

跨年资金面平稳, 年内同业存单利率筑顶 ——12 月流动性前瞻

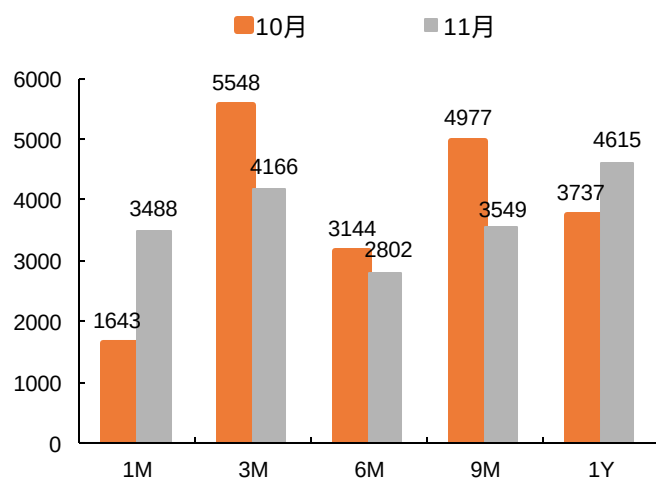
核心摘要

- **11 月资金面平稳, 资金利率并未受信用事件影响:** 11 月资金面保持平稳, 银行间隔夜和 7 天资金利率高点基本与 10 月持平, 资金利率在月中缴税时点上行后又平稳回落。虽然 11 月中旬以来, 信用风险事件影响短端收益率上行, 但央行采取了投放进行对冲, 反而对资金利率形成了一定利好。从永煤违约后的公开市场操作看, 央行对于银行间流动性的呵护态度不变。
- **同业存单有价无量, 发行利率筑顶信号明显:** 11 月同业存单发行利率继续上行, 尤其是跨年的 3 个月期限品种上行幅度明显, 体现出银行对于跨年资金面偏谨慎的预期。结合量价看, 我们得出两点结论, 一是, 3 个月同业存单发行利率上行是受二级市场交易带动, 并非需求因素引起的提价。二是, 当前同业存单利率位于顶部区域的信号较明确, 回顾 2017 年, 9 月和 10 月同业存单净融资规模连续两月为负, 同业存单利率发出筑顶信号, 2017 年年末至来年 3 月, 同业存单利率高位震荡, 上行斜率明显趋缓。今年 9 月以来, 同业存单净融资规模持续回落, 近三周净融资规模持续为负, 没有需求量支撑的利率上行或将难以持续。但值得注意的一点是, 12 月同业存单到期规模 1.94 万亿, 是继 3 月后的年内到期次高峰, 偿还压力使得同业存单发行利率难以大幅回落。
- **政府存款超季节性回升, 致 10 月超储率再次回落; 12 月信贷增速放缓趋势不变, 银行间流动性继续改善:** 10 月在央行公开市场投放减少, 政府存款大增的情况下, 银行存款准备金大幅回落 1.14 万亿, 超储率约回落至 1.12%, 受此影响 10 月月末银行资金面波动加剧。展望后市, 年末两月是传统财政支出大月, 政府存款科目明显回落, 尤其是 12 月, 2016 年以来, 12 月政府存款回落幅度均在 9000 亿元以上, 对应的, 12 月超储率一般都位于年内最高水平。11 月-12 月大行和中小行结构性存款单月压降规模均在 3860 亿元左右, 相对于前几月而言, 总体压降压力小幅回落, 由于 12 月为存款大月, 结构性存款压降对银行负债端的冲击或不大。新增信贷方面, 从季节性规律看, 11 月新增信贷规模一般高于 12 月, 两月新增信贷规模分别约为 1.5 万亿, 1.1 万亿, 较去年同期增幅约 1500 亿元和 230 亿元, 同比增幅来看, 收窄趋势不变, 利好银行间流动性。
- **信用事件对短端利率的冲击逐渐散去, “宽信用”退出循序渐进, “稳货币”不存在转向收紧理由:** 近期信用风险事件对短端利率造成一定扰动, 主要是因为“永煤”违约是难以通过分析财务报表进行提前预判和规避的, 这一点是超市场预期的, 近期监管层频频表态发声, 有助于市场恐慌情绪平息, 利率债收益率回落, 信用债一级市场取消发行现象也有所好转。近期信用风险事件引发市场对于“宽信用”货币政策退出的讨论, 从近期央行公开场合的表态, 以及三季度货币政策执行报告看, “宽信用”政策退出的序幕已经拉开, 但“宽信用”政策的退出一定是“渐进式”的过程, 高层会在“破刚兑”和“牢牢守住不发生系统性风险底线”之间斟酌考量。此外, 通胀压力可控, 金融系统风险可控, 我们认为至少年内甚至到明年一季度, 央行都将维持“稳货币”政策不变。
- **虽然当前债市处于“熊市”环境, 但跨年资金面扰动依然可控:** 一是利率债供给方面, 我们预计国债供给规模 4000 亿元, 地方债 1600 亿元, 整体净融资规模 3200 亿元, 基本与往年同期净融资规模类似。二是, 我们认为年内甚至至明年, 央行加息概率都较低, 不会给资金面带来上行压力。三是, 人民币不存在贬值压力, 不会限制央行公开市场操作的力度。四是, 银行负债端压力缓和, 超储率回升情况下, 资金利率相对平稳。
- **风险提示:** 1) 利率债供给超预期; 2) 利率债供给超预期; 3) 政策发生重大转向。

