

防“空转”成效几何？

——货币市场与流动性周度观察 2020 年第 20 期

摘要

自 5 月 22 日《政府工作报告》提出“防止资金‘空转’套利”以来，资金面边际收紧。经过 1 个多月的调整之后，防“空转”成效几何呢？

从回购市场来看，自 5 月 26 日以来，多数交易日的隔夜成交量都在 3.5 万亿以下，大致与 3 月隔夜利率跌破 1% 之前的水平相当；隔夜交易占比多数时间都在 90% 以下。从票据市场来看，3 个月理财与票据融资成本之差处于 2018 年 12 月有数据以来 5% 分位数的水平，反映票据套利空间已经显著压缩。从货币当局操作来看，6 月下旬 DR007 中枢已经不再进一步上升，且 7 月 1 日起央行下调再贴现利率以呵护实体经济融资环境，或反映出通过调节银行间流动性水位来减少“空转”套利的措施或已阶段性完成。

展望未来，跨季后资金面往往充裕。但更长期来看，有两点值得关注：第一，6 月 DR001 中枢已经超过了 2 月的水平，但 3 个月至 1 年 NCD 利率较 2 月的水平低 40bp 以上，中长端货币市场利率或面临更大的上升风险；第二，6 月交易所隔夜回购规模上升较快，GC001 波动风险值得关注。

央行上周末进行逆回购操作和 MLF 操作，公开市场操作净回笼 4900 亿元。上周银行间市场流动性因跨季因素呈现维持紧平衡，后逐步趋松，资金价格小幅下行。3 个月、6 个月 NCD 发行利率出现企稳迹象，边际有所下行。

本周逆回购到期 1900 亿元，无 MLF 到期，资金面扰动因素较少，央行可能持续暂停公开市场操作，降准概率亦较小，后续关注特别国债续发安排。资金利率曲线或于当前位置附近震荡，预计资金价格大幅上涨可能性较小，预计央行持续以“保持流动性合理充裕”为方向进行流动性管理。本周 NCD 到期量不大，且 Shibor 利率出现企稳迹象，预计 3 个月 NCD 发行利率以震荡为主，边际或有所下行，上行压力较小。

关键词： 资金利率

宏观研究部

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

雷迅

分析师

电话：021-22852651

邮箱：leixun@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

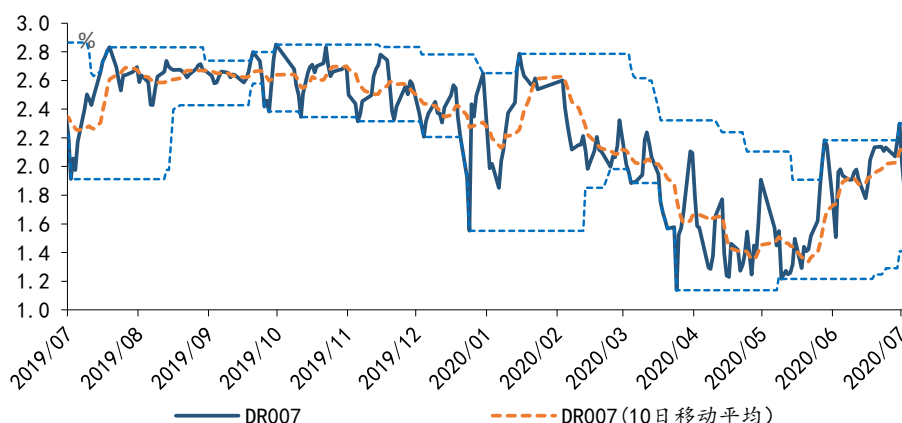


扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

一、核心观点综述

5月22日《政府工作报告》提出：“加强监管，防止资金‘空转’套利……”。响应《政府工作报告》的精神，2020年5月下旬资金面开始边际收紧，DR007中枢从5月的1.54%上升至6月的1.98%。经历一个多月的政策调整后，“空转”套利是否已经减轻？未来是否需要继续为防“空转”进一步收紧流动性呢？

