

目 录

1	从银行资负行为视角看流动性研究新变化	5
1.1	国有大行：从央行流动性调节的放大器到央行和财政节奏的反应器	5
1.2	股份&城商：从与非银的同步性到与非银的替代性	7
1.3	农商行：从“银行式”投资方式到“非银式”投资方式	10
1.4	限制“手工补息”对债市影响：从银行端对非银端	12
1.5	总结：从银行资负行为新变化看流动性研究新变化，部分传统指标的失效	13
2	固定收益市场展望：关注经济数据	15
2.1	本周关注事项及重要数据公布	15
2.2	利率债供给规模	15
3	利率债回顾与展望：利率保持震荡	16
3.1	公开市场操作回归百亿以下	16
3.2	债市震荡式上行	19
4	高频数据：开工率多下行，商品房成交同比较弱	20
	风险提示	22

图表目录

图 1: DR007 中枢与人行同业业务增速相关性 (%)	5
图 2: 人行资产扩张速度 (%)	6
图 3: 三类主要资产扩张构成	6
图 4: 债券投资增速与政府债供给增速 (%)	6
图 5: 债券投资与同业业务增速 (%)	6
图 6: 人行资产扩张速度与国债利率从负相关逐渐转变为正相关	7
图 7: 股份行存款增速在各类银行中最低	7
图 8: 贷款增速中股份行下滑至最低	7
图 9: 股份行资产增速相对贷款更加稳定 (%)	8
图 10: 股份行各类资产端增速 (%)	8
图 11: 股份行各类负债端增速 (%)	8
图 12: 金融投资与贷款、政府债券供给均有一定相关性 (%)	8
图 13: 城商行资产端增速 (%)	9
图 14: 城商行负债端增速 (%)	9
图 15: 存单与资金利差与非银和银行利差在个别时间点不一致 (%)	9
图 16: 存单利率往往位于银行存款成本与信用债利率之间	9
图 17: 农商行存款增速相对坚挺 (%)	10
图 18: 各类银行存款增速与贷款增速之差 (%)	10
图 19: 农商行金融投资增速带动了资产端增长 (%)	10
图 20: 农商行交易性金融资产占比有所提升	10
图 21: 贷款收益率变动同比变动幅度 (bp)	11
图 22: 生息资产收益率变动同比变动幅度 (bp)	11
图 23: 各类银行存款成本同比下行幅度 (bp)	11
图 24: 23 年年末各类银行各类存款成本同比下降幅度 (bp)	11
图 25: 近期债市杠杆率略有下降	12
图 26: 近期资金分层现象显著缓解	12
图 27: 23 年保险配置存款持续负增长, 四季度有所提升	13
图 28: 各机构资产负债表示意图	14
图 29: 社融-M2 增速与债券走势相关性近年来显著减弱	14
图 30: 当周将公布的重要经济数据及事件一览	15
图 31: 利率债发行规模与往年同期对比	15
图 32: 地方债发行规模一览	16
图 33: 上周央行公开市场操作情况	16
图 34: 各期限 DR、R 利率变动	17

图 35: 回购成交量变动情况.....	17
图 36: 7 天资金利率变动.....	17
图 37: 存单发行量变化.....	18
图 38: 各类银行后续到期量 (亿元).....	18
图 39: 各期限存单发行额分布.....	18
图 40: 各类银行存单净融资额分布 (亿元).....	18
图 41: 存单发行利率一览.....	18
图 42: 存单二级收益率一览 (%).....	18
图 43: 各期限利率债收益率变动情况.....	19
图 44: 各期限国债利率变动情况.....	19
图 45: 国债期限利差变动情况.....	19
图 46: 各期限国开债利率变动情况.....	19
图 47: 国开债期限利差变动情况.....	19
图 48: 理财破净率变动情况.....	20
图 49: 石油沥青开工率走势.....	20
图 50: 高炉开工率走势.....	20
图 51: 乘用车厂家批发及零售销量同比增幅变动情况.....	21
图 52: 百大中城市成交土地面积变动情况.....	21
图 53: 30 大中城市商品房成交面积同比变动情况.....	21
图 54: 出口指数指数变化情况.....	21
图 55: 原油价格变动情况.....	21
图 56: LME 铜铝价格变动.....	21
图 57: 煤炭期货结算价变化情况.....	22
图 58: 建材指数变动情况.....	22
图 59: 螺纹钢库存变动情况.....	22
图 60: 下游价格变动情况.....	22