11月资金面整体平稳，资金利率未受信用事件影响：11月资金面保持平稳，银行间隔夜和7天资金利率高点基本与10月持平，资金利率在月中缴税时点上行后又平稳回落。虽然11月中旬以来，信用风险事件影响短端收益率上行，但央行采取了投放进行对冲，反而一定程度上利好资金利率。截至11月28日，央行净投放资金800亿元，延续10月净投放态势，尤其在11月10日永煤违约后，央行净投放规模明显增加。上周三，交易所隔夜和7天回购品种大量融出，且融出利率基本保持稳定，GC007全天成交6.22亿手，较11月以来的日均成交量翻了近4.35倍，市场怀疑是央行向银行间尤其是向非银机构投放流动性支持，以稳定“永煤”事件给流动性带来的扰动，整体来看，央行对于银行间流动性的呵护态度不变。

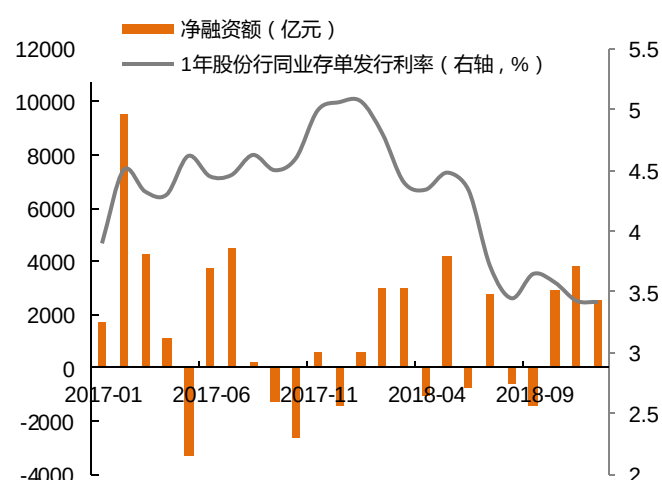
同业存单有价无量，发行利率筑顶信号明显：11月同业存单发行利率继续上行，尤其是跨年的3个月期限品种上行明显，体现出银行对于跨年资金面偏谨慎的预期。9个月城商行、农商行同业存单发行利率同样上行明显，或体现出城商行、农商行对于自身负债端紧张判断持续到明年上半年。从发行规模看，3个月和6个月同业存单发行规模较10月明显回落，1个月发行规模小幅增加。结合量价看，我们得出两点结论，一是，3个月同业存单发行利率上行是受二级市场交易带动，并非需求因素引起的提价。二是，当前同业存单利率位于顶部区域的信号较明确，没有需求量支撑的利率上行是难以持续的。回顾2017年，9月和10月同业存单净融资规模连续两月为负，同业存单利率发出筑顶信号：2017年年末至来年3月，同业存单利率高位震荡，上行斜率明显趋缓，3月后同业存单利率出现明显回落。今年9月以来，同业存单净融资规模持续回落，近三周净融资规模持续为负，没有需求量支撑的利率上行或将难以持续。但值得注意的一点是，12月同业存单到期规模1.94万亿，是继3月后的年内到期次高峰，偿还压力使得同业存单发行利率难以大幅回落。

