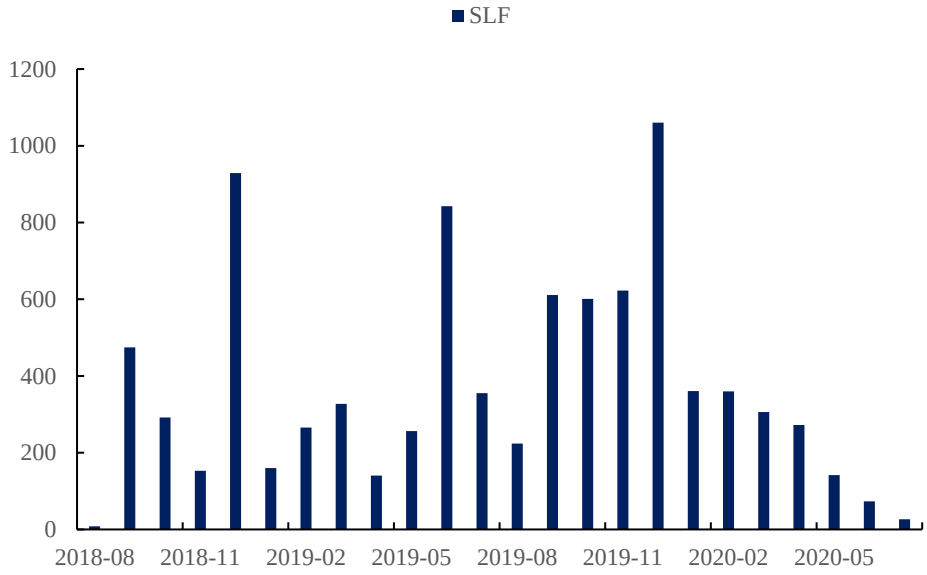


数据来源：wind，兴业研究；

备注：8 月为预估数

其他资金来源方面，SLF 规模收窄至近两年来最低。这可能意味着救助问题机构的流动性支持暂告一段落。

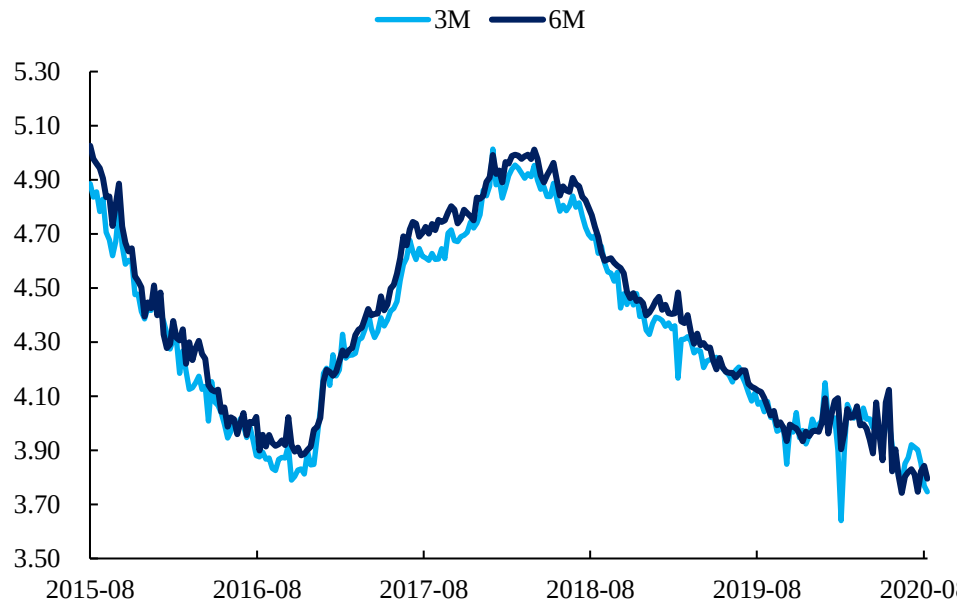
图表 18：SLF 缩小至两年来新低



数据来源：wind，兴业研究；

表外理财，预期收益产品的收益率继续下行，但斜率变小。面对权益市场较高热度，理财端本身面临一定的资金留出压力，承接新资产能力有限。而为了维持规模，主动下调收益空间也相对有限。短期来看，小幅震荡走低概率较大。

图表 19：表外利率处于下降通道，但斜率变小



数据来源：wind，兴业研究；

平静的 8 月并没有想象那么平静，未雨绸缪，需要对未来早做布局。

图表 20：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/8/24	2020/8/25	2020/8/26	2020/8/27	2020/8/28
央行操作到期	OMO	500	1,000	3,000	1,600	1,500
	MLF/TMLF					
	国库现金					
	降准					
	合计	500	1,000	3,000	1,600	1,500
债券净发行	地方债	119	725	186	1,188	225
	国债	-10	0	0	-5	0
	合计	108	725	186	1,183	225

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 7600 亿到期，政府债当周净发行 2336 亿，其中国债发行缴款 200 亿，地方债 3341 亿，资本债缴款 370 亿；NCD 到期量 4640 亿，与本周到期水平相当；

下周月末，财政支出资金陆续释放，但规模不宜过度高估。本周资金面超预期紧张，情绪疲弱，需跨月资金接续投放以平复资金面波动；

NCD 部分，下周到期量仍大，国股 1Y 快速逼近 2.95%，弱化吸收动力，6M 可跨春节，料近几周或继续在该期限上放量；

月末时点，信贷调控或引起票据市场价格波动，关注交易机会；

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