

企业复工如何影响货币市场？

——货币市场与流动性周度观察 2020 年第 9 期

摘要

随着企业复工的推进，中小企业的商业和融资活动更加活跃，票据的开票和交易活跃度也明显提升，票据市场快速由“苏醒”到“火热”。在 NCD 利率大幅下行的背景下，票据利率维持在较高水平，相较于 NCD 的配置价值上升。

当前资金面整体较为宽松，但疫情对不同类型银行的影响存在差异，城商行和农商行的发行利率出现明显倒挂。当前股份制银行和农商行发行利率大幅下行，而城商行 NCD 发行利率居高不下。这与城商行的企业客户占比高，疫情对企业客户的投融资活动造成负面影响，进而影响企业融资的存款派生有关，现阶段疫情对城商行造成的存款压力更为显著，企业融资的逐步恢复有助于缓解城商行的存款压力。

上周公开市场无逆回购到期，央行上周进行 1000 亿元 MLF 操作。上周 DR001，DR007 均下跌，货币市场利率曲线较上一周整体下行；3M NCD、6M NCD 发行利率双双下跌。

本周地方债发行量较小，季末财政支出规模较大，可以对冲缴税因素。预计 3 个月 NCD 发行利率维持低位，近期票据开票和交易均较为活跃，票据利率维持当前水平或小幅上行。

关键词：复工 票据 NCD

宏观研究部

何帆

分析师

电话：021_22852680

邮箱：hefan@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

图表目录

图表 1	票据利率和 NCD 利率之间出现正利差	3
图表 2	票据承兑、贴现和交易金额上升	4
图表 3	2 月份新增票据贴现和新增未贴现银行承兑汇票同比大幅下降	4
图表 4	不同类型银行 NCD 发行利率	5
图表 5	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	5
图表 6	央行逆回购投放与回笼	6
图表 7	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	7
图表 8	主要货币市场基准利率走势	7
图表 9	资金利率曲线形态变化图	7
图表 10	流动性分层	8
图表 11	各类投资工具收益率比较	8
图表 12	同业存单净融资额与发行利率走势图	8
图表 13	国股银票转贴利率（分期限）	9
图表 14	3 个月理财收益率（分机构）	9
图表 15	主要利率互换品种收益率走势图	9
图表 16	本周各类工具到期一览（亿元）	10
图表 17	本周主要流动性影响因素前瞻	10

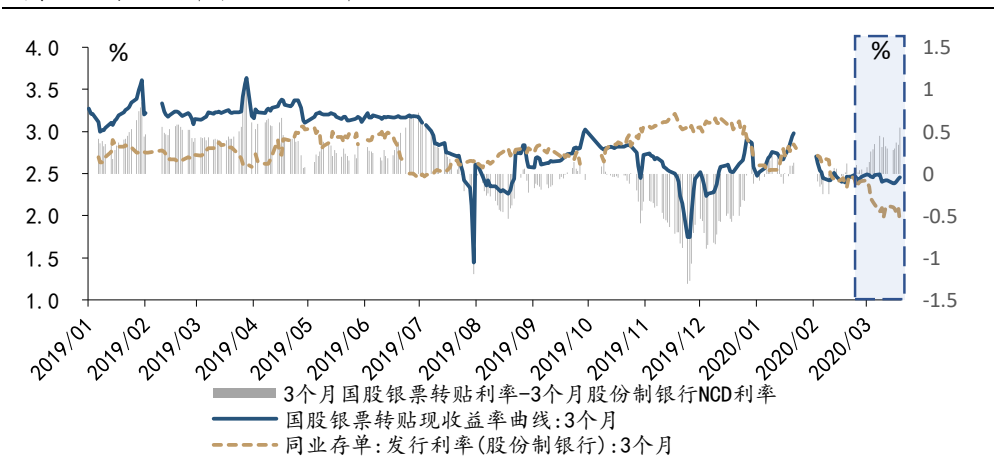
一、核心观点综述

3 月份以来，随着复工复产的进度加快，企业商业活动更为活跃，对货币市场利率有何影响？在宽松的资金面之下，流动性的结构正悄然发生改变，对于不同类型的中小银行，疫情的影响方式有何不同？

1、票据市场的“复工”：开票增多，交易火热

第一季度通常是商业银行信贷投放的“旺季”，信贷因素对票据利率的影响明显，一般体现为票据利率相对于资金利率上行（或下行幅度不及资金利率）。然而，2020 年年初至 2 月中旬，票据利率的走势基本跟随资金利率的走势，体现出疫情因素对企业融资产生的负面影响，尤其是中小企业融资活动的低迷；自 2 月下旬以来，随着企业复工复产的逐步推进，中小企业的商业和融资活动更加活跃，票据利率的走势开始明显区别于资金利率，2 月下旬至今，股份制银行 3 个月 NCD 发行利率已经由 2.40% 下行至 2% 以下，在 NCD 利率大幅下行的背景下，票据利率始终维持在 2.40%-2.45% 左右。

