

规模与息差角力下的银行理财收益

——货币市场与流动性周度观察 2019 年第 6 期

摘要

2018 年以来，随着市场流动性环境的改善，货币市场利率经历了较大幅度的下行，但是银行理财产品的预期收益率的下行却降幅有限。目前，理财产品预期收益率与资产收益率已出现倒挂的局面。

稳定市场规模、存量高收益资产支撑以及加杠杆、拉久期、信用下沉提高收益等因素制约着银行调降理财产品预期收益率的幅度和速度。预计未来理财产品收益率有继续下行的动因，但是在稳规模压力下，下行速度和空间或将有限。

上周，银行间流动性总体保持合理充裕，货币市场利率涨跌不一。

本周资金面有望保持平稳。本周地方债发行量依然较大，叠加缴准及跨月因素，将对流动性产生扰动。但是考虑月末财政支出力度加大，央行或将结合财政支出情况继续削峰填谷，银行间流动性有望保持合理充裕。

关键词：理财收益率

宏观研究部

赵艳超

分析师

电话：021_22852649

邮箱：880223@cib.com.cn

郭于玮

分析师

邮箱：880210@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	货币市场利率与信用债收益率整体下行明显	3
图表 2	银行理财预期收益率下行幅度有限	4
图表 3	银行理财预期收益率走势-分期限	4
图表 4	3 个月银行理财预期收益率走势-分机构	4
图表 5	银行理财产品面临成本与收益的倒挂	5
图表 6	银行理财产品债市杠杆率	6
图表 7	银行存款增速放缓	6
图表 8	上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）	8
图表 9	央行逆回购投放与回笼	8
图表 10	央行逆回购余额走势图	9
图表 11	央行逆回购加权平均操作期限与利率	9
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	11
图表 14	资金利率曲线形态变化图	11
图表 15	流动性分层	11
图表 16	各类投资工具收益率比较	12
图表 17	同业存单净融资额与发行利率走势图	12
图表 18	主要票据利率走势图	12
图表 19	3 个月理财收益率（分机构）	13
图表 20	主要利率互换品种收益率走势图	13
图表 21	本周各类工具到期一览（亿元）	14
图表 22	本周主要流动性影响因素前瞻	14

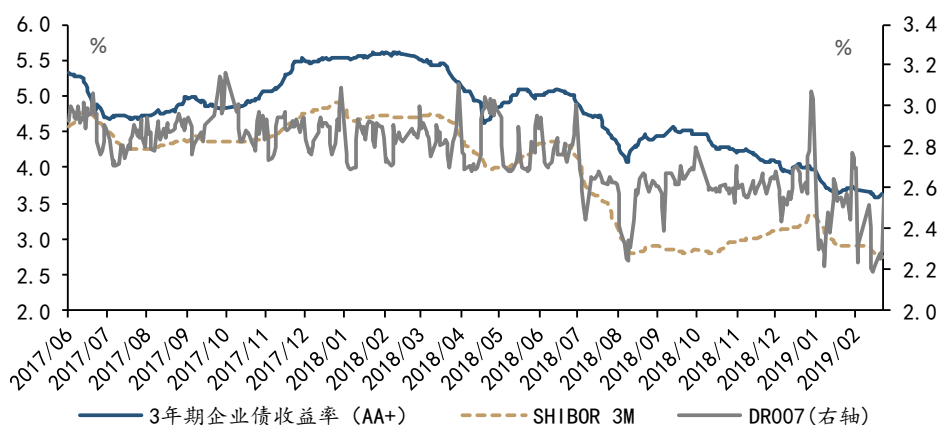
一、核心观点综述

2018 年以来，货币市场利率经历了较大幅度的下行，但是商业银行理财产品预期收益率的下行却明显缓慢、降幅有限。相较于市场利率，银行理财产品预期收益率下降缓慢的原因是什么？后续趋势如何？本文将对此进行研究。

