

## 隔夜利率的频繁高波动与期限倒挂

——货币市场与流动性月报

### 摘要

2019年以来，虽然流动性总量合理充裕，但短端利率波动加剧，甚至屡屡出现隔夜利率与7天利率倒挂的局面。这是两方面因素共同作用的结果：第一，2019年以来作为流动性缓冲垫的超储率波动加大，部分月份超储率达到2016年以来的最低水平，导致短端利率波动增加；第二，由于市场降息预期较强，杠杆融资需求较2018年有所上升，滚隔夜加杠杆的行为降低了隔夜融资需求对利率的敏感性，使得隔夜利率在部分流动性偏紧的时点显著上升。展望未来，随着通胀预期的升温，杠杆融资的需求可能出现回落，隔夜融资需求对利率的敏感性或将上升。

回顾10月，在通胀预期升温和跨年因素的影响下，3个月与1年期资金利率提高。央行未开展TMLF操作，而是进行了MLF投放，或将强化市场对1年期利率上行的预期。

展望11月，7天利率中枢有望延续相对稳定的局面，但由于Shibor 3M与名义GDP增速走势接近，3个月利率中枢易上难下。

**关键词：**利率波动，超储

宏观研究部

**郭于玮**

分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@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

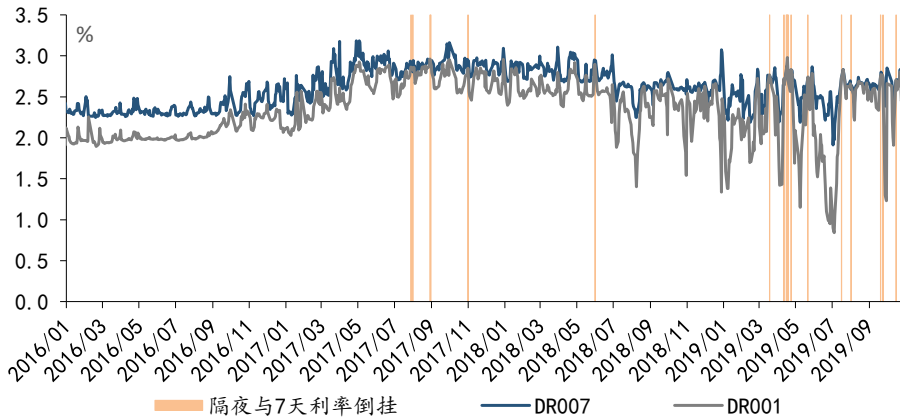
## 图表目录

图表 1	隔夜利率与 7 天倒挂的情况增加 .....	3
图表 2	短端利率波动加剧 .....	3
图表 3	超储率估算 .....	4
图表 4	超储与 7 天利率波动 .....	4
图表 5	超储与隔夜利率波动 .....	5
图表 6	超储率与短端利差 .....	5
图表 7	降息预期与隔夜占比 .....	6
图表 8	逆回购投放与隔夜利率 .....	6
图表 9	DR001 与 DR007 .....	7
图表 10	3 个月与 1 年期 NCD 利率 .....	7
图表 11	Shibor 3M 与名义 GDP 增速 .....	8
图表 12	1 年期利率走势 .....	8

## 一、隔夜利率为何屡屡逼近7天

2019年以来，虽然资金面整体合理充裕，但是短端利率波动加剧，甚至屡屡出现隔夜利率与7天利率倒挂的局面。隔夜利率高于7天利率的情况并不多见，2016年至2018年三年间仅出现过6次，2019年以来却已经出现了13次。为什么在流动性总量大体充裕的情况下，隔夜利率会屡屡逼近7天？本文将对此进行分析。