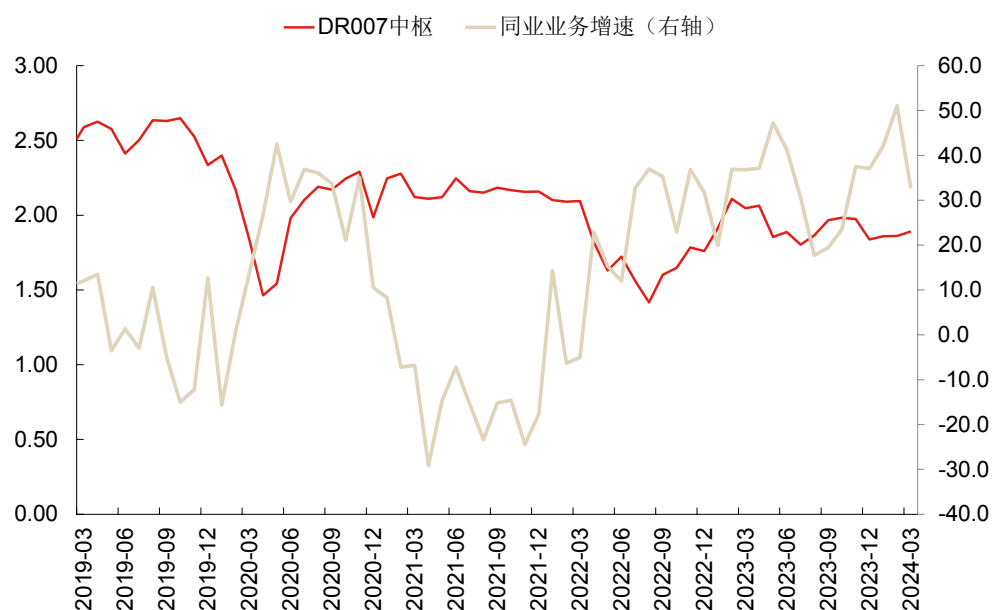
1 从银行资负行为视角看流动性研究新变化

1.1 国有大行：从央行流动性调节的放大器到央行和财政节奏的反应器

传统流动性分析框架中，普遍认为央行加大投放后，银行可配资金增加，从而在各种资产配置端加大力度。同时由于贷款往往表现偏弱，难以迅速提振，银行首先会在资金市场融出上提速，从而对资金面带来利多。其中，国有大行作为体量最大的银行类别，在资金市场上也是最主要的融出方，因此“央行投放-大行超储增加-大行资金融出增加-资金面宽松”成为央行影响资金面的重要链条。

但自 23 年以来，一个重要趋势在于，央行投放往往伴随着政府债券供给放量，因此即使央行提供的超储增加，银行对于超储的需求也有所抬升。最终大行在资金市场上的融出，不仅取决于央行投放，还取决于政府债券供给对超储的占用，国有大行对于资金面而言更加类似于以财政与央行行为为参数的外生变量。