图表1 3个月同业存单发行规模明显回落（亿元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

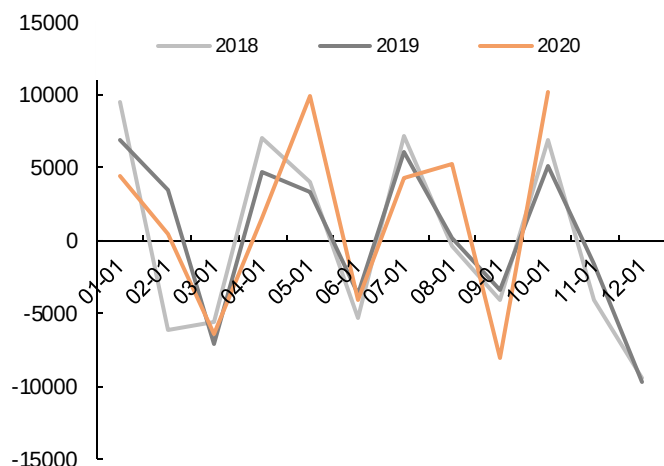
图表2 17年同业存单净融资规模转负后利率高位震荡



资料来源：Wind，平安证券研究所

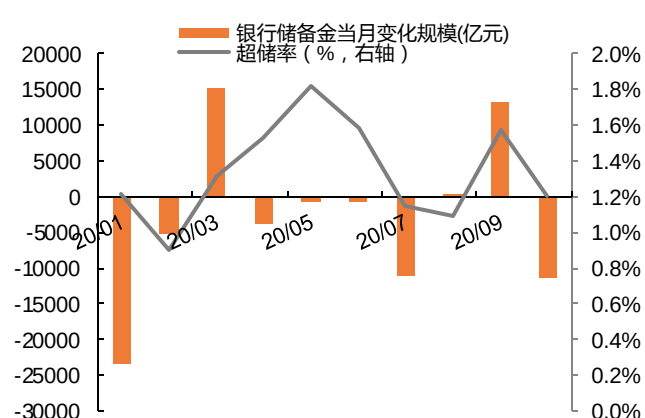
政府存款超季节性回升，致10月超储率再次回落；12月信贷增速放缓趋势不变，银行间流动性继续改善：10月央行资产负债表规模回落2914亿元，资产端来看，回落主要对应到央行对其他存款性公司债权科目，环比减少2874亿元，幅度略超2019年同期水平。负债端，政府存款环比回升1.01万亿，大超季节性规律，除了缴税大月因素外，10月国债和地方债净融资规模同比上行是另一个原因，10月国债、地方债净融资规模合计6265亿元，虽然环比回落3050亿元，但同比上升3749亿元。在央行公开市场投放减少，政府存款大增的结合下，10月银行存款准备金大幅回落1.14万亿，超储率约回落至1.12%，受此影响10月末银行资金面波动加剧。展望后市，年末两月是传统财政支出大月，政府存款科目回落明显，12月更加明显，2016年以来，12月单月回落幅度在9000亿元以上，对应的，12月超储率一般都位于年内最高水平。