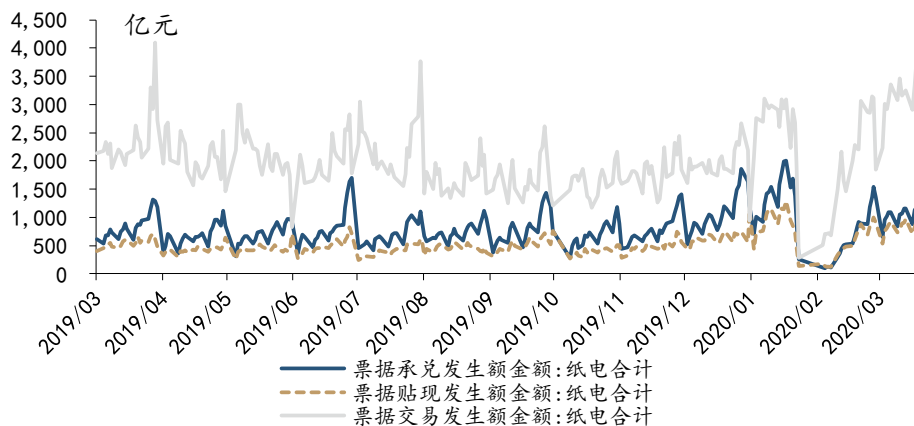
图表 1 票据利率和 NCD 利率之间出现正利差



资料来源: Wind, 兴业研究

2 月下旬以来，票据的开票和交易活跃度也明显提升，票据市场快速由“苏醒”到“火热”。受疫情冲击，2 月上旬，票据每日承兑量由 1 月份的千亿规模下滑至百亿规模，随着企业复工、开票量增加，到 2 月下旬，每日承兑量再次稳定在每日 1000 亿元左右的水平；1 月份的票据每日交易额在 3000 亿元左右，节后复工初期，每日交易额不足 1000 亿元，此后逐步上升，自 2 月末已经恢复至 3000 亿元水平，近两日，票据交易量达到近 4000 亿的水平，超过 1 月份的最高值。这也反映出在 NCD 利率大幅下行的背景下，票据资产的配置价值提升，机构间票据交易较为活跃。

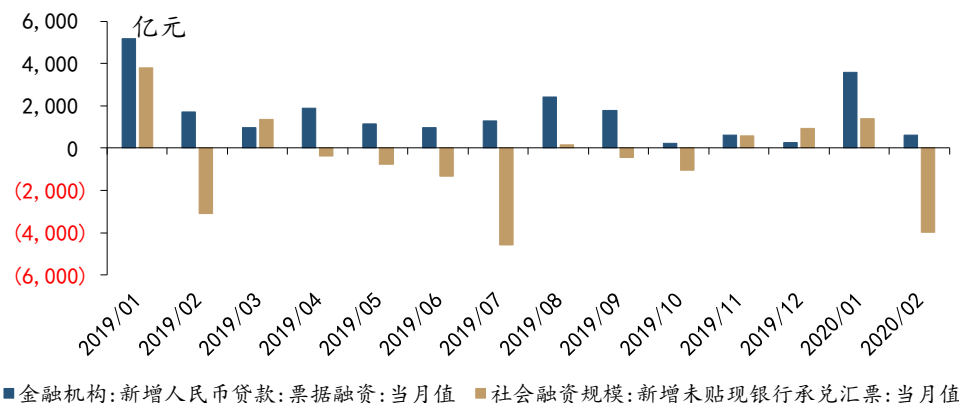
图表2 票据承兑、贴现和交易金额上升



资料来源: Wind, 兴业研究

中小企业融资活动逐步恢复，票据贴现增多。2月份，由于受疫情冲击，当月新增票据贴现融资规模仅为634亿元，同比下降1061亿元；从每日贴现发生额来看，2月上中旬低于500亿元，目前已恢复至1000亿元左右，与1月份的规模基本持平。票据融资作为中小企业融资的重要渠道，票据贴现额增多，体现出中小企业的融资活动正在逐步恢复。

图表3 2月份新增票据贴现和新增未贴现银行承兑汇票同比大幅下降



资料来源: Wind, 兴业研究

2、城商行和农商行 NCD 发行利率倒挂: 疫情如何影响中小银行?

