



靳毅：同业存单与 MLF 利率 明显倒挂，后市如何看？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 靳毅团队

投资要点

本周债市热点 7 月份央行宣布降准以来，同业存单利率快速下行。同业存单与 MLF 利率明显倒挂。展望三季度，受流动性充裕与信贷缺口收窄的影响，同业存单利率仍有下行动力，但参考历史上的“倒挂行情”，在 MLF 利率不调降的情况下，当前同业存单利率下行空间至多 10BP 左右。

本周流动性跟踪 本周央行维持每日 100 亿逆回购投放数量，7 月 LPR 与上期持平。7 月 23 日，相较于上周五（7 月 16 日，下同），银行间质押式回购利率方面，R001 下行 4.89BP，R007 下行 5.49BP，R014 上行 6.80BP。存款类质押式回购利率方面，DR001 下行 4.36BP，DR007 下行 7.00BP，DR014 上行 16.70BP。除 1 月期 SHIBOR 外，各 SHIBOR 利率均下行。7 月 23 日，SHIBOR 隔夜为 2.0507%，下行 5.80BP；1 月期 SHIBOR 为 2.3180%，与上周五持平；3 月期 SHIBOR 为 2.4020%，下行 0.20BP。

本周一二级市场 一级市场方面，本周利率债净融资额较上周增加。本周一二级市场共发行 69 支利率债，实际发行总额为 5054.65 亿元，较上周增加 1627.02 亿元；总偿还量为 1229.38 亿元，较上周减少 3059.01 亿元；净融资额为 3825.26 亿元，净融资较上周增加 4686.02 亿元。利率债招标倍数普遍在 6 倍左右，需求较好。国债、国开债收益率全面下行。7 月 23 日，1 年期国债收益率为 2.1119%，较上周五下行 16.00BP；10 年期国债收益率报 2.9134%，下行 2.98BP。1 年期国开债收益率报 2.3205%，

较上周五下行 7.37BP；10 年期国开债收益率报 3.3003%，下行 3.75BP。

风险提示 新冠疫情变化，货币政策超预期。

报告正文

1、同业存单与 MLF 利率明显倒挂，后市如何看？

7 月份央行宣布降准以来，同业存单利率快速下行。1 年期 AAA 同业存单到期收益率下行至 2.72%，低于 1 年期 MLF 操作利率 23BP，同业存单与 MLF 利率明显倒挂。

图 1：7 月以来 1 年期同业存单（AAA）利率与 1 年期 MLF 利率倒挂



资料来源：Wind、国海证券研究所

本阶段同业存单利率下行，推动因素主要有二：从商业银行负债端的

角度，央行全面降准之后，商业银行流动性得到有效补充，降低了中小银行同业存单供给压力；从商业银行资产端的角度，二季度以来“城投+地产”紧信用政策不断落地，商业银行减少对两大部门的资金投放、信贷缺口收窄，也有利于同业存单利率下行：

图 2：“城投+地产”紧信用政策，造成二季度商业银行信贷缺口收窄



资料来源：Wind、国海证券研究所

展望三季度，两大因素仍将延续，同业存单利率仍有下行动力：

流动性方面，虽然市场担忧三季度政府债务发行放量，会对资金面造成压力。但经我们测算，7月份全面降准之后，8、9月份财政投放会有效对冲政府债务发行压力，使得7-9月份超储率分别为1.3%、1.2%、1.2%，总体超储率水平并不低，资金面无需过度担忧。

而在商业银行信贷投放方面，限制城投信贷融资的银监会“15号文”近日落地生效，叠加上海等热点城市房贷利率上调，“城投+地产”融资需求将在三季度进一步收缩，利好同业存单利率下行。

但从下行空间来看，当前同业存单与MLF的利率倒挂幅度接近历史高位，同业存单利率下行空间可能有限。

央行曾在《货币政策执行报告》中明确说明：“中期借贷便利利率作为中期政策利率，是中期市场利率运行的中枢，国债收益率曲线、同业存单等市场利率围绕中期借贷便利利率波动。”为了保证MLF操作利率的信号作用，当同业存单利率与MLF利率倒挂幅度过大时，央行一般会通过回笼流动性，遏制同业存单利率进一步下行。

历史上来看，2018年下半年以来同业存单利率以MLF利率为中枢，而两者共出现过4轮倒挂，分别出现在：2019年2月份、2019年8-10月份、2020年1-6月份、2021年1月份。