图表1 DR007 运行情况



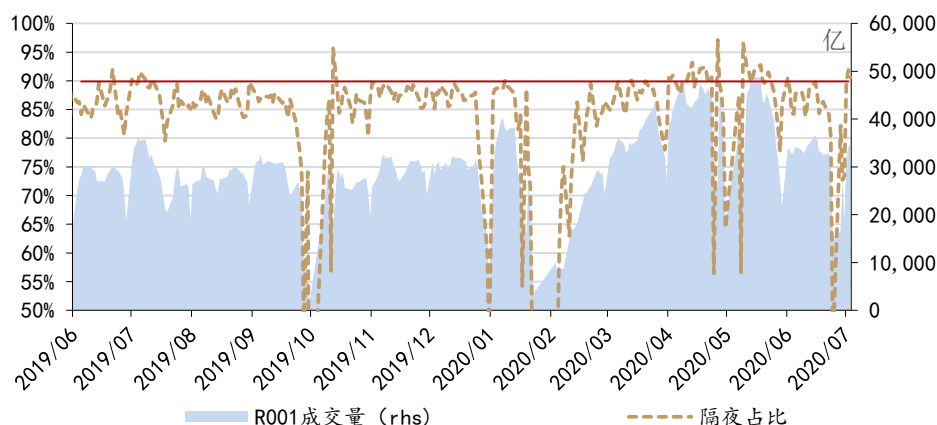
资料来源：WIND，兴业研究

防“空转”套利的成效如何？我们可以从三个角度进行观察。**第一，银行间隔夜回购交易的情况。**从成交额来看，2020年3月至5月，由于银行间流动性较为充裕，银行间隔夜回购日度成交量一度突破4万亿。不过，自5月26日以来，多数交易日的隔夜成交量都在3.5万亿以下，这一水平大致与3月上旬相当。而DR001下降到1.0%以下是在3月18日之后发生的，由此来看，隔夜回购的成交规模已经回到了货币政策进入“应急”模式之前的水平。

R001的成交额同比增速已经从5月的38.0%下降至6月的11.9%。而2017年至2019年R001成交额同比增速平均为14.5%，可见，6月R001成交额的同比增速也已经下降到了正常水平。历史数据显示，R001成交额的同比增速与利率曲线的陡峭程度有关：当10年国开与DR001利差较高时，R001成交额的同比增速也较高。经过近期市场的调整，6月10年国开与DR001之差收窄至140bp，是2019年11月以来的最低水平，可见套利空间已经被显著压缩。

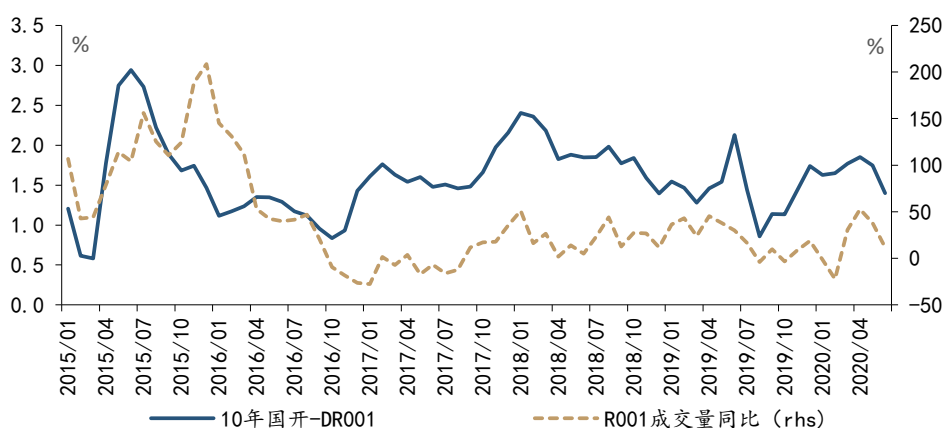
从回购期限结构来看，5月9日至22日，隔夜回购占回购总额的比例持续超过90%。受隔夜利率中枢上升的影响，隔夜成交占比出现下降。**5月25日至6月30日，隔夜成交占比平均为83%。**不过，由于跨季后流动性更为宽松，7月前3个交易日，隔夜成交占比再度回升至90%以上。