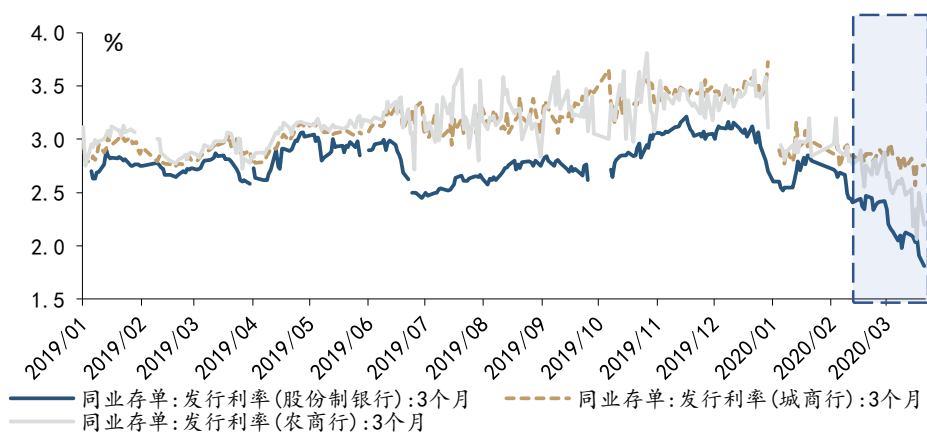
农商行发行利率下行，城商行 NCD 发行利率居高不下。3月份以来，3个月 NCD 发行利率下行明显，股份制银行和农商行的发行利率均出现大幅下行，股份制银行由2.40%下行至1.90%，农商行由2.80%下行至2.50%以下；而城商行的发行利率仍在2.75%左右的高位徘徊，较月初仅下行10bp，城商行 NCD 发行利率持续高于农商行。

为何在市场流动性整体较为宽松的环境下，城商行的 NCD 发行利率显著高于农商行？城商行的信用等级整体好于农商行，发行利率通常低于农商行，在2019年5月末的银行信用风险事件后，中小银行流动性较为紧张的环境下，农商行的 NCD 发行利率受到的影响更为明显。本次出现这种罕见的利率倒挂，请务必参阅尾页免责声明

可能与当前疫情对不同类型银行的影响存在差异有关。

农商行和城商行的客户群体不同，疫情影响的传导存在差异。农商行的涉农业务占比较高，疫情可能对农民群体的收入产生负面影响，进而影响涉农机构的贷款质量以及吸收存款，现阶段，零售资产质量（信用卡、消费贷款等）最先受到影响，而涉农机构的存款吸收具有明显的季节效应，春节前农民工返乡为涉农机构的全年存款奠定基础，现阶段疫情的影响尚未反映在负债端。城商行的企业客户占比高，疫情对企业客户的投融资活动造成负面影响，企业融资的存款派生受到影响，现阶段疫情对城商行造成的存款压力更为显著。基于上述差异，现阶段城商行面临更高的资金成本，企业融资的逐步恢复有助于缓解城商行的存款压力。

图表 4 不同类型银行 NCD 发行利率



资料来源: Wind, 兴业研究

二、政策操作追踪

上周公开市场无逆回购到期；央行上周进行 1000 亿元 MLF 操作，无逆回购操作。

上周央行无公开市场操作（如图表 5）；截止上周末，所有逆回购均已到期（如图表 6）。

图表 5 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

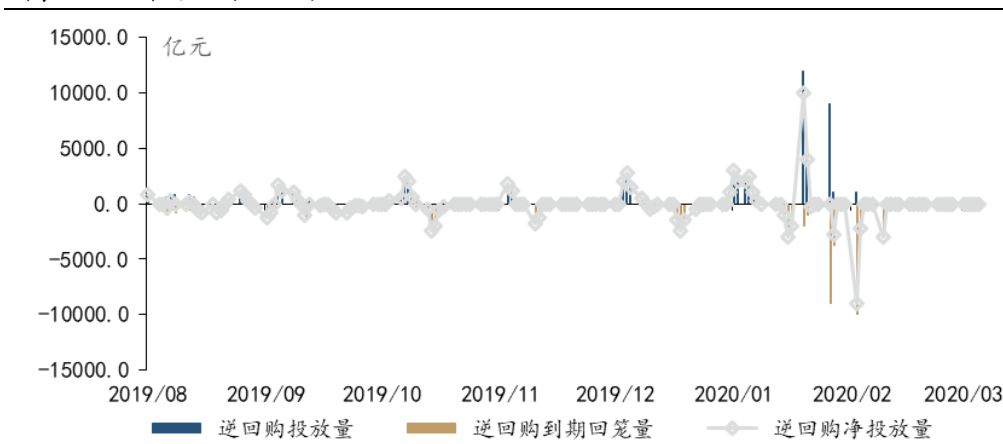
工具	操作/发行量	到期量	净额	操作利率 (%)	利率变动 (bp)
逆回购	7D	-	-	-	-
	14D	-	-	-	-
	28D	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-
逆回购加权	-	-	-	-	-
MLF	1000	-	1000	3.15	-15
票据互换	-	-	-	-	-
同业存单	4683.60	5229.38	-545.78	-	-
地方债	1235.65	355.44	880.21	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