图 3：央行通过调控流动性，限制同业存单与 MLF 利率倒挂幅度



资料来源：Wind、国海证券研究所

其中，除 2020 年初“新冠”疫情期间，央行货币政策全面宽松，进一步拉大了同业存单与 MLF 倒挂幅度以外，其余三次倒挂幅度，均被限制在 35BP 以内。例如 2021 年 1 月份，由于跨年后结构性存款监管压力减轻，商业银行结构性存款回补，带动同业存单利率明显下行，并与 MLF 出现倒挂。而央行则通过缺位春节前流动性投放，引导资金利率上行，从而遏制了同业存单的进一步下行。

所以综合来看，三季度同业存单利率虽有下行动力，但参考历史上的“倒挂行情”，在 MLF 利率不调降的情况下，当前同业存单利率下行空间至多 10BP 左右。

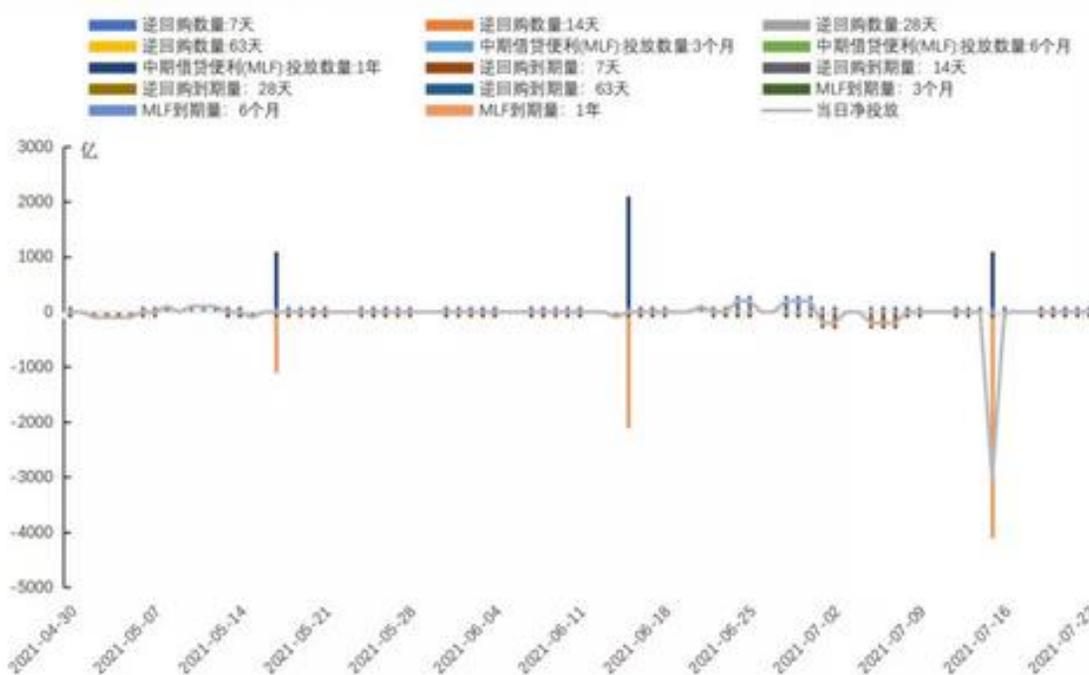
2、流动性跟踪

2.1

公开市场操作

本周央行维持每日 100 亿逆回购投放数量，7 月 LPR 与上期持平。本周央行共投放 500 亿元 7 天逆回购。其中周一（7 月 19 日）有 100 亿 7 天逆回购；周二（7 月 20 日）有 100 亿元 7 天逆回购；周三（7 月 21 日）有 100 亿元 7 天逆回购，周四（7 月 22 日）有 100 亿元 7 天逆回购，周五（7 月 23 日）有 100 亿元 7 天逆回购。本周共有 500 亿元央行逆回购到期，全口径公开市场操作实现净回笼 0 亿元。

图 4：公开市场操作与到期（亿元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

2.2

货币市场利率

资金面持续宽松。7月23日,相较于上周五(7月16日,下同),银行间质押式回购利率方面,R001下行4.89BP,R007下行5.49BP,R014上行6.80BP。存款类质押式回购利率方面,DR001下行4.36BP,DR007下行7.00BP,DR014上行16.70BP。

除1月期SHIBOR外,各SHIBOR利率均下行。7月23日,SHIBOR隔夜为2.0507%,下行5.80BP;SHIBOR1周为2.1430%,下行5.80BP;1月期SHIBOR为2.3180%,与上周五持平;3月期SHIBOR为2.4020%,下行0.20BP。

表 1: 货币市场利率

品种		2021/7/23	2021/7/16	涨跌幅 (BP)
R	1D	2.0718	2.1207	-4.89
	7D	2.1592	2.2141	-5.49
	14D	2.4071	2.3391	6.80
DR	1D	2.0363	2.0799	-4.36
	7D	2.1062	2.1762	-7.00
	14D	2.4170	2.4500	16.70

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_32765