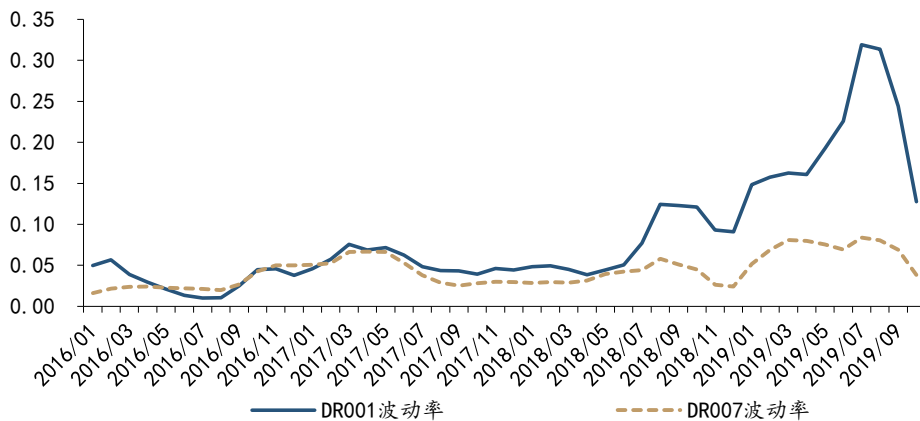
图表1 隔夜利率与7天倒挂的情况增加



资料来源：WIND，兴业研究

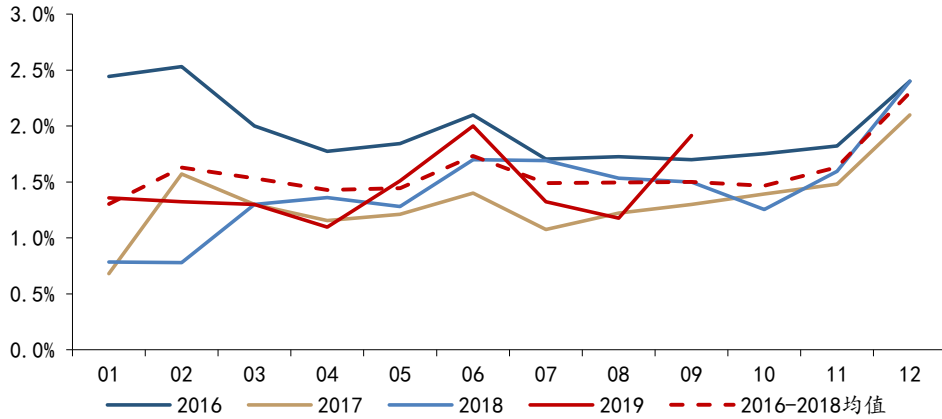
流动性的总量更多地影响着资金利率的中枢，而作为流动性“缓冲垫”的超储更多地影响着资金利率的波动。在流动性较为平稳的2016年，各个月份超储率均在1.7%以上。到2017年，各月超储率平均水平下降到1.2%左右，资金利率波动明显上升。2019年以来，虽然流动性总量合理充裕，但超储率的波动有所加大。除了5月、6月和9月外，2019年其余月份超储率都处于1.5%以下。2019年4月与8月的超储率水平更是处于2016年以来的同期最低水平。