资料来源: Wind, 兴业研究

请务必参阅尾页免责声明

图表 6 央行逆回购投放与回笼



资料来源：Wind, 兴业研究

三、货币市场表现

上周央行进行 1000 亿元 MLF 操作，银行间流动性结构上处于充裕水平。上周 DR001, DR007 均下跌，货币市场利率曲线较上一周整体下行；3M NCD、6M NCD 发行利率双双下跌。

第一，从绝对水平来看（图表 7），上周资金流动性处于充裕水平，DR001 上周下行 62bp 收于 0.79%，周内均值较上周下跌 78bp。DR007 上周收于 1.57%，较前一周下跌 50bp。Shibor 3M 收于 2.09%，较上一周末下跌 12bp。

第二，从货币市场利率曲线形态来看（图表 9），利率曲线较上一周整体下行，曲线于 7D 微凸，陡峭幅度增加。

第三，流动性分层的角度（图表 10）看，上周流动性分层现象整体较前一周增加，R007 与 DR007 的平均利差为 13.60bp，较上周上升 4.8bp。上周所有交易日 R007 与 DR007 未出现倒挂现象。

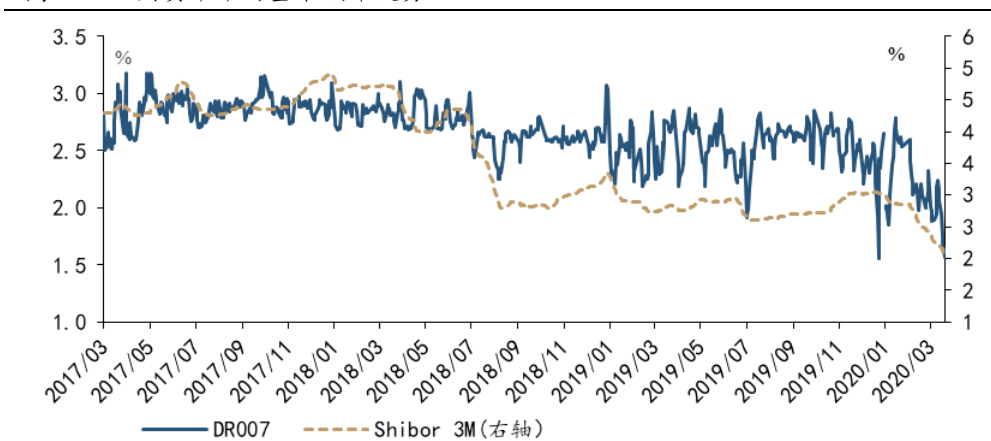
第四，货币市场投资工具方面，所有主要投资工具均下行。同业存单品种方面（图表 12），上周发行量为 4683.60 亿元，净融资金量-545.78 亿元。3 个月 NCD 发行利率收于 2.48%，较前一周下跌 4bp；6 个月 NCD 发行利率收于 2.72%，较前一周下跌 1bp。票据方面（图表 13），3 个月国股银票转贴利率收于 2.44%，较前一周上涨 3bp。理财方面（图表 14），全市场 3 个月理财产品收益率下跌 6.0bp 至 4.00%；利率互换方面（图表 15），上周最活跃的两品种：1Y FR007 收报于 2.13%，较上一周下行 14.1bp；1Y SHIBOR3M 收报于 2.31%，较前一周上行 15.4bp。

图表7 上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况

2020-03-20	上周末	期末值变动	上周均值	均值变动
DR001	0.79	-62	0.97	-78
DR007	1.57	-50	1.71	-40
Shibor 3M	2.09	-12	2.13	-10
GC001	0.91	-203	1.29	-80
GC007	1.38	-150	1.68	-47
3M NCD	2.48	-4	2.50	-14
6M NCD	2.72	-1	2.71	-11
LPR	4.05	0	4.05	0
1年期国债	1.87	-6	1.89	-2
10年期国债	2.68	1	2.70	9
国股银票转贴: 3M	2.44	3	2.40	-2
IRS-Repo: 1Y	2.13	-14	2.18	-5
IRS-Shibor: 1Y	2.31	-15	2.36	-6

资料来源: Wind, 兴业研究

图表8 主要货币市场基准利率走势



资料来源: Wind, 兴业研究

图表9 资金利率曲线形态变化图

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_6311