图 1：DR007 中枢与大行同业业务增速相关性（%）



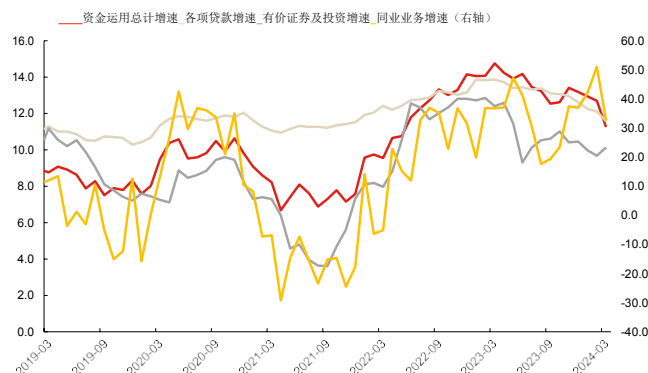
数据来源： ，

从国有大行的信贷收支表观测来看，近年国有大行资产配置与资金来源方面存在以下特点：

一是资金运用端受到贷款影响边际减弱。虽然贷款在资金运用中占比较大，在六成左右，但波动偏小，23 年年初以来基本呈现慢速回落的状态，对资产扩张波动影响减弱。大行资产配置速度更大程度取决于波动更大的债券配置以及同业业务。国有大行各项贷款增速从 23 年 8 月的 13.4% 下行至 24 年 3 月的 11.6%，而整体资金运用在 23 年四季度有过短暂低位抬升，而后年末继续回落，24 年 3 月增速在 11.3%。

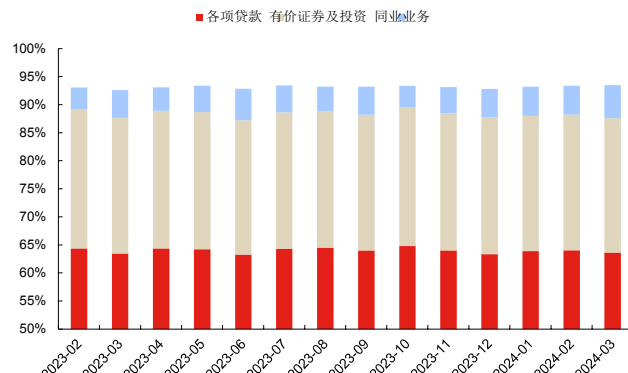
今年年初以来，资产扩张速度基本与同业业务一致。贷款增速继续下滑、政府债券供给节奏较慢，在 1-2 月份国有大行同业业务大幅提速，维持了资产增速的相对稳定；3 月债券配置增速下滑虽有缓和，但同业业务力度减弱，使得资产扩张速度再度回落。

图 2：大行资产扩张速度（%）



数据来源： ，

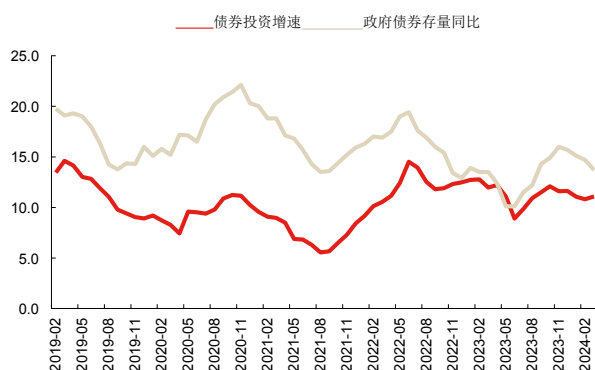
图 3：三类主要资产扩张构成



数据来源： ，

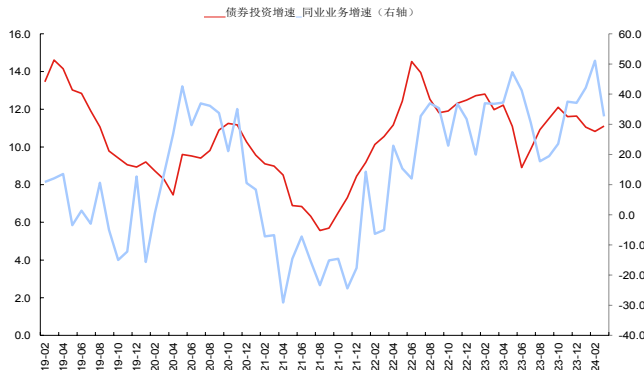
二是债券配置端与政府债券供给相关性加强，与各项贷款之间替代作用偏弱。银行债券投资增速与政府债券托管存量增速基本一致，但波动幅度相对较小。今年年初以来，政府债券同比增速下滑，债券配置力度相对于去年四季度尤其是 10 月高点下滑。