图表2 隔夜成交量与隔夜占比



资料来源：WIND，兴业研究

图表3 期限利差与隔夜成交额同比

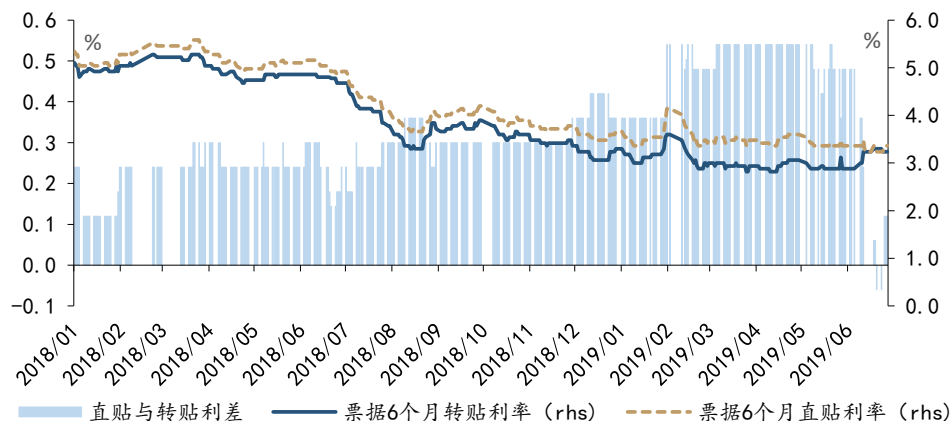


资料来源：WIND，兴业研究

第二，企业通过票据融资套利的空间。在银行间流动性总量较高、信贷额度又较为宽松的情况下，4月票据利率大幅下跌。4月到5月期间，3个月国股银票转贴利率一度跌破2.0%。这使得部分企业可以通过票据贴现融资，再用融入的资金购买结构性存款或理财产品，获得投资收益。我们可以将票据直贴利率与理财收益率进行对比，考察企业通过票据融资套利的空间。

数据显示，2018年票据增值税改革后，直贴与转贴利率之差平均在30bp左右。2020年4至5月，受票据利率较低的影响，3个月理财与同期限票据直贴利率之差一度超过170bp，在不考虑交易成本的情况下，票据套利空间较为可观。然而，到6月最后一周，这一套利空间已经被压缩至67bp，处于2018年12月有数据以来5%分位数的水平，可见票据套利空间已经显著压缩。

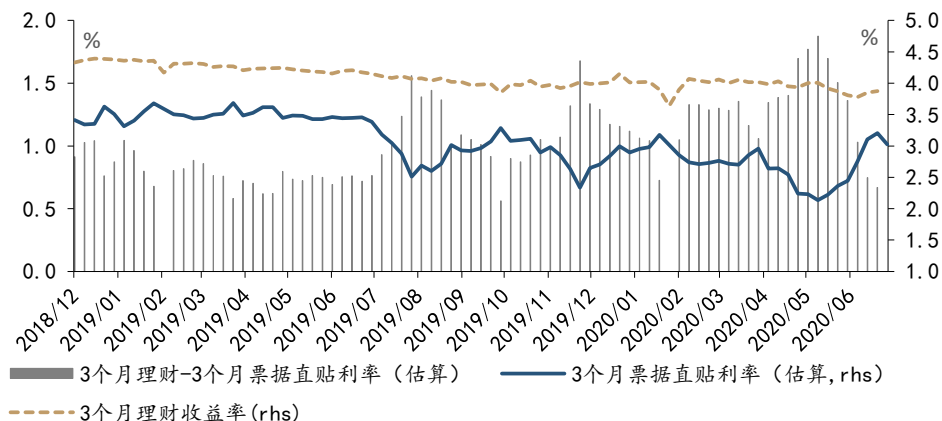
图表4 票据直贴与转贴利率之差



注：上图中的票据利率自2019年7月起不再持续公布。

资料来源：WIND，兴业研究

图表5 票据套利空间



注：票据直贴利率用转贴利率价30bp估算，这一数据起始时间为2018年12月。

资料来源：WIND，兴业研究

同时，随着结构性存款的各类政策约束文件增多，企业通过结构性存款套利的难度也在加大。事实上自资管新规（2018年4月27日发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式稿）以来，监管部门便倾向于压缩结构性存款业务，相关的政策信息也在不断释放，且这些监管文件具有明显的系统整合特征，从产品设计、销售端、信息披露等方面对结构性存款提出一系列监管要求，同时明确将结构性存款纳入自律管理、MPA和金融机构合格审慎评估。

