

如何看待扁平化的资金利率曲线

——货币市场与流动性周度观察

摘要

2019年7月以来1年期与7天期资金利率走势出现分歧，资金利率曲线进一步扁平化。当前逼仄的期限利差是否有进一步压缩的空间呢？

历史数据显示，1年期与7天利率大致在-10bp至220bp的区间范围内波动，波动的周期在35至45个月之间。而这一轮利差波动仅经过了35个月，利差水平目前在44bp左右。这意味着资金利率曲线有进一步扁平的时间与空间。

2018年以来的资金利率曲线扁平化实际上是货币政策量价工具使用不同步的结果，即央行通过降准释放长期流动性，但短端利率下降幅度相对有限，导致期限利差收窄。从2015年至2016年的经验来看，即使短端利率中枢下行空间受限，如果央行通过降准释放流动性，期限利差就可能进一步收窄。不过，期限利差变动还与利率波动率相关。近期短端利率波动有所上升，资金利率期限利差可能维持震荡。

上周央行以逆回购对冲MLF到期，短端利率有所下行。

本周一降准将落地，预计释放长期资金8000亿。考虑到9月不是缴税大月，短端资金利率或下降，3个月NCD利率可能继续回落。

关键词：资金利率，期限利差

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

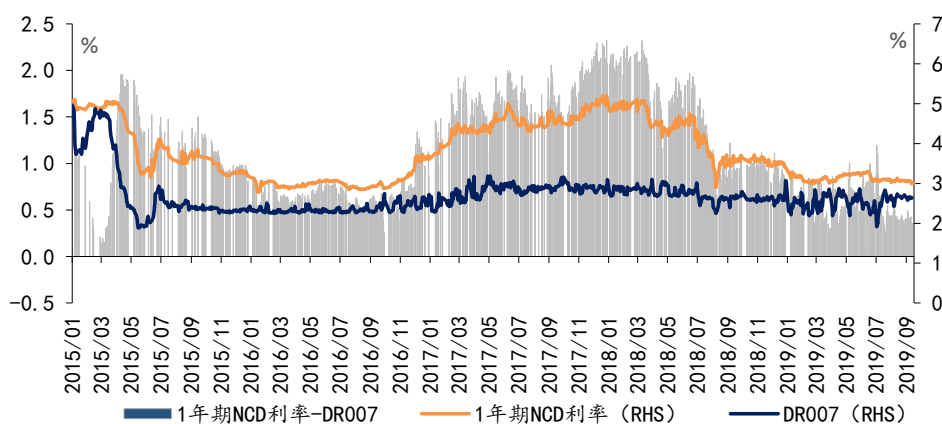
图表目录

图表 1	逼仄的利差空间	3
图表 2	1 年与 7 天利率之差的历史变化	4
图表 3	Shibor1 年与 1 周利差（移动平均）变化周期	4
图表 4	期限利差与加降息周期	5
图表 5	利率预期与资金利率期限利差	5
图表 6	货币政策量价工具与期限利差	6
图表 7	利率波动与期限利差	6
图表 8	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	7
图表 9	央行逆回购投放与回笼	7
图表 10	央行逆回购余额走势图	8
图表 11	央行逆回购加权平均操作期限与利率	8
图表 12	上周主要货币市场及相关投资品种利率变动情况	10
图表 13	主要货币市场基准利率走势	10
图表 14	资金利率曲线形态变化图	10
图表 15	流动性分层	11
图表 16	各类投资工具收益率比较	11
图表 17	同业存单净融资额与发行利率走势图	11
图表 18	国股银票转贴利率（分期限）	12
图表 19	3 个月理财收益率（分机构）	12
图表 20	主要利率互换品种收益率走势图	12
图表 21	本周各类工具到期一览（亿元）	13
图表 22	本周主要流动性影响因素前瞻	13