图 4：债券投资增速与政府债供给增速（%）



数据来源： ，

图 5：债券投资与同业业务增速（%）



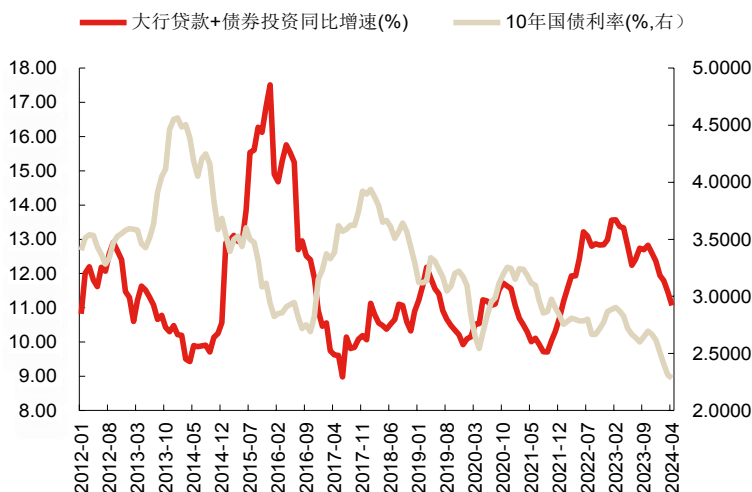
数据来源： ，

三是同业业务扩张速度与债券投资增速开始呈现负相关。此前同业三项与债券投资增速具有一定正相关关系，说明央行宽松、财政发力以及大行加大资金融出基本同步，即使财政发力使得大行配债力度加大，但是央行宽松使得大行仍有余力在资金市场加大资金融出。而 22 年下半年以来，二者负相关性明显增强，同业业务与债券投资存在替代性，例如，22 年下半年政府债券供给放缓，债券投资增速从 22 年 6 月到 14.5% 下滑至 9 月的 11.9% 而后震荡，同时同业三项增速从 12% 上行至 37% 并维持较高水平。23 年下半年则相反，政府债加速发行的同时，债券投资增速从 8.9% 最高抬升至 12.1%，同业三项增速从 41.3% 下滑至 18%。说明政府债券供给使得配债力度加大，央行虽有配合，但最终银行资金融出仍然出现边际下滑；而政府债券供给减弱时，银行则有充足资金从而在资金市场加速融出。

综合来看，国有大行资产配置端特点在于，贷款增速逐步下移，通过债券配置或同业业务进行扩表，保有一定的资产扩张速度。而债券配置受制于政府债券供给，同业业务扩张与债券配置反向

变化。相应地，对于流动性而言，国有大行更加类似央行与财政的反应器，其在资金市场融出规模更加取决于政府债供给节奏。因此，在传统流动性框架中，“央行投放基础货币变多——债券利率下行”需要修正为“央行投放基础货币与大行需要消化的资产供给共同决定利率走势”，如出现“央行加大投放”+“银行资产端扩张放缓”的组合，对利率下行是最有利的，反之亦然。