1、银行理财预期收益率下行缓慢，成本收益或倒挂

2018 年以来，由于流动性整体宽松，货币市场利率经历了较大幅度的下行，带动资产收益率也下行明显。数据显示，2018 年以来，3 个月 SHIBOR 从 4.8% 左右的高位一路下行至目前 2.8% 左右的点位，整体下行幅度接近 200bp。在货币市场利率下行的带动下，债券收益率也出现了明显的下行，以 3 年期企业债（AA+）为例，收益率从 2018 年的高位下行了 190bp 左右。

图表 1 货币市场利率与信用债收益率整体下行明显



资料来源：WIND，兴业研究

货币市场工具和债券是银行理财产品的重要配置对象。资产端收益率的大幅下行理论上会带动理财负债成本也出现大幅下行，但是以 3 个月银行理财产品为例，其预期收益率虽然也处于下行趋势，但是从 2018 年高点至今仅下行约 50bp 左右，显著低于货币市场利率下行速度和幅度。并且，无论是分期限还是分机构来看，都体现出上述特点。

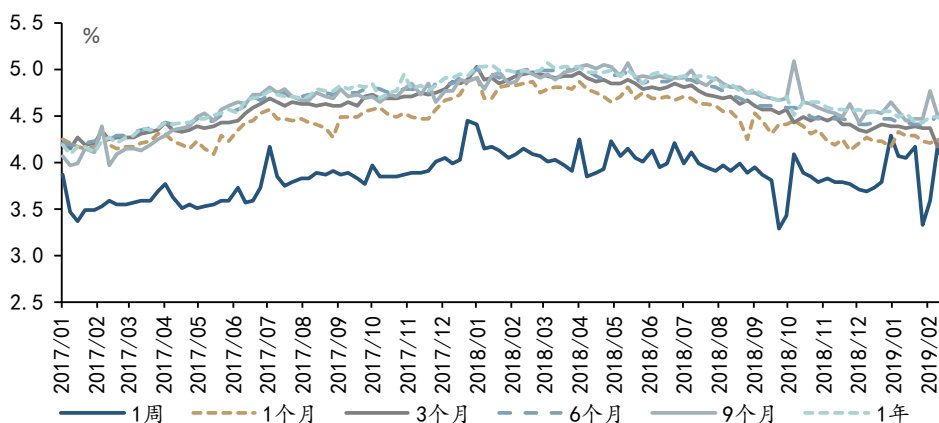
回顾历史，2012 年和 2015-2016 年也出现过货币市场利率下行，但是银行理财产品预期收益率下行缓慢的现象，尤其是 2015-2016 年，与目前的情况颇为相似。但是历史数据显示，从时间上来看，银行理财产品收益率拐点和货币市场利率拐点基本保持同步，时滞性并不十分明显。

图表2 银行理财预期收益率下行幅度有限



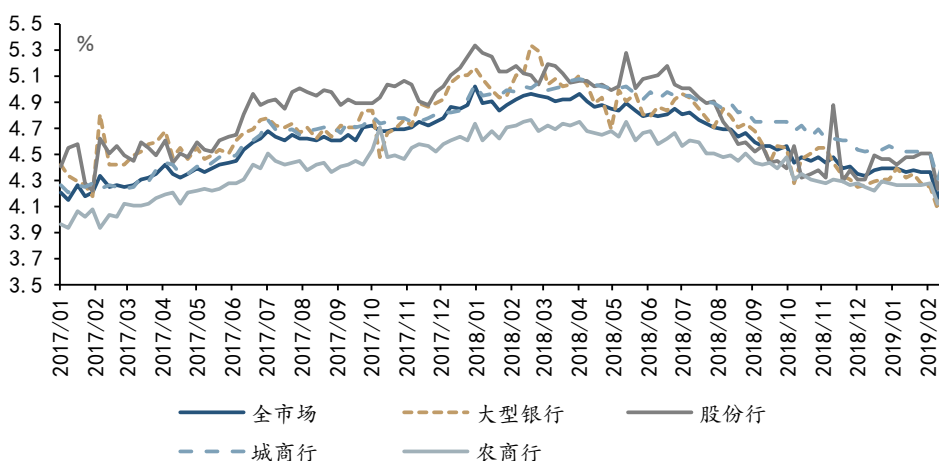
资料来源：WIND, 兴业研究

图表3 银行理财预期收益率走势-分期限



资料来源：WIND, 兴业研究

图表4 3个月银行理财预期收益率走势-分机构



资料来源：WIND, 兴业研究

值得注意的是，理财产品预期收益率相对于市场利率下行速度的滞后性或导致银行面临成本收益倒挂的局面。预期收益率型理财产品到期后银行普遍需要刚性兑付，因此预期收益率就是银行所要承担的成本，银行赚取的是资产端