一、扁平化的资金利率曲线

2019 年 7 月以来，股份行 1 年期 NCD 利率与 7 天利率的走势出现分歧：1 年期股份行 NCD 利率中枢再度下降至约 3.0%至 3.1%的区间之内，较 1 年期 MLF 利率低 20bp 以上；但 DR007 中枢逐渐回升至 2.55%的 7 天逆回购利率之上。1 年期与 7 天利率的反向运动使原本逼仄的利差空间进一步压缩，资金利率曲线进一步扁平化。未来资金利率曲线是否能进一步压缩？利率曲线扁平化会维持多久？本文将通过分析历史上的资金利率曲线陡平变化回答上述问题。

图表 1 逼仄的利差空间

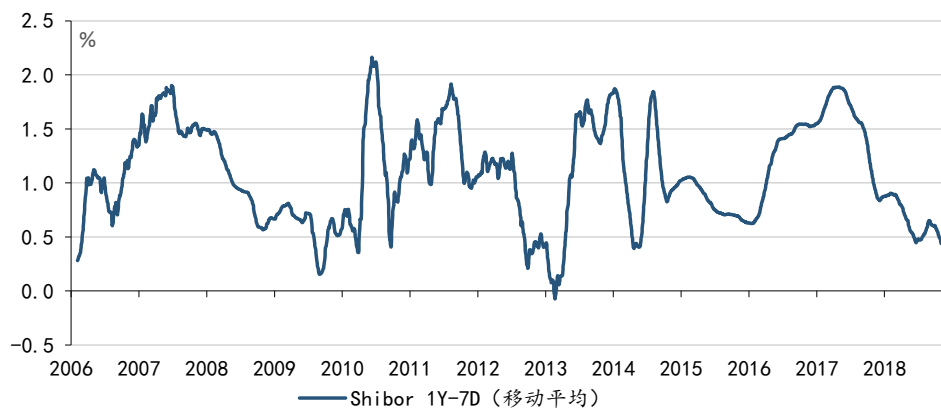


资料来源：WIND，兴业研究

考虑到 Shibor 利率的时间序列更为完整，下文的分析将以 Shibor 利率为基础。在 2015 年之前，央行公开市场操作的频率较低，短端资金利率波动剧烈。因此，我们剔除了利差小于-100bp 或 7 天利率单日变化超过 100bp 的异常值，再对 1 年与 7 天 Shibor 的利差取中心移动平均值进行分析。

数据显示，自 2006 年 10 月有数据以来，资金利率曲线经历了不到四轮的陡平变化。在前三轮波动周期中，资金利率期限利差表现出下述特点：第一，1 年期与 7 天利率大致在-10bp 至 220bp 的区间范围内波动。期限利差每轮波动的最高点在 180bp 到 220bp 左右，最低点在-10 到 15bp 之间。第二，期限利差波动的周期在 35 至 45 个月之间，其中上升时间大致持续 18 到 23 个月，下降之间大致持续 17 到 26 个月。

图表 2 1 年与 7 天利率之差的历史变化



注：上图剔除了利差小于-100bp 或 7 天利率单日变化超过 100bp 的异常值。

资料来源：WIND，兴业研究

图表 3 Shibor1 年与 1 周利差（移动平均）变化周期

时间	最大值(bp)	最小值(bp)	时长(月)	上升时间(月)	下降时间(月)
2006.10-2010.6	190	15	45	19	26
2010.7-2013.11	216	-8	41	23	18
2013.12-2016.10	187	-7	35	18	17
2016.11至今	189	44	35	16	19