图 6：大行资产扩张速度与国债利率从负相关逐渐转变为正相关

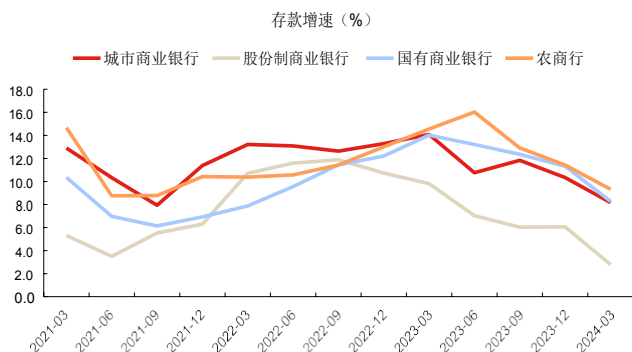


数据来源： ，

1.2 股份&城商：从与非银的同步性到与非银的替代性

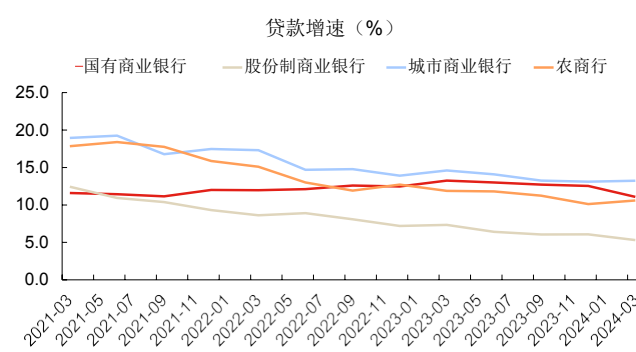
相对于其他各类银行，股份行资产负债主要特点在于，存款增速显著低于其他银行，股份行存款增速均值自 22 年三季度开始呈现明显下行趋势，22 年年末在 10.8%，24 年一季度末下滑至 2.8%，相对于农商行 9.3%、国有大行 8.3%明显偏低。除了自身存款基础不强的原因，贷款发放以及相应派生存款过程减弱也是重要影响因素，股份行贷款增速均值自 22 年的 9%附近下行至 23 年年底的 6%附近，24Q1 在 5.3%，而所有上市银行增速均值在 10.6%左右。

图 7：股份行存款增速在各类银行中最低



数据来源： ，

图 8：贷款增速中股份行下滑至最低

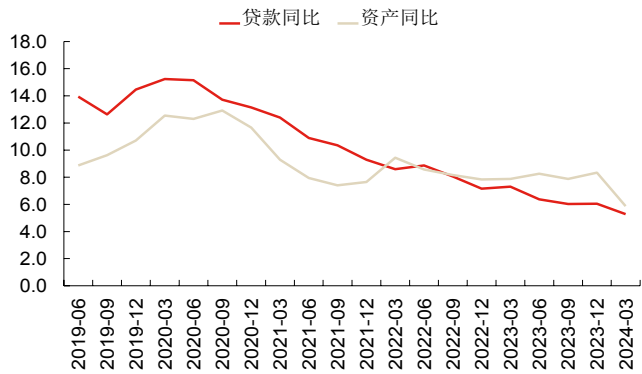


数据来源： ，

即使贷款增速偏弱，股份行仍然以金融投资以及同业业务来进行资产扩张，尤其是去年以来，金融投资增速与贷款增速存在一定替代性，例如23 年二季度贷款增速下滑至低点，即使政府债券供

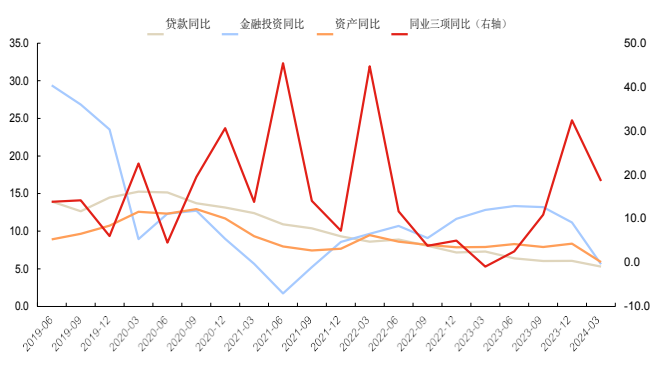
给偏弱，股份行金融投资增速继续攀升，从 12.8%高位上行至13.3%。另外，自 23 年年初以来，股份行同业业务从收缩到扩张，扩张速度不断加快，23 年年末同比增速均值在 32%左右高位，24Q1 边际下滑至 19%。在此影响下，股份行资产增速虽然仍是所有银行中最低，但下行速度较贷款偏缓。

