司库策略谈第 152 期：近期资金利率变化观察

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

近期银行资金利率观察

抑制资金空转的要求下，流动性水量收缩近 1 万亿，幅度 20%。从隔夜到 5Y，整条资金曲线快速上移。1M 以内，1Y 以上部分上移幅度最大，中间段起初反应钝化，本周快速跟上。高波动率，宽幅震荡，新的价格体系还有待建立。

综合来看，前期低位价格体系被迅速推翻，新平衡或在摸索中确立。平稳跨过半年末是眼下流动性及负债管理工作的要点，解决流动性缺口、稳指标应该先从 3M 以内的部分入手，长端暂作观望，待市场波动率回落，新中枢逐步确立再部署也不迟。借结构性存款压降的势头，以及理财刚兑的打破，调降理财利率是顺乎监管要求也是对自身更为有利的安排。

流动性提示及下周操作策略

下周，公开市场 6600 亿到期，政府债净到期 188 亿，NCD 到期量 4277 亿；

下周面对税期扰动，周一 MLF 如何续作将左右 6 月剩余时间利率走势。预计，量的维度，部分续作+跨月 OMO 有助于平补缺口；价的维度，调整幅度 0-5BP；

扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

NCD 部分，持续缩量表明大部分机构手有余粮不急于快速大幅提价，MLF 利率调整幅度决定 1Y 部分冲高的幅度。发行端仍应把重心放在短期，投资端下周建仓 1Y 或更合适；

票据方面，临近季末价格调整幅度或加大，同样给有余力构建资产的机构以机会；

关键词：资产负债管理，资金利率

市场回顾

本周资金面处于相对均衡状态，7200 亿到期，央行续作 4200 亿，对 5000 亿到期的 MLF 采取预告方式缓和市场紧张情绪，把悬念留到下周一。本周回购市场每天成交量仍不超过 4 万亿。短端利率方面，隔夜、7D 大体稳定，周末隔夜 1.5-1.6%，7D1.9-2.0%，跨季资金价格相对较高。

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
2020/6/12	1.5161	1.9066	1.8376	1.8990	1.9560	2.0040	2.1060	2.1890
2020/6/5	1.5687	1.9351	1.7880	1.5820	1.5940	1.6680	1.7730	1.9030
差异（bps）	-5.26	-2.85	**4.96**	31.70	36.20	33.60	33.30	28.60

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
2020/6/12	1.56	1.93	2.02	1.99
2020/6/5	1.61	1.86	1.80	1.78
差异（bps）	-5.33	6.30	22.20	20.60

来源：wind，兴业研究

同业存单发行方面，本周发行量虽然环比上周翻倍，但相比到期量仍有 1100 多亿没有续作，周末全市场余额来到 10 万亿下方。利率方面，国股各期限均明显反弹，且一二级价格开始接近，但仍没有明显出量。3M 目前 2%，1Y 目前 2.4%，和投资人预期可能还有 10BP 差距。中长端无法有效发力，期限继续短期化，1-3M 合计占比 45%。

图表 3：上周同业存单发行量及价格变化情况

期限	6 月第 1 周		6 月第 2 周		变化	
	发行量	价格	发行量	价格	发行量	价格
1M	209.70	1.80%	276.00	2.09%	66.30	0.30%
3M	238.80	1.65%	642.00	2.13%	403.20	0.48%
6M	133.20	1.97%	567.50	2.33%	434.30	0.36%
9M	25.30	2.16%	163.90	2.36%	138.60	0.20%
1Y	288.10	2.10%	371.10	2.38%	83.00	0.28%
合计	895.10	1.89%	2020.50	2.24%	1125.40	0.35%

来源：wind，兴业研究

本周，NCD 市场没有浮息品种发行。

利率债市场

国债方面，本周一级市场发行 1123 亿，二级市场，本周市场情绪好转，周四周五零星案例出现带动收益率下行。截止周末，10Y 下行 10BP，1Y 下行 3BP。10-1 期限利差本周继续收窄 8BP，至 69BP。