注：2016 年以来的期限利差波动周期还未结束，周期时长、最小值和下降时间仅指 2016 年至今的值，未来可能改变。

资料来源：WIND，兴业研究

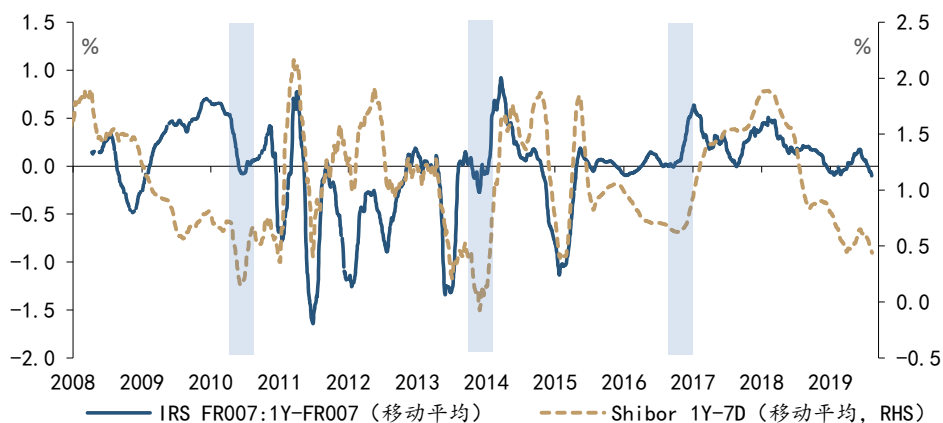
历史经验表明，资金利率曲线的陡平变化与政策利率变动密切相关：在加息周期中，期限利差往往扩大；在降息周期中，期限利差往往收窄。但是期限利差的低点通常出现在加息周期的初期。这是由于，在流动性刚刚开始收紧时，对资金面变动最为敏感的短端利率先开始上升，但是市场对利率上升的预期不足，导致 1 年期利率的上升幅度小于 7 天期利率，引起期限利差收窄甚至出现 1 年与 7 天利率倒挂的情况。利率互换数据也验证了这一点。在流动性收紧的初期，1 年期 FR007 利率互换水平往往和当期的 FR007 接近，表明市场没有明显的利率上升预期。直到利率上升了一段时间之后，互换利率水平才开始提高，带动期限利差走阔。

图表 4 期限利差与加降息周期



资料来源：WIND，兴业研究

图表 5 利率预期与资金利率期限利差



资料来源：WIND，兴业研究

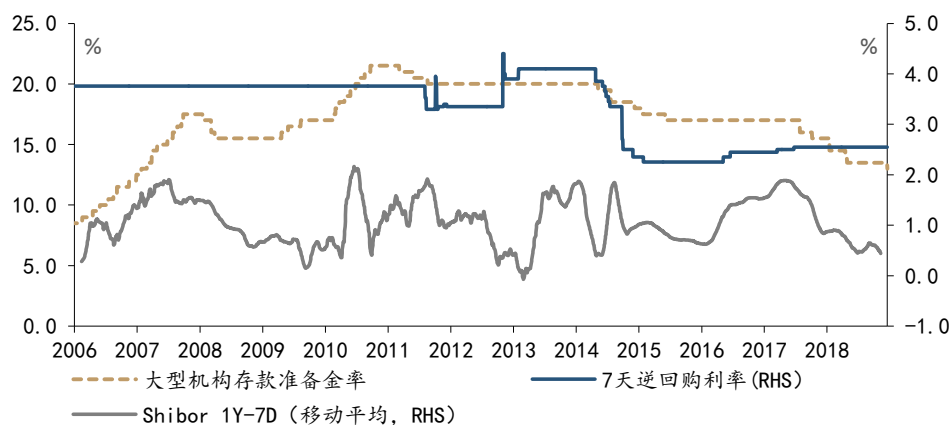
自 2016 年 11 月以来，资金利率曲线进入了新一轮陡平变化，期限利差的最高值达到 189bp，在历史区间范围之内。从期限利差的最低水平来看，虽然 2018 年 3 月以来期限利差有所收窄，但目前的水平大致在 44bp 左右，与历史上前三轮波动周期的最低值相比仍然较高。从利差波动周期的持续时间来看，这一轮期限利差波动已经持续 35 个月，相当于上一轮利差波动周期的长度，但较最长波动周期少 10 个月。因此，虽然目前资金利率曲线已经十分扁平，但期限利差仍有进一步下降的时间与空间。

上文中我们提到，资金利率期限利差的低点往往出现在流动性紧缩的初期。而目前经济仍有下行的压力，就业形势也较为疲弱，流动性没有转紧的基础。在这种情况下，资金利率曲线还能够进一步扁平化吗？

回顾 2018 年以来资金利率的变化可以发现，利率曲线扁平化实际上是货币政策量价工具使用不同步的结果。2018 年以来央行数次通过定向降准、全面降准等工具释放长期流动性，增加了长期资金的供给。但 7 天逆回购利率并未下调，央行通过公开市场操作将 DR007 大致维持在 2.5% 至 2.8% 的区间之内，期限利差随之收窄。

