

美国利率倒挂与国内货币市场利率

——货币市场与流动性季报

摘要

回顾3月，与我们前期的预判基本一致，3月份银行间流动性整体保持充裕，进入中下旬，随着缴税、跨季等因素影响，货币市场资金利率上行。整体而言，3月份货币市场利率中枢较2月份略有抬升。

3月22日，美国3个月和10年期国债收益率出现倒挂，引起市场关注。数据表明，3个月与10年期美债收益率开始倒挂时，我国国内货币市场利率走势不会发生明显转变，而倒挂结束后，国内货币市场利率整体处于下行趋势。本次美债收益率倒挂或表明当前美国经济面临较大的下行压力，美联储加息步伐将放缓，未来可能进行降息操作，这为国内继续维持稳健的货币政策、维护流动性合理充裕提供了重要的外部环境。

展望4月，货币市场利率可能会因市场对不同数据的不同解读而产生波动，但银行间流动性仍将保持合理充裕。

关键词：美债收益率倒挂 国内流动性

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@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	3 月中下旬货币市场短端利率上行明显	3
图表 2	3 月税期高峰央行公开市场少量投放	3
图表 3	3 月末流动性分层走扩	4
图表 4	同业存单发行利率上行	4
图表 5	票据转贴现利率月末再次“跳涨”	5
图表 6	3 个月与 10 年期美债收益率倒挂	5
图表 7	3 个月与 10 年期美债收益率倒挂结束后 R007 走势	6
图表 8	美债收益率曲线倒挂后通常伴随美国经济衰退	6
图表 9	美国 PMI 与美债收益率期限利差	7
图表 10	美国进口 PMI 与中国 PMI	7
图表 11	PMI 与货币市场利率走势	8
图表 12	政府存款季节性变化	8
图表 13	4 月 MLF 到期量一般，6-7 月到期量较大	9

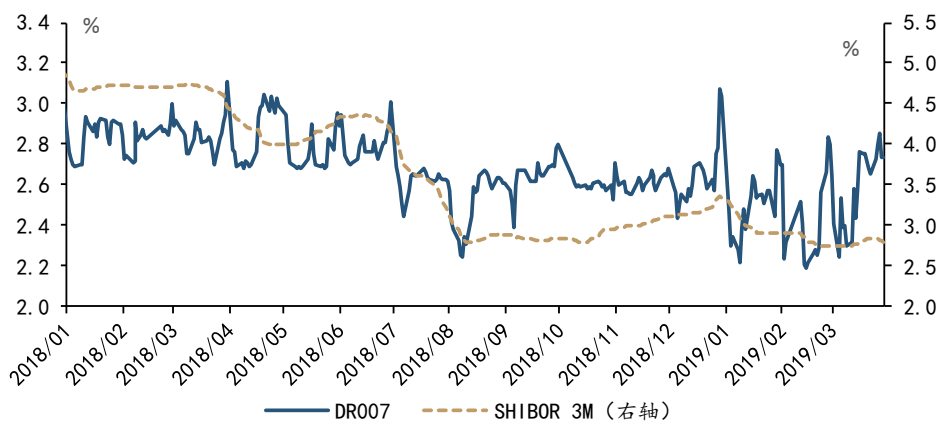
一、3 月份货币市场与流动性回顾

与我们前期的预判基本一致，3 月份银行间流动性整体保持充裕，进入中下旬，随着缴税、跨季等因素影响，货币市场资金利率上行。整体来看，3 月份货币市场利率中枢较 2 月份略有抬升。

3 月上旬，跨月后资金利率再次回到政策利率下方，流动性较为充裕。进入中旬后，随着 MLF 到期、缴税等因素影响，货币市场资金利率上行明显。3 月下旬，随着跨季时点临近，银行间流动性整体维持紧平衡，货币市场利率波动有所加大。从资金利率水平来看，3 月份 DR007 利率中枢为 2.59%，较 2 月份抬升 15bp，结束了此前 1、2 月份利率中枢低于央行政策利率的局面。从流动性分层角度看，3 月中下旬随着资金面的收敛，货币市场流动性分层逐步走扩。