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
2020/6/12	2.0504	2.2931	2.4690	2.7850	2.7451
2020/6/5	2.0801	2.3856	2.5258	2.9000	2.8475
差异（bps）	-2.97	-9.25	-5.68	-11.50	-10.24

来源：wind，兴业研究

国开债方面，同样整体下行，其中 3Y 国开下行 17BP，目前 5Y 隐含税率 19.5%。

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
2020/6/12	2.2189	2.5438	2.9507	3.2164	3.0947
2020/6/5	2.2230	2.7126	3.0009	3.3258	3.1571
差异（bps）	-0.41	-16.88	-5.02	-10.94	-6.24

来源：wind，兴业研究

地方债方面，本周一级市场发行 984 亿，较上周有所放大。二级市场方面，本周成交量继续放大到 4274 亿。二级市场利率走势方面，本周地方债涨跌互现，3Y、7Y 收益率出现反弹，5Y、7Y、10Y 目前点差分别为 30、27、42 BP。

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
2020/6/12	2.0524	2.5771	2.7733	3.0568	3.1619
2020/6/5	2.1083	2.5546	2.8131	3.0110	3.2124
差异（bps）	-5.59	2.25	-3.98	4.58	-5.05

来源：wind，兴业研究

长期债券方面，本周发行 27 亿金融债，20 亿二级资本债，7 亿永续债。

离岸人民币市场方面，本周资金利率整体下行。

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
2020/6/12	2.05	2.28	2.30	2.35	2.49	2.63	2.68	2.71
2020/6/5	2.12	2.48	2.49	2.53	2.77	2.77	2.79	2.78
差异（BP）	-6.35	-20.35	-19.55	-18.15	-28.17	-14.38	-11.00	-7.35

来源：wind，兴业研究

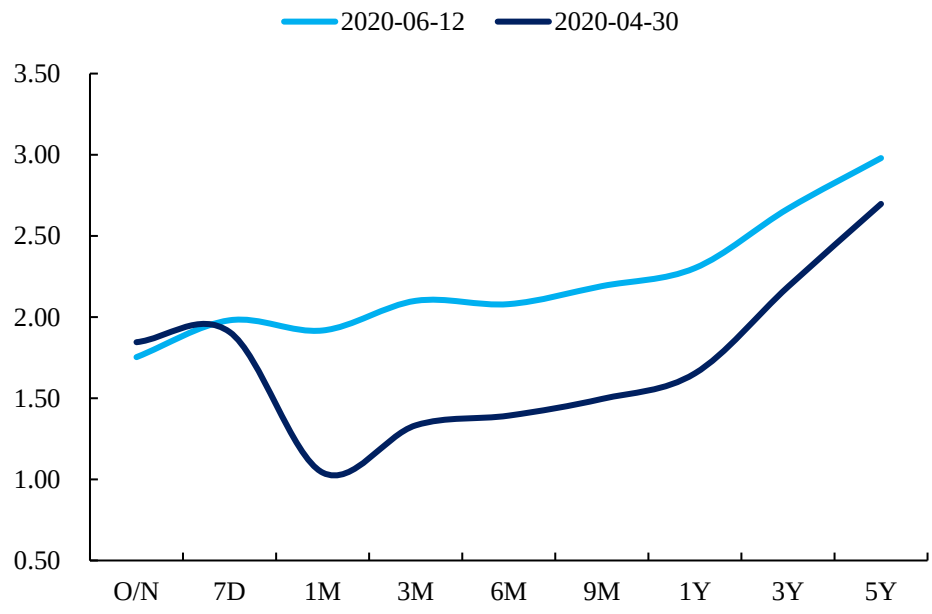
近期银行资金利率观察

抑制资金空转的要求下，流动性水量收缩近 1 万亿，幅度 20%。从隔夜到 5Y，整条资金曲线快速上移。1M 以内，1Y 以上部分上移幅度最大，中间段起初反应钝化，本周快速跟上。高波动率，宽幅震荡，新的价格体系还有待建立。