类似的情况在 2015 年至 2016 年也曾经出现。2015 年 9 月、10 月和 2016 年 3 月，央行三次下调存款准备金率，共计下调大型银行存款准备金率 1.5 个百分点。但 DR007 中枢自 2015 年 6 月起就不再下降，除个别月份外大致维持在 2.30% 至 2.40% 之间。1 年期与 7 天期资金利率之差从 2015 年 6 月的 125bp 波动回落至 2016 年 8 月的 68bp 左右。2016 年 9 月，以央行重启 28 天逆回购为标志，银行间流动性开始收紧，短端利率上升，资金利率期限利差进一步收窄。

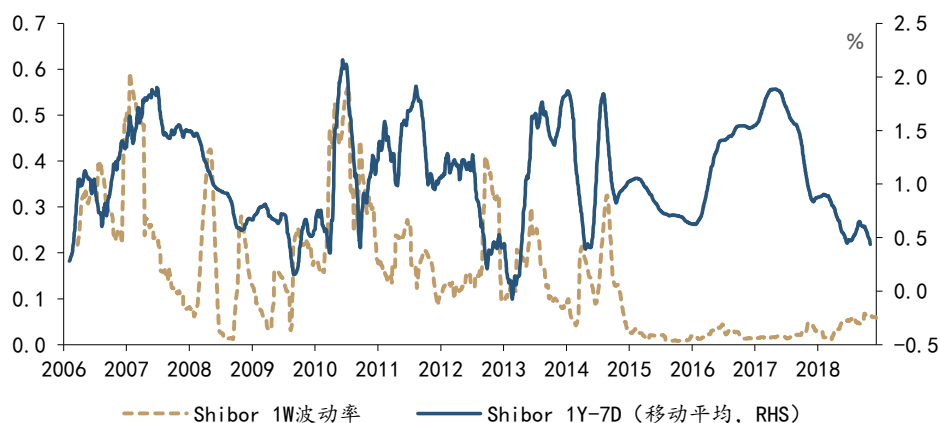
图表 6 货币政策量价工具与期限利差



资料来源：WIND，兴业研究

从这个角度来看，即使短端利率中枢下降的空间有限，如果央行继续通过降准释放增量的、低成本的长期资金，资金利率期限利差就有进一步下行的可能。不过短期而言，期限利差可能维持震荡。历史数据显示，当短端利率波动率上升之后，期限利差可能出现回升或下行放缓的情况。这是因为当利率波动上升时，通过滚动短期融资替代长期融资的风险也会上升。2019 年 1 月以来短端利率的波动率温和回升，期限利差的下行趋势也随之在 3 月中止。近期短端利率波动仍然有上升迹象，因此期限利差可能维持震荡。

图表 7 利率波动与期限利差



资料来源：WIND，兴业研究

二、政策操作追踪

上周公开市场共有 400 亿元逆回购和 1765 亿 MLF 到期；央行上周共进行 2300 亿元逆回购操作，50 亿元 3 个月票据互换。

上周央行公开市场操作实现净投放 135 亿元(如图表 12)；截止上周末，有 2300 亿元逆回购未到期（如图表 13）。

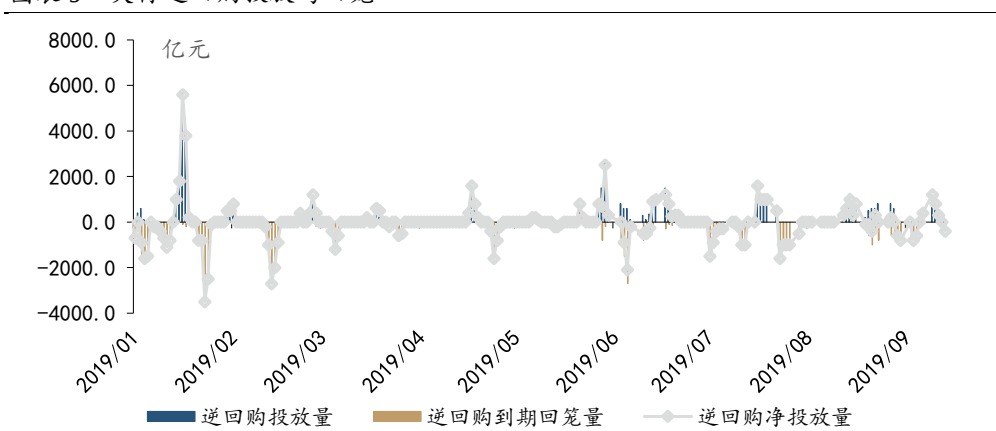
图表 8 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