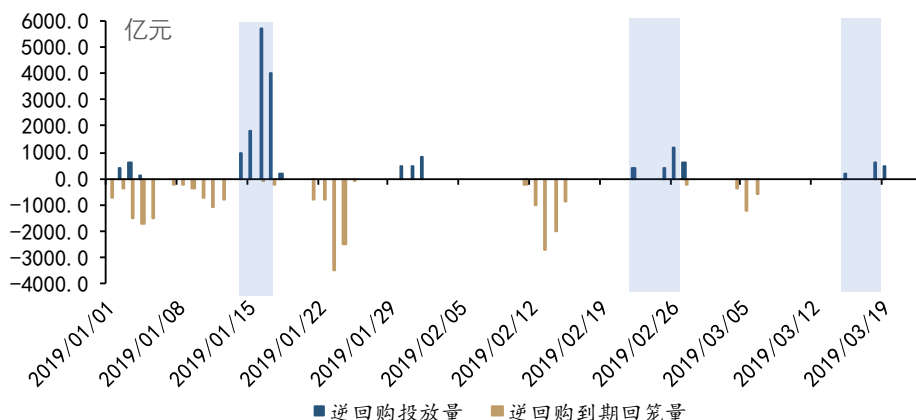
我们注意到，3 月中旬缴税高峰期间，央行仅通过公开市场操作进行了少量的投放，带动 3 月中下旬资金面边际收紧，这或许反映了央行在社融企稳、股市火爆的背景下更加重视控制股票市场潜在加杠杆的风险。