综合来看，前期低位价格体系被迅速推翻，新平衡或在摸索中确立。平稳跨过半年末是眼下流动性及负债管理工作的要点，解决流动性缺口、稳指标应该先从 3M 以内的部分入手，长端暂作观望，待市场波动率回落，新中枢逐步确立再部署也不迟。借结构性存款压降的势头，以及理财刚兑的打破，调降理财利率是顺乎监管要求也是对自身更为有利的安排。

整体曲线陡峭化下移

图表 8：银行市场化负债曲线全面上移



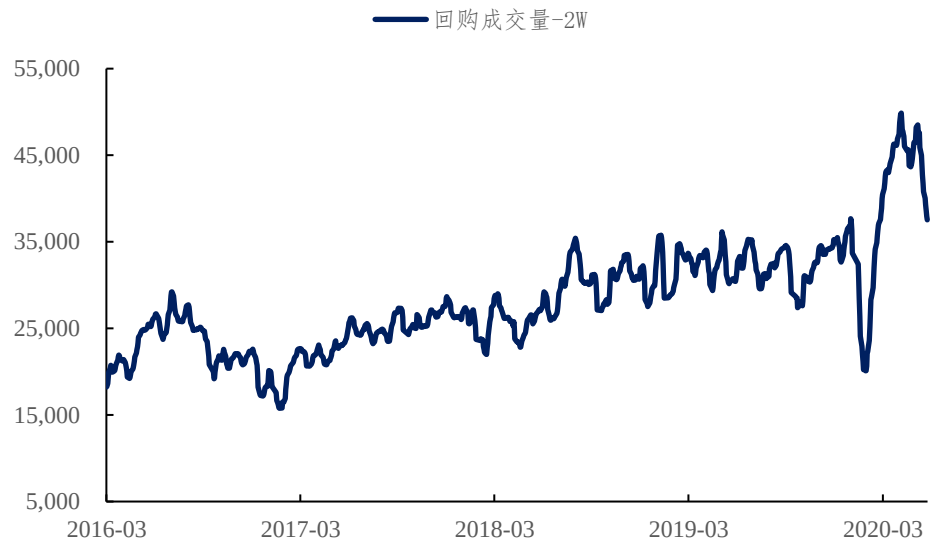
数据来源：wind，兴业研究；

短端 – “控量抬价”新常态

短端：进入压量抬价的状态，回购规模整整回落 1000 亿；隔夜、7D 重定位，目

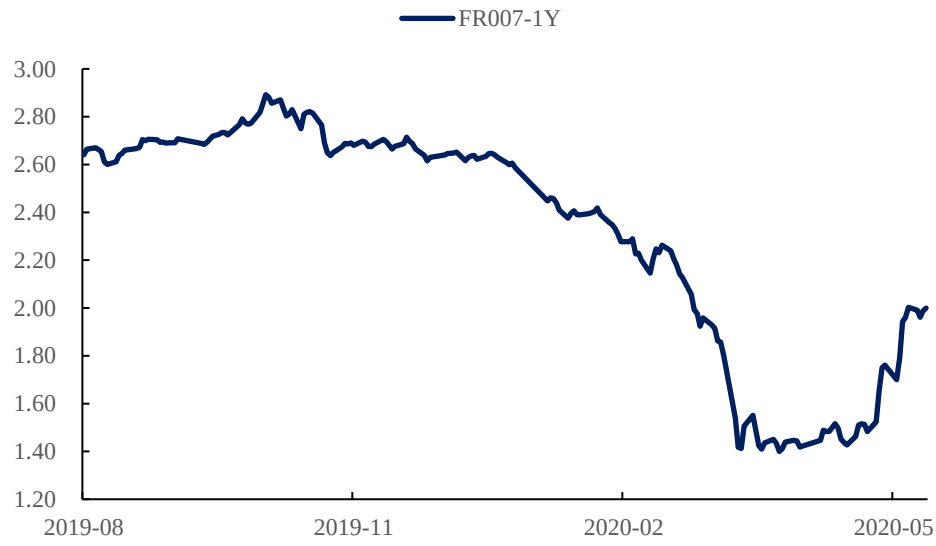
前价差抹平，杠杆空间消除。从近期观察来看，谨慎也罢，受制于 302 号文的约束也罢，总体上来说本轮资金面的波动，银行端感受并不非常直接。