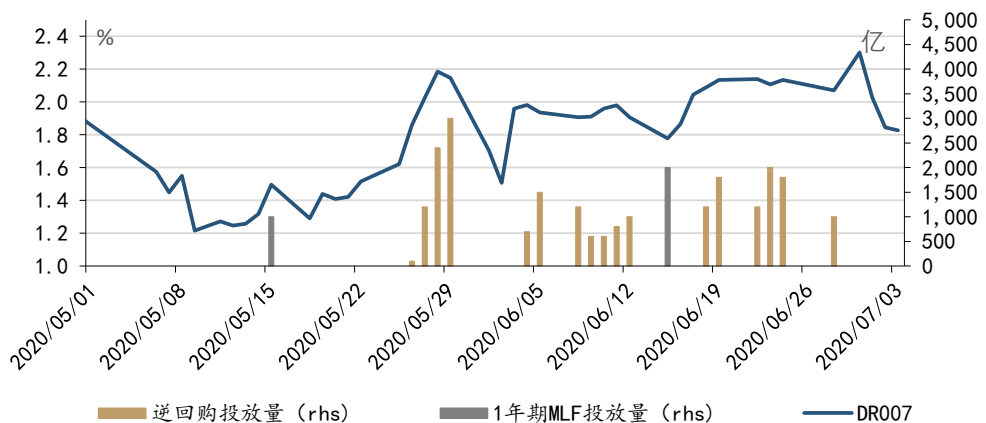
图表 6 关于结构性存款的相关政策文件

时间	关于结构性存款的相关政策文件
2018/9/28	《商业银行理财业务监督管理办法》(银保监会(2018)第7号令),明确了监管制度中关于结构性存款的相关要求
2019/5/8	《2019年银行机构“巩固治乱象成果 促进合规建设”工作要点》提出包括“结构性存款不真实,通过设置”假结构“变相高息揽储”等工作要点
2019/9/6	北京银保监局发布《关于规范开展结构性存款业务的通知》(京银保监发(2019)289号)
2019/10/8	银保监会发布《关于进一步规范商业银行结构性存款业务的通知》(银保监办发(2019)204号)
2020/3/3	央行发布《关于加强存款利率管理》的通知(银发(2020)59号),明确将结构性存款保底收益率纳入自律管理,同时将执行情况和自律要求纳入MPA,并纳入金融机构合格审慎评估
2020/6/9	银监会本周窗口指导部分股份制商业银行,要求于年底前将结构性存款规模压降至2019年末的2/3,并同时要求降价
2020/6/12	北京银保监局发布《关于结构性存款业务风险提升的通知》(京银保监发(2020)320号)

资料来源: WIND, 兴业研究

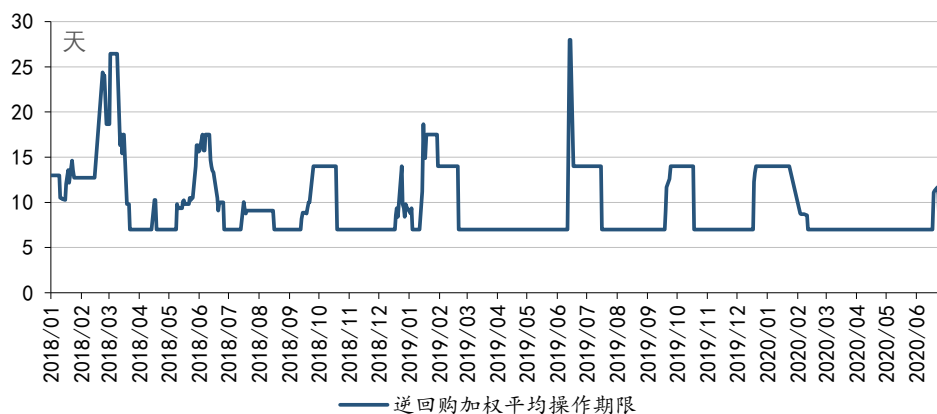
第三, 货币当局态度的边际变化。从回购市场来看,进入6月18日以来,央行通过逆回购投放将DR007稳定在2.0%左右的水平,DR007中枢不再进一步抬升。逆回购的加权平均期限也低于往年跨季的水平,反映出央行更多地通过7天逆回购投放价格较低的资金,避免资金成本过度抬升。从票据市场来看,2020年6月3个月票据转贴利率已经上升至2.62%,接近2019年下半年疫情爆发前2.59%的水平。央行随即宣布自7月1日起将再贴现利率下调0.25个百分点至2%,以呵护实体经济融资环境,防止票据融资成本过快上升。由此可见,通过调节银行间流动性水位来减少“空转”套利的措施或已阶段性完成。