收益率与产品预期收益之间的息差。所以，当资产端收益率快速下行，而产品预期收益率下行迟缓的过程中，银行就面临着成本与收益倒挂的风险，出现亏损的可能。考虑到债券是银行理财产品最主要的配置资产，我们采用3年期企业债到期收益率（AA+）与3个月银行理财预期收益率比较发现，2018年下半年以来，二者确实已经出现了倒挂的情况，上一次出现这种现象是在2015-2016年。

图表5 银行理财产品面临成本与收益的倒挂



资料来源：WIND，兴业研究

2、多因素制约银行理财预期收益率的下降

前文提到，银行理财预期收益率相对市场利率或者说资产端收益率下行缓慢，其背后的原因是什么呢？更进一步地，为什么银行宁愿承受阶段性的成本收益倒挂也不大幅降低产品预期收益率呢？

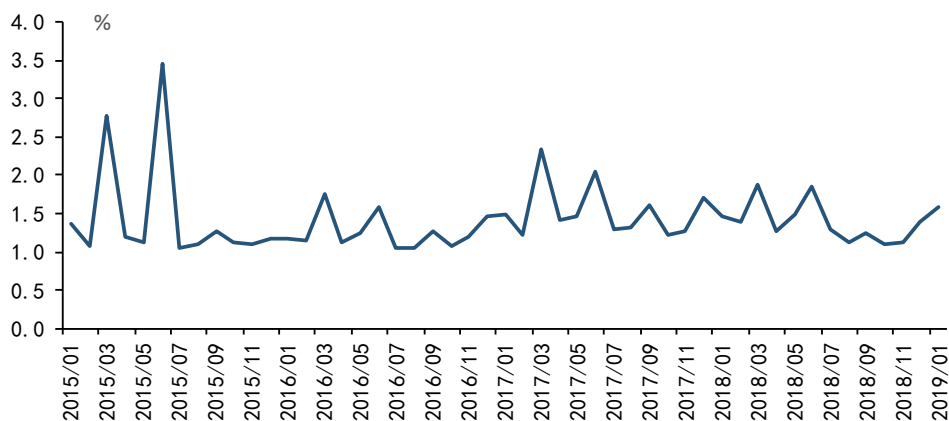
一是规模因素牵制银行下调理财产品预期收益率的幅度和速度。对于银行来说，理财产品市场份额指标是一个很直观的指标，银行面临较大稳定规模压力。银行理财产品收益率对其业务市场份额有重要影响。对于银行个体而言，虽然大幅度降低新发理财产品的预期收益率，可以降低负债端成本，提高盈利，但是若同业不调降或少调降的话，其就会面临着客户流失、市场份额减少的压力。因此，博弈的结果就是市场整体选择不调降或者少调降理财产品收益率，用收益换规模。

二是存量高收益率资产或对资产端收益形成一定支撑。“资管新规”过渡期内，银行新发行的预期收益率型理财产品可对接到期产品持仓资产。考虑到前期尤其是2017年末2018年初存续产品配置了部分收益率较高、期限较长的资产，目前新发行产品可对接这部分收益较高的资产，而非全部重新建仓，因此产品投资组合的收益率下降速度相对来讲也要慢于资产收益率下降速度。存量资产的高收益可以一定程度上弥补短期成本收益倒挂造成的亏损。此外，前期债券市场收益率下行，为银行带来了部分资本利得，短期内也可以弥补成本