图表 9：成交量减少一万亿



数据来源：wind，兴业研究；

图表 10：利率互换价格传递出类似信号



数据来源：wind，兴业研究；

中端-反弹没结束，但高度也有限

同业负债：1M-1Y 是曲线当中反应最为钝化的一段，资金不缺，指标不差，抬价

动力不足，价格僵持，规模收缩。后续打破僵局需要看到资金缺口的出现。

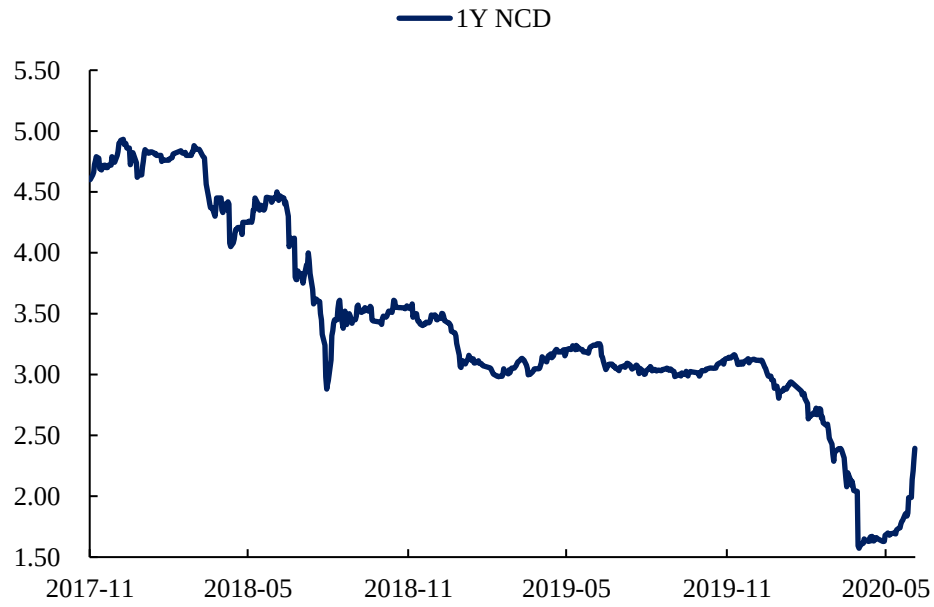
首先是资金不缺，前序从再贷款、存款、发债等各种途径银行筹措了资金；

其次是指标不差，上面提到的部分资金期限都在 1 年甚至更长，这有助于改善流动性指标；

如此一来，要从 NCD 这个渠道抬价去拿钱的动力就下降了。而现在一二级市场价差过大，意味着发行方投资方匹配难度较高。未来的变数出现在银行其他资金来源是否会出现变数。例如对空转的打击可能危及部分高成本负债，本周引起市场关注的结构性存款就是一个重要的驱动力。高弹性负债规模的收缩会带来提价补量的需求，NCD 市场供需双方或能重新匹配。