图 9：股份行资产增速相对贷款更加稳定（%）



数据来源： ，

图 10：股份行各类资产端增速（%）

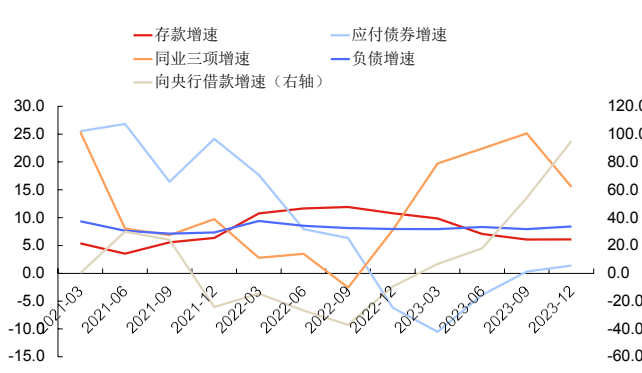


数据来源： ，

存款对负债贡献不足，股份行负债构成中，向央行借款增速上涨最快。23 年开始，股份行向央行借款增速均值开始转正，23 年年末增长至 109%，不少股份行如兴业、招商、中信、民生向央行借款实现翻倍增长，这也与去年下半年 MLF 余额、再贷款余额出现快速增长有对应。相对于其他各类负债，向央行借款成本率的下降最为明显，此项目增长有助于存款端成本稳定。同时，股份行应付债券增速转正，24Q1 增速 14.4%。

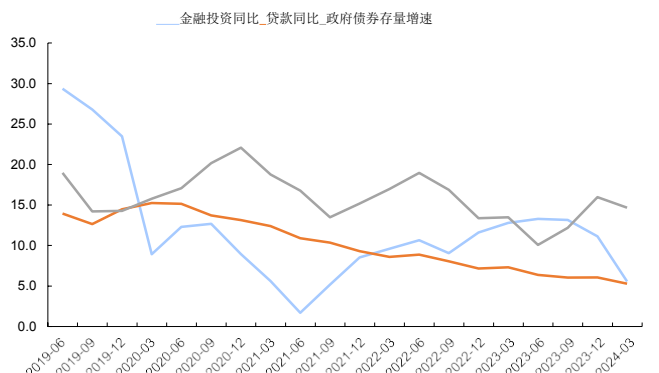
24 年以来，股份行资产端扩张诉求有边际减弱，贷款、金融投资、同业三项同比增速从 23 年年底的 6.1%、11.1%、32.4%下行至 5.3%、5.6%、18.6%，资产增速在 22 年持续保持在 8%左右震荡后 24 年一季度首次回落到 5.9%低位。负债端，存款增速继续下行至 2.8%低位，24 年一季度依赖应付债券、向央行借款。

图 11：股份行各类负债端增速（%）



数据来源： ，

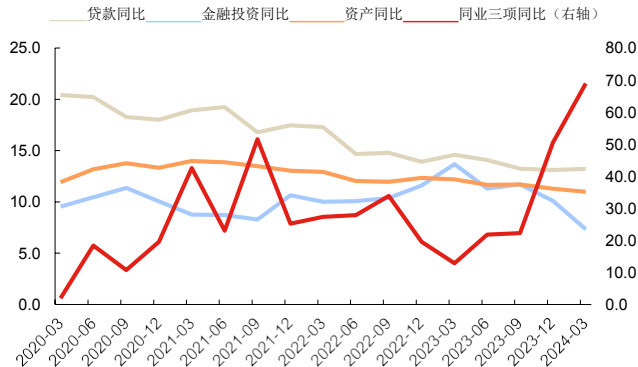
图 12：金融投资与贷款、政府债券供给均有一定相关性（%）



数据来源： ，

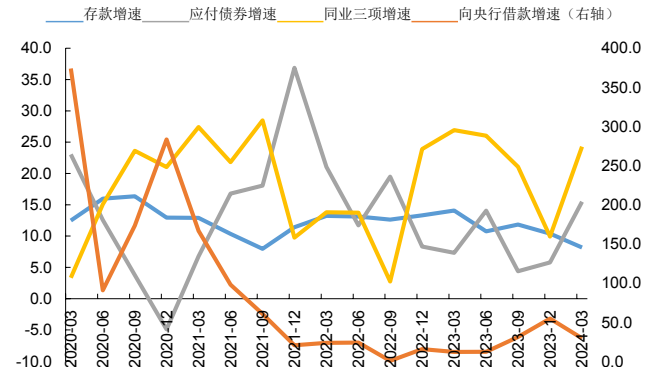
与股份行类似，城商行虽然存贷款增速均从 23 年以来开始逐步下移，但仍然积极通过金融投资、同业业务进行扩表，相应地对发行债券依赖度提升，例如 23Q1 金融投资增速上行至 13.7% 高位，23Q2 开始同业业务增速不断攀升，从 23Q2 的 22% 抬升至 24Q1 的 70%。最终 24Q1 上市城商行资产增速均值在 11% 左右，资产扩张速度实现各类银行中最高。同时负债端，向央行借款、同业业务、应付债券 24Q1 同比增速分别为 29.4%、24.3%、15.5%，均处于偏高水平。