图表2 短端利率波动加剧



资料来源：WIND，兴业研究

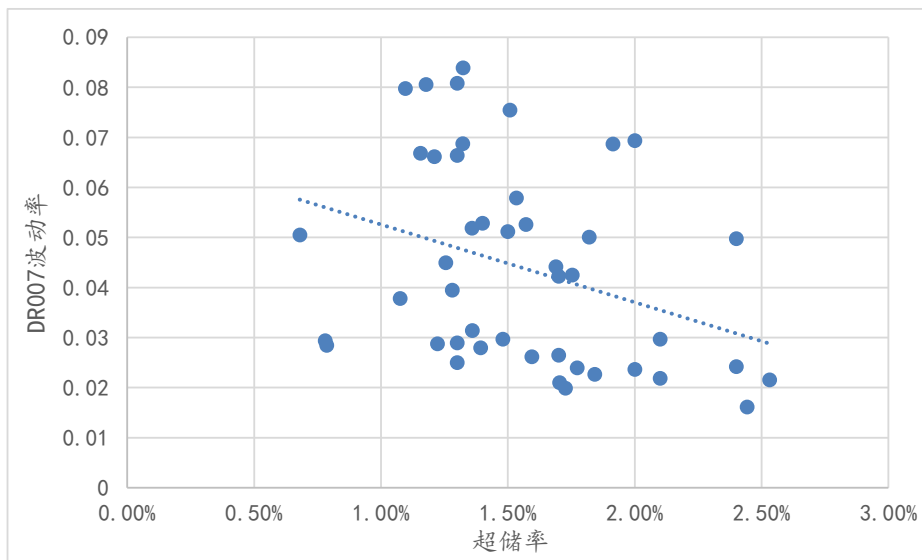
图表3 超储率估算



资料来源：WIND，兴业研究

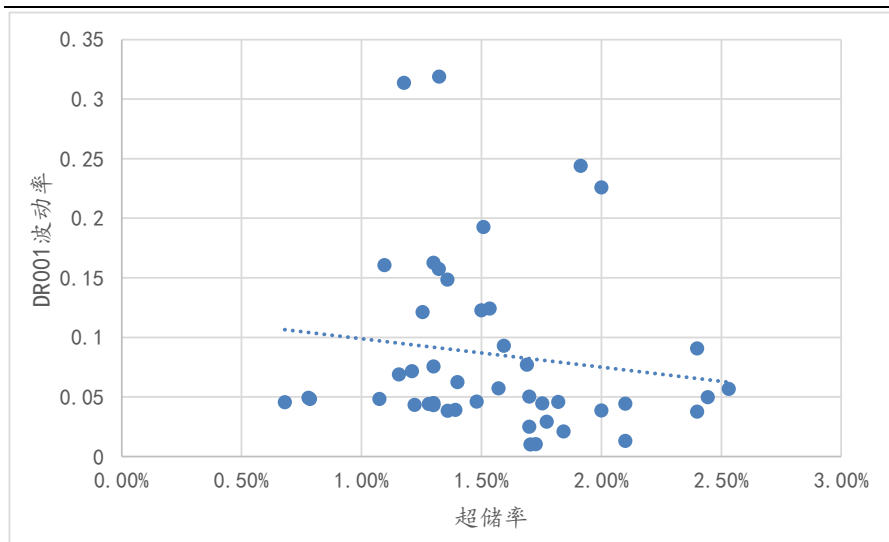
历史数据显示，超储率与隔夜、7天利率的波动率呈现负向关系：当超储率提高时，短端利率的波动趋于下降；而当超储率较低时，短端利率波动可能上升。这种波动也影响着7天利率与隔夜利率之差。当超储率较高时，7天与隔夜利率之差可能较高；当超储率较低时，隔夜利率波动加大，隔夜利率中枢可能更加接近7天利率。超储较薄引起货币市场波动的情况在美国也曾经出现。我们在9月发布的报告《美国货币市场“惊变”》中曾指出，联储缩表引起的准备金水平下降导致9月美国隔夜利率出现罕见的飙升。