图表 1 3 月中下旬货币市场短端利率上行明显



资料来源：WIND，兴业研究

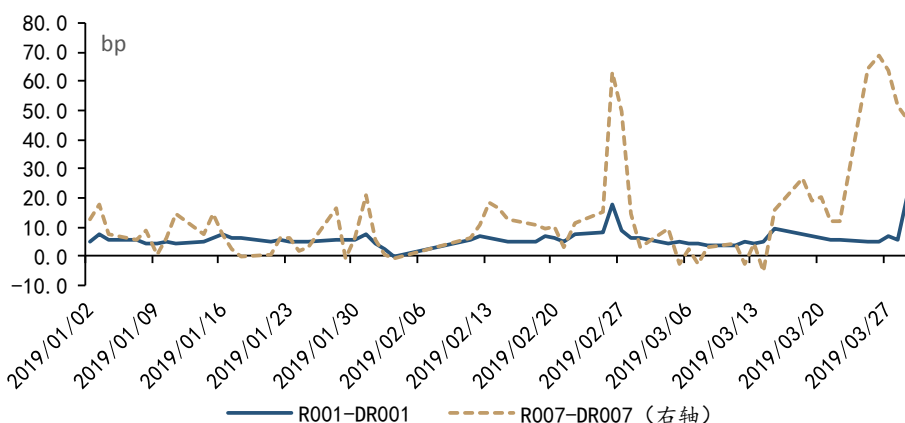
图表 2 3 月税期高峰央行公开市场少量投放



注：图中蓝色区域为税期高峰。

资料来源：WIND，兴业研究

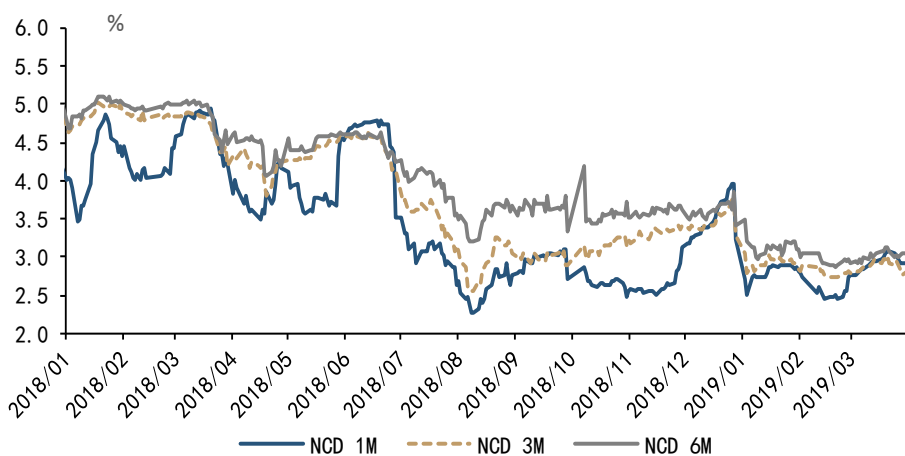
图表3 3月末流动性分层走扩



资料来源：WIND，兴业研究

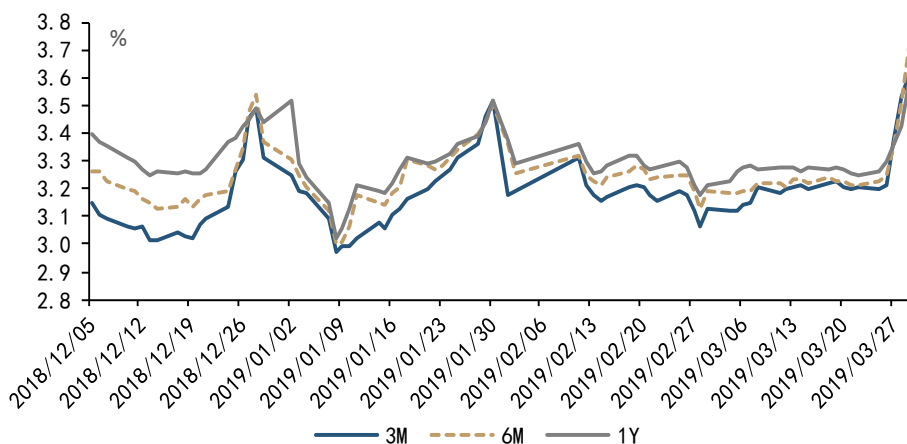
从主要货币市场投资工具运行情况来看，同业存单方面，正如我们前期预判的，3月份同业存单发行利率整体上行，最后一周，随着跨季资金需求转向短端，发行利率有所回落；而票据方面，3月份票据转贴现利率较2月末出现了一定幅度的上行；同时，与1月份类似，3月末票据转贴现利率再次“跳涨”。票交所公布的数据显示，1年期国股转贴现利率最高触及3.58%，6个月最高触及3.71%，1个月最高触及3.55%，均为年内最高位。恰如我们2019年2月24日在报告《把握票据监管趋严的契机》所提示的，监管趋严后，短期内票据转贴现利率有上行的动力，可抓住监管的机会择机建仓。此外，我们在2019年3月10日发布的报告《票据利率的四象限分析框架——货币市场与流动性周度观察2019年第7期》中也曾提示，3中下旬票据利率有上行的动力，应把握机会建仓。

图表4 同业存单发行利率上行



资料来源：WIND，兴业研究

图表5 票据转贴现利率月末再次“跳涨”