图 13：城商行资产端增速（%）



数据来源： ，

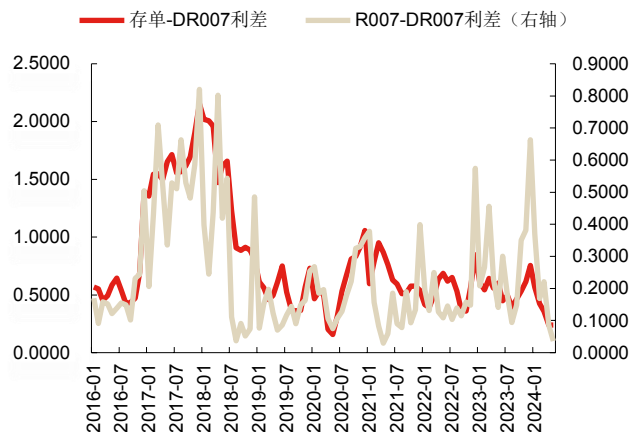
图 14：城商行负债端增速（%）



数据来源： ，

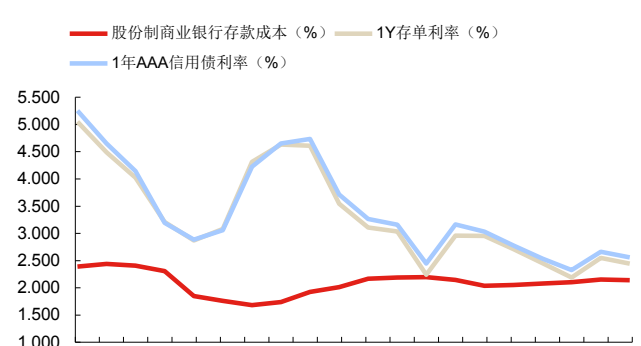
在传统流动性研究框架中，由于同业业务扩张等因素，股份行城商行和非银机构的扩张往往是同步的，因此存单利率大部分时间与资金利率走势较为一致，而存单利率上行往往与资金分层同时出现，如 23 年四季度初供给压力下，存单利率和资金利率同步上升。但近年来若干新变化会导致在某些时间点，资金在银行和非银之间流动加速，股份行城商行某种程度上和非银机构变为替代关系，就会产生存单利率和资金利率的背离，如 22 年底，理财赎回潮，资金从表外回流表内，造成存单利率与资金利差快速收敛，但非银与银行资金利差保持稳定；再如 24 年 4-5 月，银行高息揽储受到打击，非银与银行资金利差迅速收敛，但存单与资金利率利差保持相对稳定。基于这样一种分析逻辑，除了资金因素之外，我们认为存单定价还取决于银行，特别是股份行的资产负债缺口，以及非银机构的配置力量，因此存单的运行区间或将以股份行存款利率作为下限，以高等级信用债利率作为上限。