收益倒挂的亏损。

三是银行可以通过加杠杆、加久期、信用下沉等方式提高资产端收益率，缓解成本收益倒挂的压力。数据表明 2018 年第四季度以来，商业银行理财产品债市杠杆率有所回升。

图表 6 银行理财产品债市杠杆率



资料来源：WIND，兴业研究

此外，当前银行存款增速总体放缓，存款外流压力较大，或许也需要银行提供较高的理财收益率留住客户资金，增强客户粘性。

图表 7 银行存款增速放缓



资料来源：WIND，兴业研究

3、银行理财预期收益率有进一步下降空间

前文提到，存量高收益率资产对新发产品投资组合的收益率下行形成一定支撑，通过加杠杆、拉久期和信用下沉等方式也可以提高资产收益率，缓解成本收益倒挂压力。那么这种方式是否可持续呢？

一方面，随着存量高收益资产的逐步到期，银行理财产品需要增配当前收益率较低的资产，投资组合收益率将会进一步下降，靠存量资产支持收益率的做法难以持久。另一方面，在当前监管环境下，银行理财进一步加杠杆、拉久

期的空间已比较有限，而随着债市违约频发，下沉信用的操作也将更加审慎，通过上述方法提高资产端收益率的空降或将有限。此外，“资管新规”关于资管产品投资非标资产的规定也制约了当前银行理财通过投资非标资产增厚收益的空间。因此，我们预计未来银行理财资产端收益率可能面临进一步下降的可能，成本与收益的持续倒挂也将逐步向成本端传导，带动理财产品预期收益率的进一步下降。但是考虑到银行稳定理财业务规模的压力，预计理财产品收益率下降的空间仍然受到一定的限制。

此外，2015-2016 年的历史经验也表明，在货币市场利率快速下行阶段，银行理财收益率下行速度和幅度明显小于货币市场利率，而当货币市场利率进入下行周期的尾声、低位震荡阶段，银行理财产品的收益率仍有进一步下行的空间。

二、政策操作追踪

上周央行共开展 600 亿元逆回购操作，无逆回购到期，另有 1000 亿元国库现金定存到期，公开市场实现净回笼 400 亿元。截至上周末，逆回购余额 600 亿元。

上周央行公开市场净回笼 400 亿元（图表 8）；截至上周末，逆回购余额 600 亿元（图表 10）。

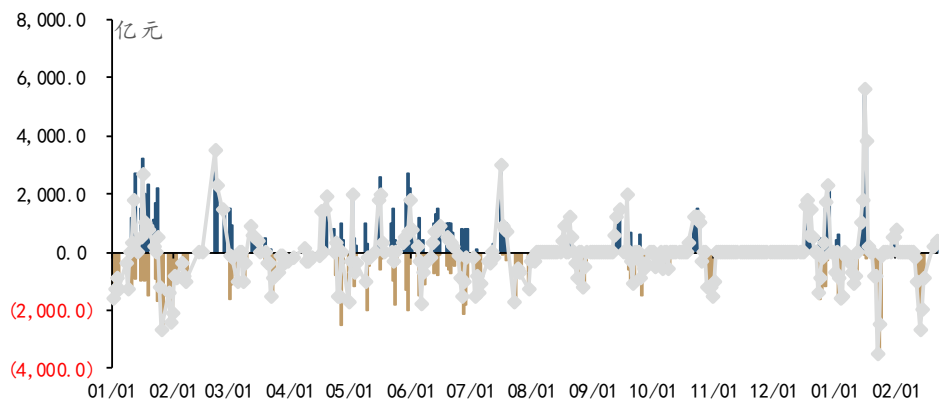
图表 8 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

工具	操作/发行量	到期量	净额	操作利率 (%)	利率变动 (bp)
7D	600	-	600	2.55	-
逆回购 14D	-	-	-	-	-
28D	-	-	-	-	-
63D	-	-	-	-	-
逆回购加权	-	-	-	-	-
MLF	-	-	-	-	-
国库现金定存	-	1000	-1000	-	-
同业存单	3516.5	2901.7	614.8	-	-
地方债	1976.27	180.00	1796.27	-	-

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



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_14082