图表4 超储与7天利率波动



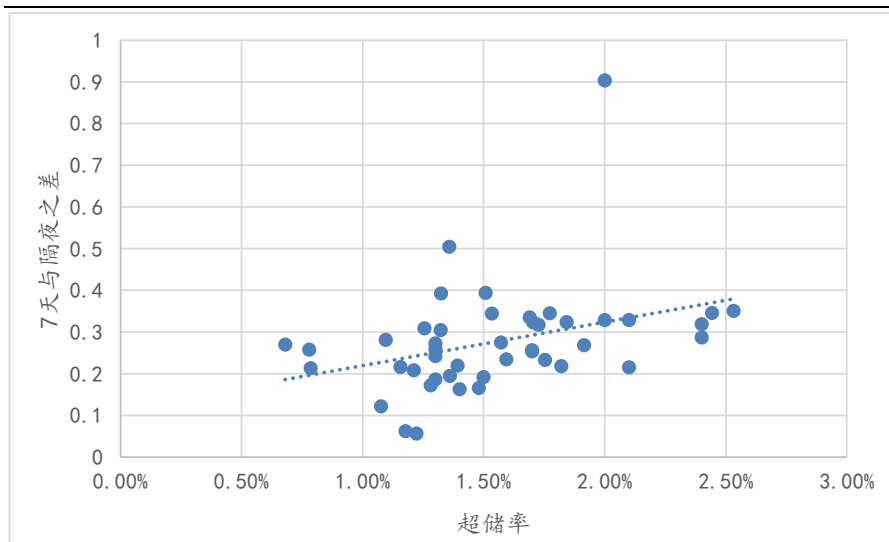
资料来源：WIND，兴业研究

图表 5 超储与隔夜利率波动



资料来源：WIND，兴业研究

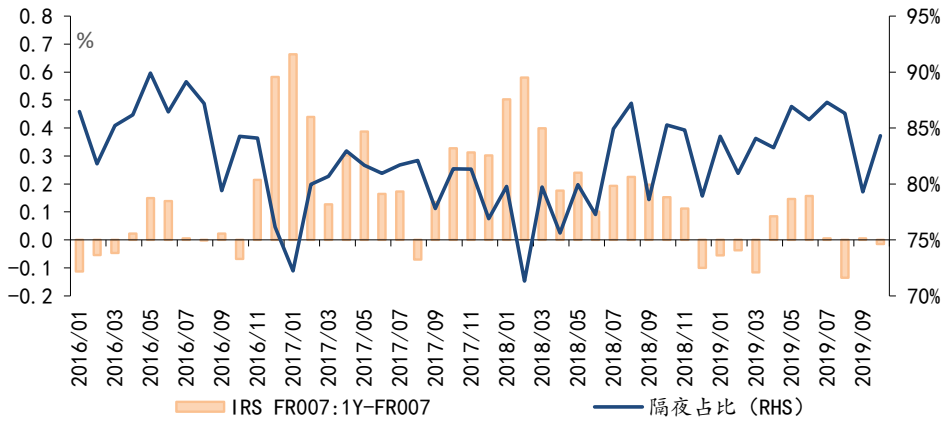
图表 6 超储率与短端利差



资料来源：WIND，兴业研究

与此同时，市场较强的降息预期提高了隔夜融资需求，进一步放大了短端利率的波动。利率互换数据显示，2018年12月以来1年期FR007互换利率水平时常低于当期的FR007，反映出市场预期未来短端利率可能下降。因此2019年隔夜融资占比多数时间内维持在80%以上，较2018年有所提高。杠杆融资的上升降低了隔夜融资需求对利率的敏感性，使得隔夜利率在部分流动性偏紧的时点显著上升。

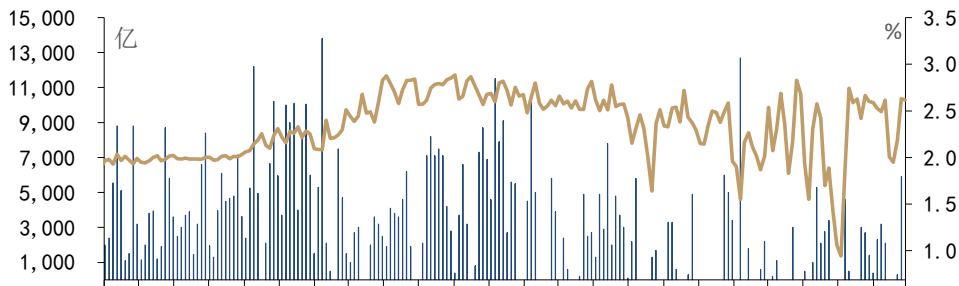
图表 7 降息预期与隔夜占比



资料来源：WIND，兴业研究

为什么 2019 年超储率的波动会加大呢？这可能与央行货币政策工具搭配的转变有关。2018 年下半年以来，央行逆回购操作的频率和规模都有所下降，开始更多地使用降准、MLF 和 TMLF 来投放流动性。与逆回购工具相比，准备金工具和 MLF 工具释放的资金量更大、资金期限更长、操作频率更低。中长期资金投放的增加有助于降低中长端资金成本，引导实体经济融资成本下行。然而，操作频率的下降和单次流动性投放规模的上升可能增加资金面的短期波动。逆回购工具则由于规模、期限和操作频率都更为灵活，在熨平资金利率短期波动上有其独特的优势。

图表 8 逆回购投放与隔夜利率



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\\_9199](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9199)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>