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	2300	400	1900	2.55
	14D	-	-	-	-
	28D	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-
逆回购加权	2300	400	1900	2.55	-
票据互换	50	-	50	-	-
MLF	-	1765	-1765	-	-
同业存单	3821	3660	161	-	-
地方债	42	262	-219	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

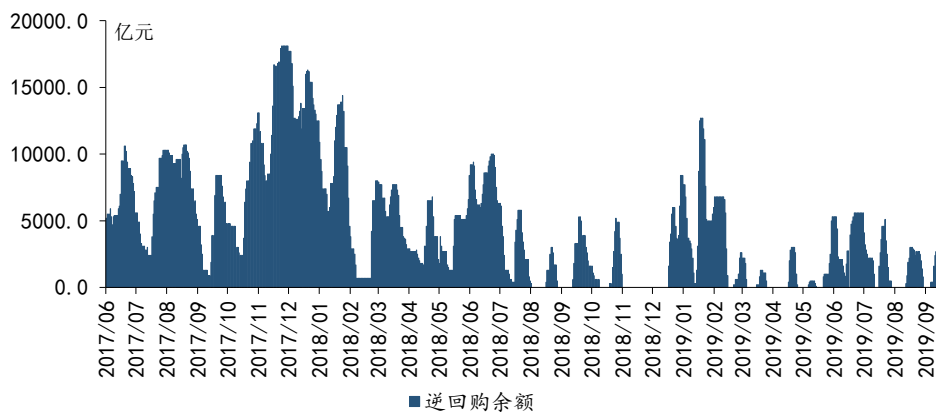
资料来源：Wind，兴业研究

图表 9 央行逆回购投放与回笼



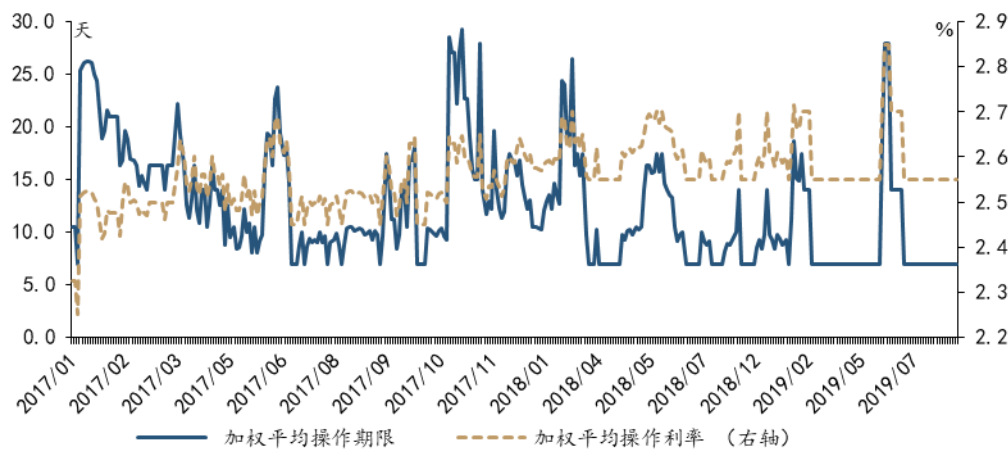
资料来源：Wind，兴业研究

图表 10 央行逆回购余额走势图



资料来源：Wind, 兴业研究

图表 11 央行逆回购加权平均操作期限与利率



资料来源：Wind, 兴业研究

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_10089