图表 7 公开市场操作与 DR007



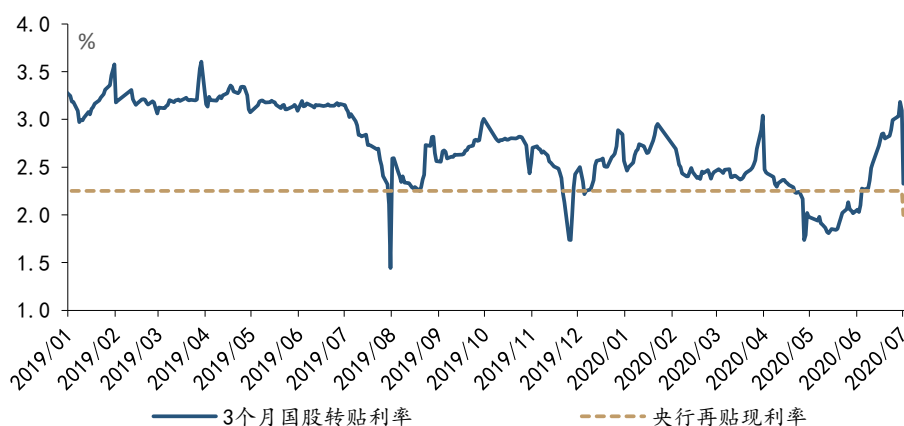
资料来源: WIND, 兴业研究

图表 8 逆回购加权平均期限



资料来源：WIND，兴业研究

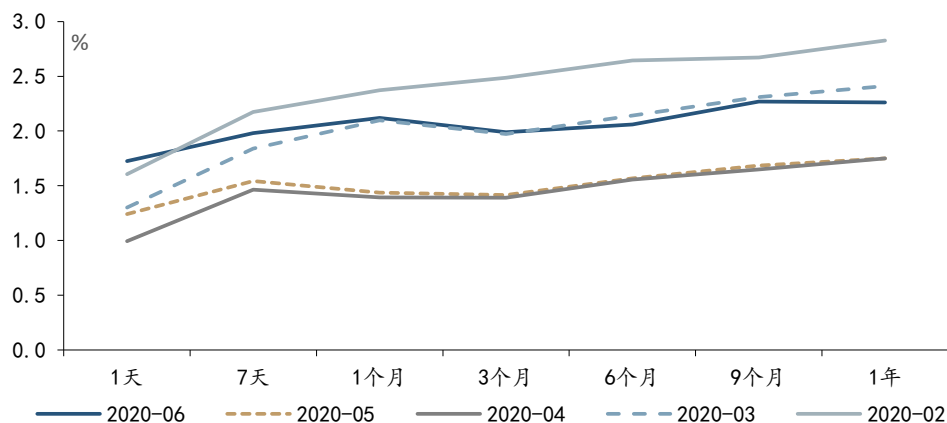
图表 9 再贴现利率与国股转贴利率



资料来源：WIND，兴业研究

总体来看，无论是通过隔夜回购套利的空间，还是企业通过票据融资套利的空间都已显著压缩。在这一背景下，货币当局不再进一步收紧流动性，并通过下调再贴现利率等方式呵护实体经济融资环境。由此来看，7月DR007中枢或继续维持在2.0%左右的水平。然而，我们还需对以下两点保持密切关注：第一，6月DR001中枢已经超过了2月的水平，但3个月至1年NCD利率较2月的水平低40bp以上。虽然在跨半年之后流动性通常较为稳定，但更长远来看，中长端货币市场利率可能较短端面临更大的上升风险。