图表3 10月政府存款超季节性回升(亿元)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 10月银行超储率再次回落



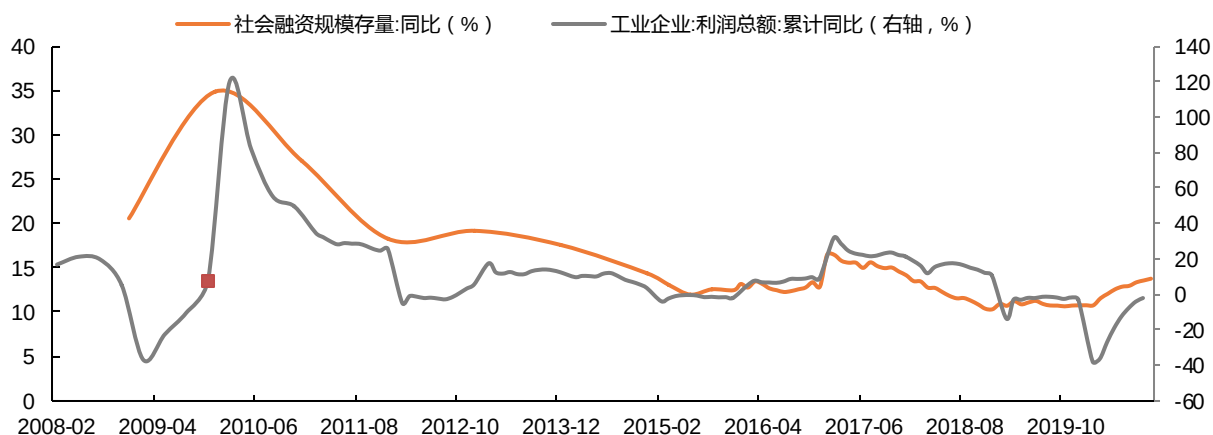
资料来源: Wind, 平安证券研究所

10月结构性存款大幅回落1.03万亿, 大行由于9月环比多增1176亿元, 10月压降力度加大。年内剩余两月, 若按央行要求压降至2019年年末2/3的水平, 大行和中小行单月压降规模均在3860亿元左右, 相对于前几月而言, 大行压降压力边际回升, 中小行压降压力回落, 总体压降压力小幅回落, 此外, 12月为存款大月, 结构性存款压降对银行负债端的冲击或不大。银行新增信贷方面, 根据年内新增20万亿信贷规模测算, 年末两月剩余新增信贷规模为2.6万亿(社融口径), 11月新增信贷规模一般高于12月, 两月新增信贷规模分别约为1.5万亿, 1.1万亿, 较去年同期增幅约1500亿元和230亿元, 增幅收窄趋势不变, 利好银行间流动性。

信用事件对短端利率的冲击逐渐散去, “宽信用”退出循序渐进, “稳货币”不存在转向收紧理由: 近期信用风险事件对短端利率造成一定扰动, 主要是因为“永煤”违约是难以通过分析财务报表进行提前预判和规避的, 这一点是超市场预期, 市场担忧的并不是国企破刚兑, 而是恶意逃废债这种行为是否会在发行人之间传染, 使得市场对信用风险重新定价, 进而影响到市场流动性。近期监管层频频表态发声, 有助于市场恐慌情绪平息: 首先, 金稳会对“逃废债”秉持“零容忍”态度; 其次, 交易商协会表示, 已经将永煤控股违法违规线索移送证监会, 对其他发行人起到一定震慑作用。最后, 地方政府和国企纷纷发表正面言论, 修复债市信用环境: 山西省副省长表示, 要确保省属国企债券“零违约”; 河南省副省长发声: 严惩各种“逃废债”行为, 永煤也将兑付50%本金给投资者; 市场关注度较高的冀中能源, 管理层近期也发声表态, 会确保公开市场债务不违约。在上述一系列的安抚下, 市场恐慌情绪有所缓和, 利率债收益率回落, 信用债一级市场取消发行现象也有所好转。