持续的缩量短期影响不宜高估，但长期影响要充分重视。尤其对于广大中小银行，资金筹措的渠道相对有限，对未来中长期资金缺口的变化要保持必要的警惕。

图表 11：1Y NCD 反弹慢一拍



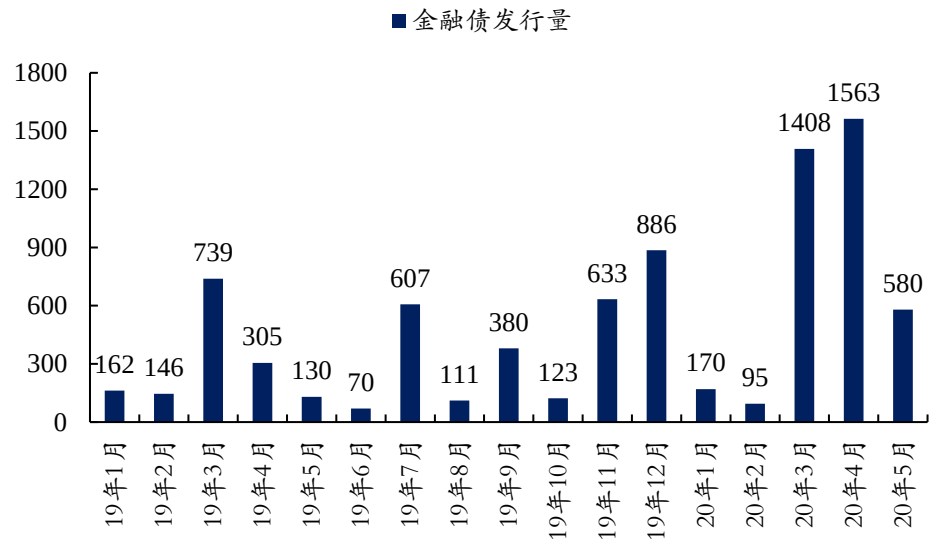
数据来源：wind，兴业研究

长端-深 V 出现，发行要推迟

发债：金融债价格出现了深 V 走势，近 3 周就从 2%回到了 3%；如此大的波动超

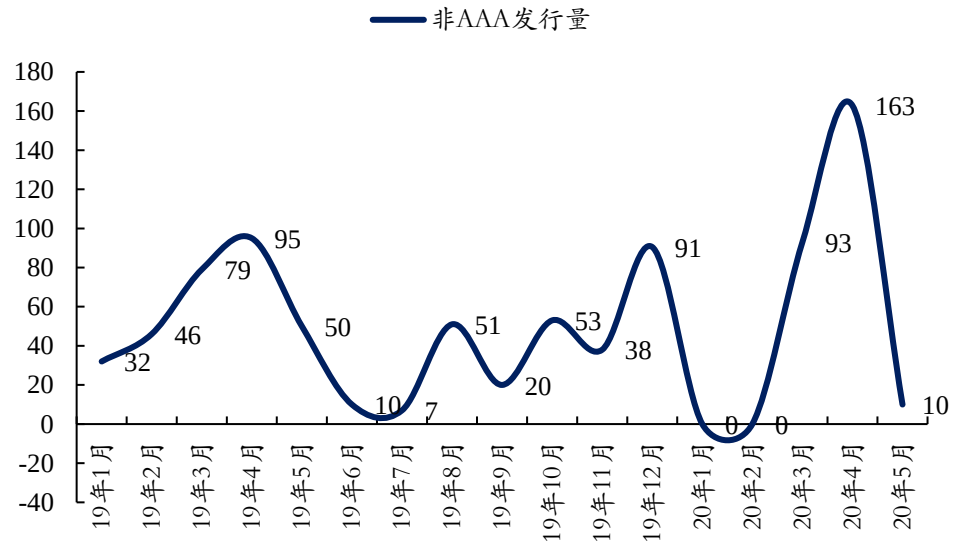
出了市场人士的预期，也打乱了发债部门的安排。暂时推迟发行计划，等待市场利率平复，可能是比较合理的安排。