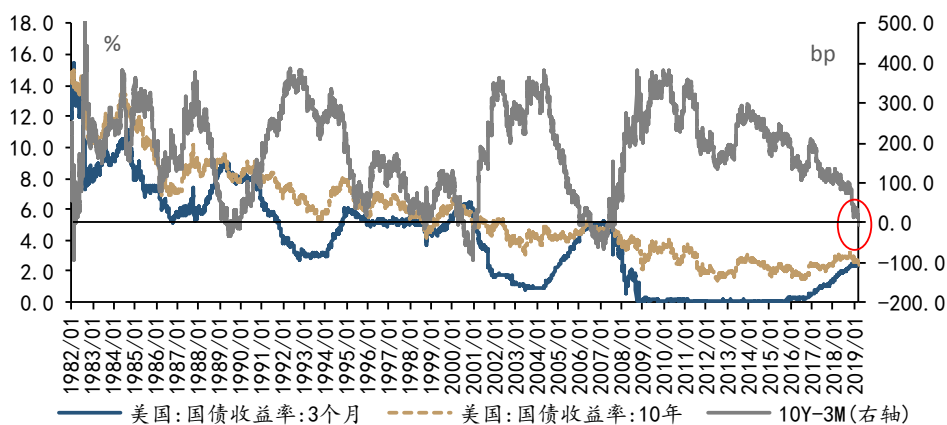
注：票交所收益率曲线于2018年12月5日开始公布。

资料来源：上海票据交易所，兴业研究

二、美债收益率倒挂对国内流动性影响几何？

受美联储3月议息会议按兵不动、利率点阵图暗示2019年的加息预期从2次调降为不加息，以及欧美疲弱的制造业PMI指数等因素的影响，3月22日，美国10年期国债收益率报收2.44%，3个月国债收益率为2.46%，3个月和10年期国债收益率曲线出现倒挂，为2007年9月以来首次，倒挂持续至3月28日，3月29日利差再度转正。

图表6 3个月与10年期美债收益率倒挂



资料来源：WIND，兴业研究

那么，美债收益率倒挂对国内货币市场流动性会有怎样的影响呢？

由于我国银行间市场利率于20世纪90年代中后期才放开，因此，我们主要考察2000年以来美债收益率倒挂对我国货币市场利率的影响。鉴于数据的可得性，我们主要考察美债收益率倒挂与R007变化的关系。

数据表明，3个月与10年期美债收益率开始倒挂时，国内货币市场利率走势并未发生明显转变，而当倒挂结束后，国内货币市场利率整体处于下行趋势。

2000 年 4 月 7 日-10 日，美债收益率短暂倒挂两个工作日，倒挂结束后，国内货币市场利率 R007 月度中枢连续 5 个月小幅下行；2000 年 7 月 7 日-2001 年 1 月 19 日美债收益率持续倒挂，倒挂开始前后，货币市场利率均处于下行趋势，倒挂结束后，国内货币市场利率 R007 月度中枢在随后的 2 月份小幅上行 3bp 之后，进入到持续 13 个月的下行周期，下行幅度达 56bp；2006 年 7 月 17 日-2007 年 5 月 29 日美债收益率持续倒挂，倒挂开始前后，国内货币市场利率整体处于上行态势，倒挂结束后，R007 中枢在 6 月上行 23bp 后连续两个月下行，下行幅度达 48bp。

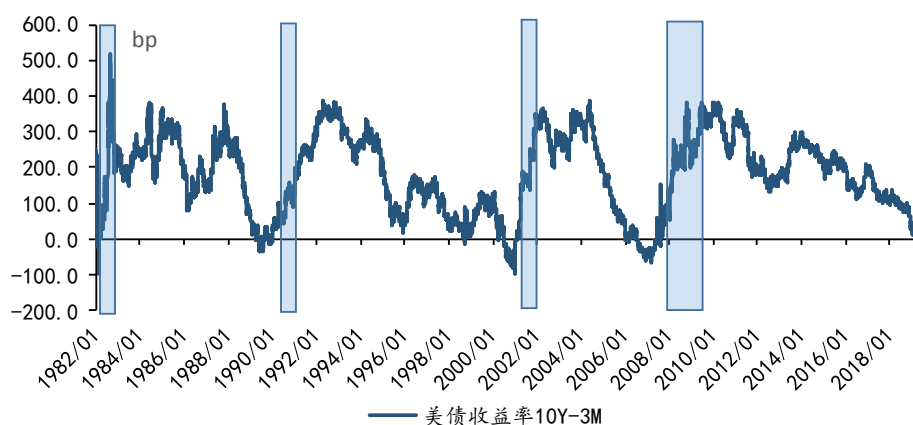
图表 7 3 个月与 10 年期美债收益率倒挂结束后 R007 走势

3 个月与 10 年期美债收益率倒挂结束时间	倒挂结束后国内货币市场利率 R007 表现		
	第一个月	第二个月	第三个月
2000 年 4 月	下行	下行	下行
2001 年 1 月	上行	下行	下行
2007 年 5 月	上行	下行	下行