图表 10 货币市场利率曲线形态

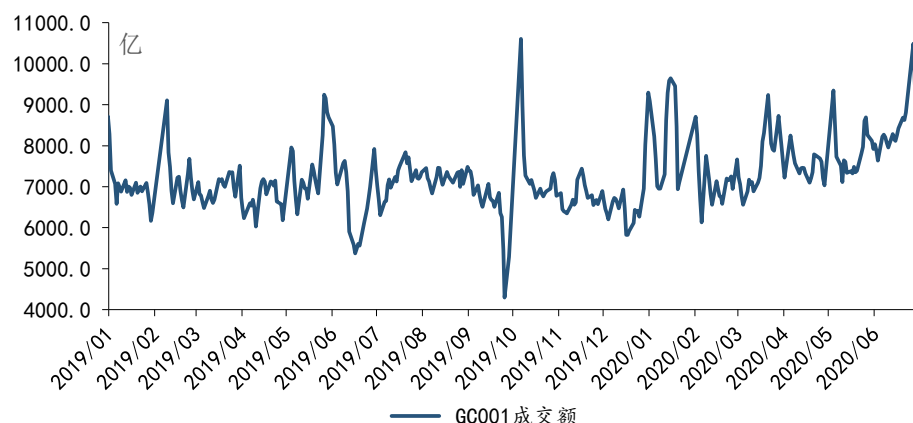


注：1个月及以内为 DR 利率，3个月及以上为股份行 NCD 利率。

资料来源：WIND，兴业研究

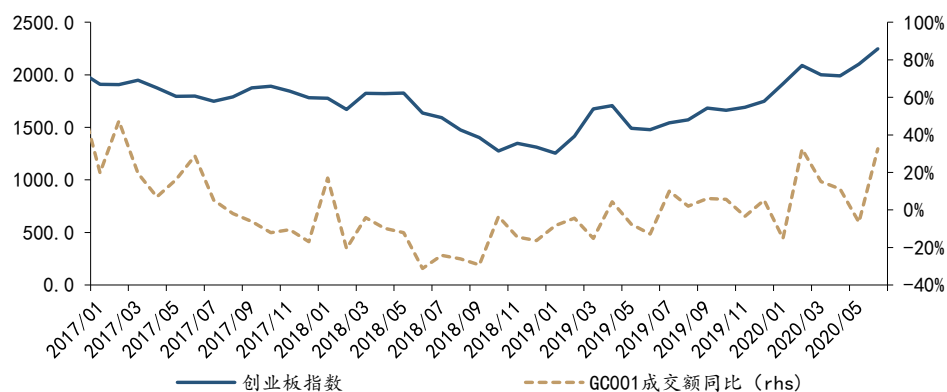
第二，虽然银行间隔夜回购热情下降，但交易所隔夜回购规模增长较快。这或许与近期股票市场较为火热有关。因此，交易所市场资金利率波动的风险也值得关注。

图表 11 GC001 成交额



资料来源：WIND，兴业研究

图表 12 交易所回购与创业板表现



资料来源：WIND，兴业研究

二、政策操作追踪

上周公开市场共 4900 亿元逆回购到期，无 MLF 到期；央行上周无 MLF 操作以及逆回购操作。

上周央行公开市场操作实现净回笼 4900 亿元；截止上周末，尚有 1900 亿元逆回购未到期。

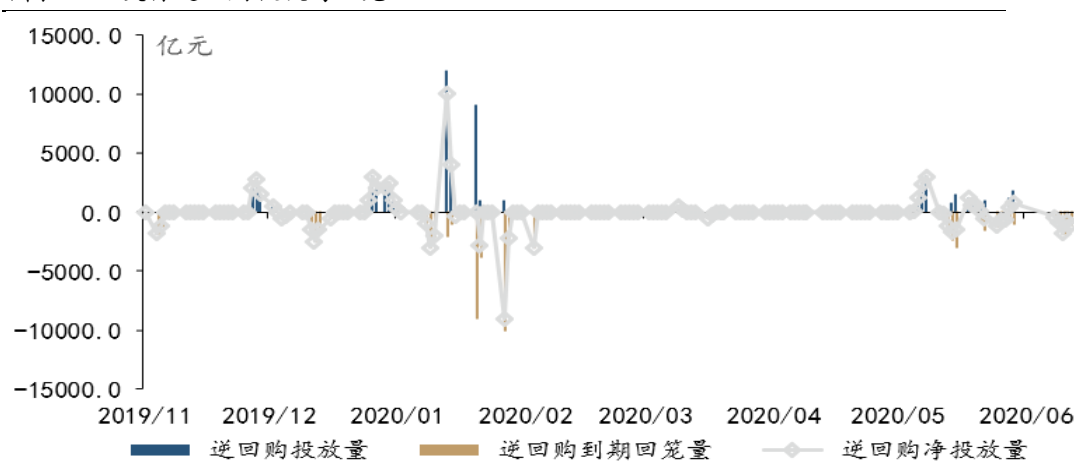
图表 13 上周央行操作及债券发行到期情况（亿元）

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	-	3100	2.20	-
	14D	-	1800	2.35	-20
	28D	-	-	-	-
	63D	-	-	-	-
逆回购加权		-	-	-	--
MLF					-
票据互换	50	25	25	2.35	-
同业存单	2,867.50	1,897.90	969.60	-	-
地方债	971.58	218.25	753.33	-	-

注：操作利率专指央行操作利率。

资料来源：Wind，兴业研究

图表 14 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_4083