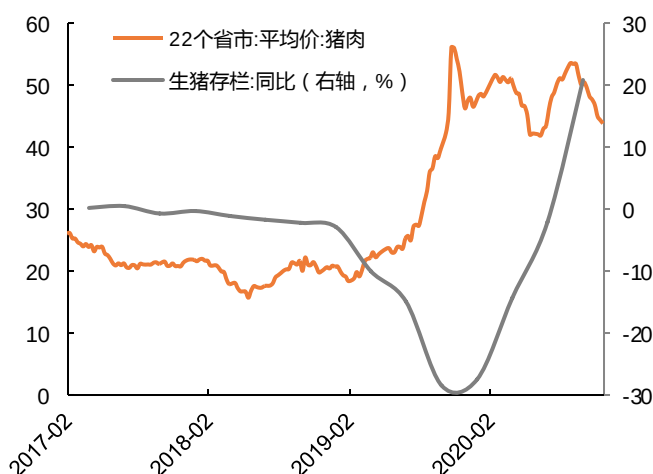
近期信用风险事件引发市场对于“宽信用”货币政策退出的讨论, 从近期央行公开场合的表态看, “宽信用”政策退出的序幕已经拉开, 尤其是“破刚兑”的政策方向是一以贯之, 难以动摇的。但“宽信用”政策的退出一定是“渐进式”的过程, 高层会在“破刚兑”和“牢牢守住不发生系统性风险底线”之间斟酌考量。具体落实到指标上, 我们可以观察工业企业利润累计同比增速, 其拐点与社融增速拐点有较强的一致性, 可以用来判断“宽信用”政策退出的节奏。此外, 我们认为至少年内甚至到明年一季度, 央行都将维持“稳货币”政策不变, 原因有以下三点: 首先, 通胀风险整体有限: 猪肉价格方面, 当前生猪存栏同比大幅回升意味着猪肉价格仍处下行通道; 油价方面, 从当前原油供给结构看难以大幅上行, 美国页岩油供应会随着美国经济修复而增加, 即便OPEC+考虑维持减产, 美国那边的增加供应也会掣肘油价的上升空间。其次, 2017央行加息的主要是为了金融行业去杠杆, 当前来看, 金融部门杠杆率处于历史较低水平, 银行对于非银的债权也稳定在历史较低水平。最后, 企业利润增速尚未回正, 加息将会增加企业负担, 不利于企业转型升级, 不利于实现我国从制造业大国向制造业强国转变的目标。

图表5 工业企业利润累计同比增速与社融增速



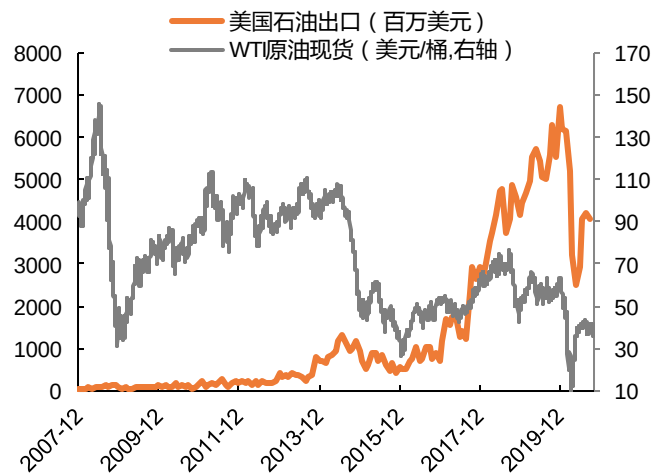
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 生猪存栏大幅回升与猪肉价格回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表7 美国成为原油供给国后油价涨幅受到限制



资料来源: Wind, 平安证券研究所

虽然当前债市处于“熊市”环境，但跨年资金面扰动依然可控：回顾往年跨年资金面，2017 和 2018 年波动较大，7

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_1207