资料来源：WIND，兴业研究

一方面，美债收益率曲线倒挂或表明美国经济增长面临较大的下行压力。历史数据显示，几乎每次美债收益率曲线倒挂后，美国经济都会出现衰退，收益率曲线倒挂被视为经济衰退的标志之一。虽然以本次 3 个月与 10 年期美债收益率短暂倒挂推断美国经济进入衰退为时尚早，但是收益率曲线倒挂或表明美国经济动能已经走弱，目前美国经济增长面临较大的下行压力。在美国经济下行、需求面临下行的背景下，我国出口需求将会面临较大下行压力，而外需的下行将对我国经济增长形成拖累。因此，货币政策需继续保持稳健态势，以应对外需下行对经济增长的影响，国内货币市场流动性有望继续保持合理充裕。

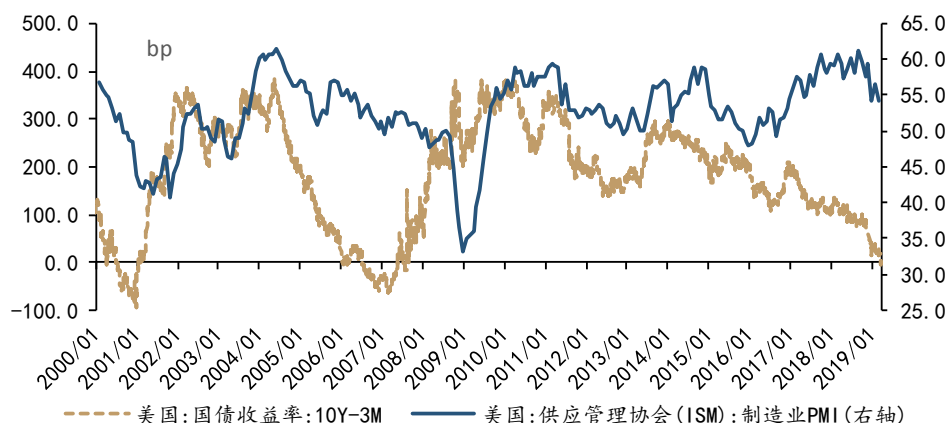
图表 8 美债收益率曲线倒挂后通常伴随美国经济衰退



注：图中蓝色区域为 NBER 界定的美国经济衰退期。

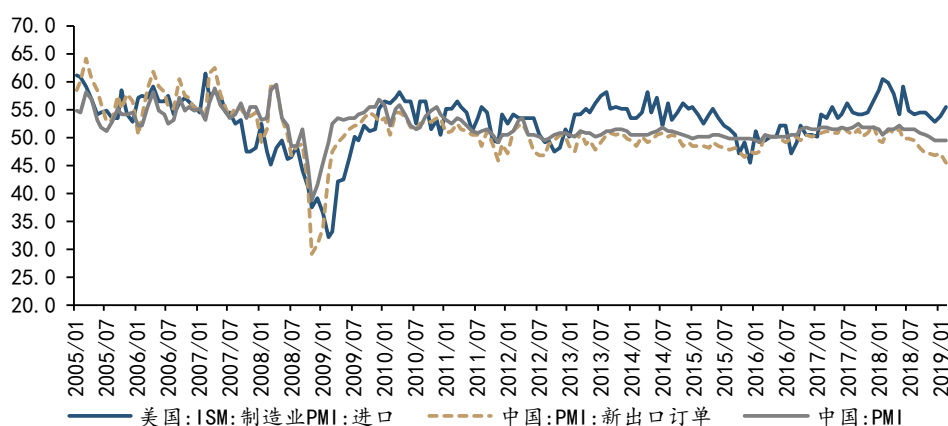
资料来源：WIND，兴业研究

图表9 美国 PMI 与美债收益率期限利差



资料来源：WIND, 兴业研究

图表10 美国进口 PMI 与中国 PMI



资料来源：WIND, 兴业研究

另一方面，美债收益率倒挂，美国经济面临下行压力，美联储加息步伐将放缓，甚至可能进入降息周期。历史上，往往美债收益率先出现倒挂，随后美联储会停止加息。美联储货币政策的转向也为国内维持流动性合理充裕创造了良好的外部环境。

兴业证券 兴业研究 兴业资管 兴业投行 兴业基金 兴业信托 兴业保险 兴业期货 兴业证券

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_13370