图表 12：金融债 5 月发行有所回落



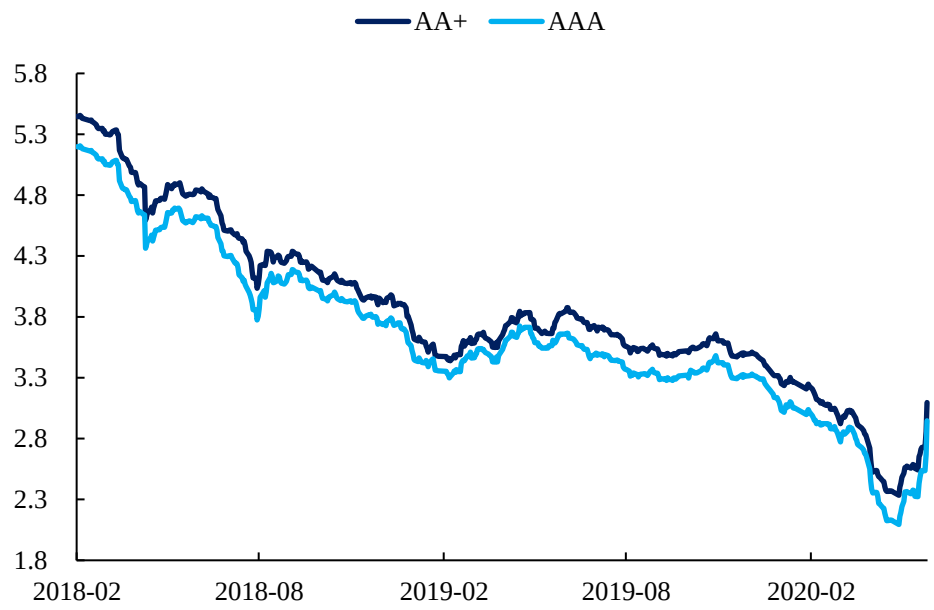
数据来源：wind，兴业研究；

图表 13：中小银行 5 月发行显著回落



数据来源：wind，兴业研究；

图表 14：金融债收益率冲回 3%



数据来源：wind，兴业研究；

央行借款 – 定向工具不宜太乐观

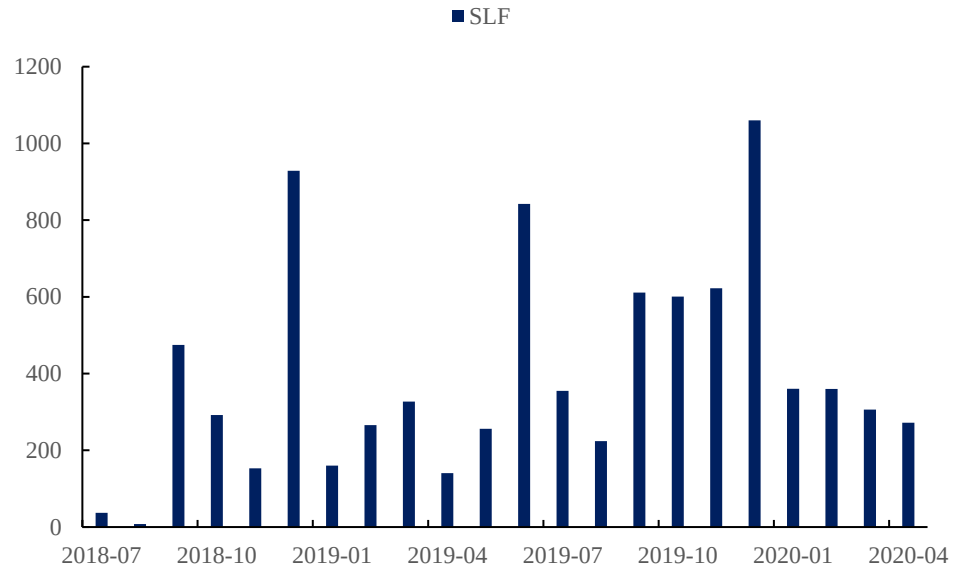
央行借款：降准没有来，来的是零资金成本的新工具，定向政策执行力度决定了优惠获得的幅度，对此，并不应盲目乐观。4000 亿零资金成本甚至可能零资本成本，是不是足以激发银行去投放信用类中小微贷款的动力，并不能过于乐观。中小银行的资金成本最低也在 2%以上，免去这块资金成本，还免掉了资本成本，但信用风险成本仍由银行承担。这样一来有两个情形：