图 15：存单与资金利差与非银和银行利差在个别时间点不一致（%）



数据来源： ，

图 16：存单利率往往位于银行存款成本与信用债利率之间



数据来源： ，

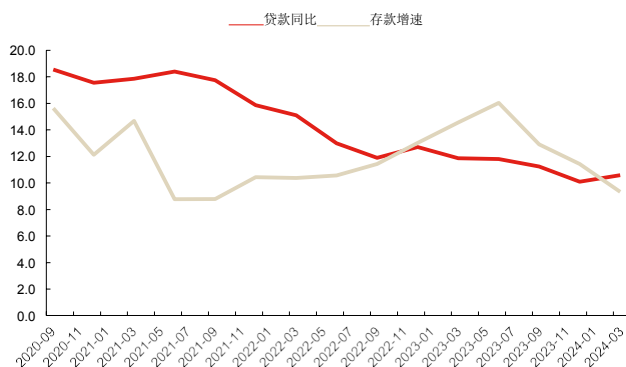
1.3 农商行：从“银行式”投资方式到“非银式”投资方式

从上市银行季报观测来看，农商行资产负债表呈现以下特点：

一是存款增长较为坚挺，存贷款增速之差虽有收窄，但仍处于各类银行中较高水平。

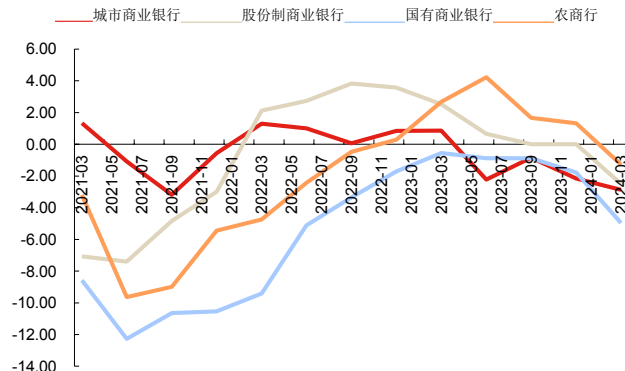
贷款增速下行，但存款在 22-23 年增速持续抬升至高位，22 年年末开始农商行存款增速与贷款增速之差由负转正。这也使得农商行对债券发行端依赖度极弱，应付债券增速持续下滑；反之，对于金融投资参与度显著提高。在各类银行存贷款增速之差均收窄的趋势下，今年以来，农商行存贷款增速利差也收窄转负，但在各类银行中仍然最高。

图 17：农商行存款增速相对坚挺（%）



数据来源： ，

图 18：各类银行存款增速与贷款增速之差（%）

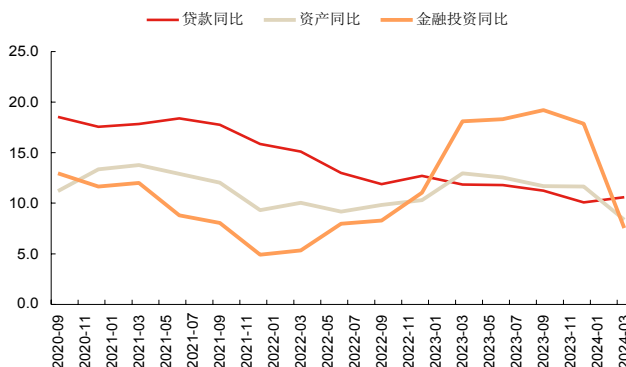


数据来源： ，

二是金融投资积极性显著抬升，且交易性占比提升。随着贷款增速逐步下移，农商行自22年开始逐步加大金融投资力度，自 23 年一季度开始，金融投资增速显著抬升，同比增速 23Q1 从 11% 抬升至 18.1%，而后高位上行至 23 年年末的 19.4%。同时，23 年四季度农商行同业三项同比增速由负转正，说明同样在同业市场进行了相应的资产配置。

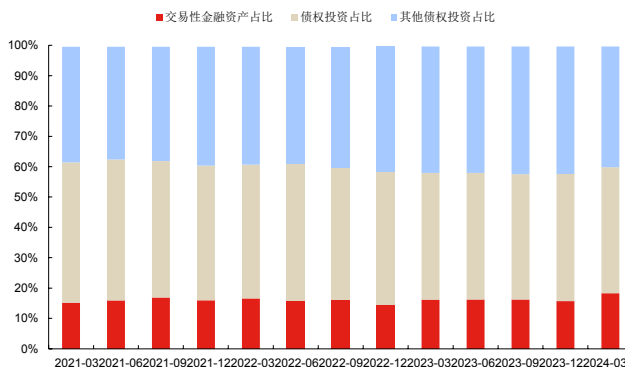
投资类型方面，23 年各类银行中农商行交易性金融资产占比提升最快，自 22 年年末 14.5% 抬升至 24Q1 的 18.3%。相应地，配置类占比下滑，其中以摊余成本法计量的金融资产占比从 22H2 的 43.7% 下滑至 23H1 的 41.6%。

图 19：农商行金融投资增速带动了资产端增长（%）



数据来源： ，

图 20：农商行交易性金融资产占比有所提升



数据来源： ，

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/035200120332011220>