情形 1：风控到位，损失可控，损失率在 2%以内，则银行获得对应贷款利息收入；

情形 2：风控欠佳，损失失控，损失率超出 2%，甚至远远超出贷款利率，则这笔账依旧难平；

而这笔账能否做平的核心在于银行的风控能力，这一点地方银行自身最为清楚。

图表 15：需要纾困的量级不大了



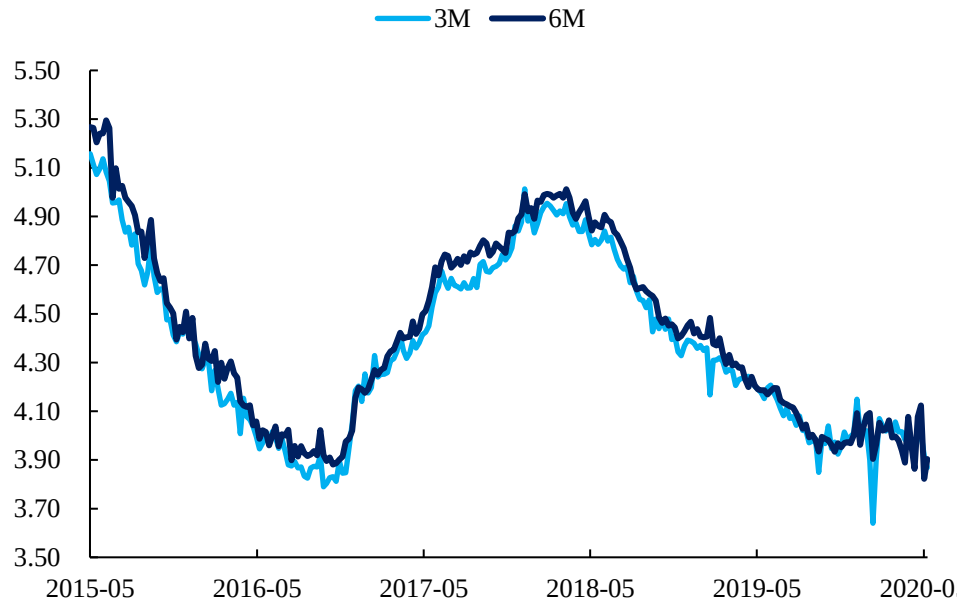
数据来源：wind，兴业研究；

理财：收益率缓慢下行

最后我们再看一下理财的收益率变化，理财利率近期宽幅震荡，趋势出现下行。

近期市场化利率快速反弹，对于理财未必有利。资产配置角度，虽然增量部分收益水平明显提高，但存量部分浮盈大量回吐，前期积攒的资本利得接近消失，无疑弱化了理财提供高收益产品的能力。借结构性存款压降的势头，以及理财刚兑的打破，调降理财利率是顺乎监管要求也是对自身更为有利的安排。

图表 16：理财收益率仍然在高位，套利空间肉眼可见



数据来源：wind，兴业研究；

图表 17：下周流动性提示

大类因素	细分因素	2020/6/15	2020/6/16	2020/6/17	2020/6/18	2020/6/19
央行操作到期	OMO	1,200	600	600	800	1,000
	MLF					2,400
	国库现金					
	降准					
	合计	1,200	600	600	800	3,400
债券净发行	地方债	-445	-387	169	-49	-334
	国债	-157	0	0	1,015	0
	合计	-601	-387	169	966	-334

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 6600 亿到期，政府债净到期 188 亿，NCD 到期量 4277 亿；

下周面对税期扰动，周一 MLF 如何续作将左右 6 月剩余时间利率走势。量的维度，部分续作+跨月 OMO 有助于平补缺口；价的维度，调整幅度 0-5BP；

NCD 部分，持续缩量表明大部分机构手有余粮不急于快速大幅提价，MLF 利率调整幅度决定 1Y 部分冲高的幅度。发行端仍应把重心放在短期，投资端下周建仓 1Y 或更合适；

票据方面，临近季末价格调整幅度或加大，同样给有余力构建资产的机构以机会；

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