

固定收益 | 专题报告

存单与短债走势背离何时结束？



| 报告要点

本轮短债和同业存单到期收益率从 2024 年 8 月 20 日开始背离，从年初以来 40BP 的利差走阔到 52BP，走阔 12BP。本轮背离的主要原因有二：1) 央行呵护下资金面超预期宽松带动短债走牛、收益率大幅下行；2) 在存款持续搬家背景下大行缺负债现象加剧，导致银行对于同业存单的依赖度上升，供给大增，带动收益率上行。展望后续，在海外降息周期即将开启后，9 月资金面仍有宽松货币政策支持，预计后续银行负债压力有望边际缓解，从而缓解同业存单利率的上行趋势。

| 分析师及联系人



李清荷



吴嘉颖

SAC: S0590524060002 SAC: S0590524070005

固定收益专题

存单与短债走势背离何时结束？

相关报告

1、《一文读懂国债期货之基础知识篇》

2024.09.06

2、《关注扭亏低价转债——转债主体中报盘点》

2024.09.04



扫码查看更多

➤ 历史上短债利率与同业存单收益率关系

从近三年来看，短债收益率和同业存单收益率大体上呈同向变动，1Y 同业存单与 1Y 国债利差在 40BP 波动，其中有三个时间段，利差出现明显的走阔和收窄。1) 2021 年 4 月至 2021 年 7 月，短债和同业存单收益率整体呈现下行趋势，利差走阔最高至 61BP；2) 2022 年 7 月至 11 月，短债和同业存单收益率整体下行，利差收窄最低至 10BP；3) 2023 年 9 月至 2024 年 1 月，短债和同业存单收益率整体都呈上行趋势，其中同业存单上行速度要慢于短债上行速度，利差收窄最低至 24BP。

➤ 本轮短债利率和同业存单收益率走势背离的原因

本轮短债和同业存单到期收益率从 2024 年 8 月 20 日开始背离，从年初以来 40BP 的利差走阔到 52BP，走阔 12BP。短债收益率在 8 月总体震荡趋势，上半月略有回升，但下半月持续回落；而同业存单收益率进入 8 月后持续震荡上行趋势，两者走势不同步带动了利差走阔。本轮背离的主要原因有二：1) 央行呵护下资金面超预期宽松带动短债走牛、收益率大幅下行；2) 在存款持续搬家背景下大行缺负债现象加剧，导致银行对于同业存单的依赖度上升，供给大增，带动收益率上行。

➤ 短债与存单走势背离何时结束？

首先，我们认为影响短债后续走势的核心因素是 9 月资金面情况以及市场对降息预期的变化。预计 9 月政府债供给冲击或小于 8 月，在海外降息周期即将开启后，9 月资金面仍有宽松货币政策支持。其次，预计后续同业存单新增空间有限，若降准落地，对于银行净息差及负债端压力也有所缓解，从而缓解同业存单利率的上行趋势。

➤ 当周利率债复盘

以周五收盘价计，1 年期国债 240015 较前一周下行 5.75BP 至 1.43%，1 年期国债 220202 较前一周下行 7BP 至 1.6200%；10 年期国债 240011 较前一周下行 3.25BP 至 2.1325%，10 年期国债 240210 较前一周下行 2.95BP 至 2.1250%。超长债方面，30 年国债 2400001 较前一周下行 5.75BP 至 2.3025%。

➤ 周观察

(1) 9 月 5 日央行所持 24 续作特别国债 01 现 2 笔成交，收益率分别为 2.1250% 和 2.1314%。(2) 央行有关部门负责人表示降准还有一定空间，存贷款利率进一步下行面临一定约束。(3) 美国 8 月非农就业人口增加 14.2 万人，预期 16.5 万人。

➤ 债市观点

十债再临 2.1% 附近点位，央行此时卖出续作特别国债，向市场传达了继续稳定长端利率的信号。我们认为，央行当下具备卖出长期国债与稳定市场流动性的双重诉求，或在加力公开市场投放的前提下，延续 8 月“买短卖长”的操作，以达成保持健康收益率曲线的政策目标。再度调控或继续扰动市场交易情绪，短期波动或有所走阔，曲线整体下移仍有待宽松落地。由于央行动态的不确定性，建议当前在关注流动性管理的基础上，交易盘关注中短端的参与机会。

风险提示：警惕央行严监管对债市的扰动；警惕政府债发行提速对债市扰动。

正文目录

1. 每周一谈：存单与短债走势背离何时结束？	5
1.1 历史上短债利率与同业存单收益率关系	5
1.2 本轮短债利率和同业存单收益率走势背离的原因	9
1.3 9月资金面仍有宽货币支持，后续银行负债压力有望边际缓解	12
2. 利率债周度复盘及展望	12
2.1 周复盘	12
2.2 周观察	13
2.3 债市展望	14
2.4 基金银行投资债券税后收益率图谱	14
3. 周度利率债数据跟踪	15
3.1 流动性周度跟踪	15
3.2 债券估值周度跟踪	18
4. 风险提示	23

图表目录

图表 1：2021 年以来 1 年期同业存单与 1 年期国债收益率走势情况 (%)	5
图表 2：1 年同业存单与 1 年国债利差走势 (BP)	6
图表 3：2021 年 4 月至 6 月，资金面持续宽松态势 (%)	6
图表 4：2021 年 4 月起，制造业 PMI 和社融数据出现走弱 (%)	6
图表 5：2022 年 8 月 15 日 LPR 与 OMO7 天利率同步下调 (%)	7
图表 6：2022 年 11 月末市场情绪回暖，风险偏好回升 (点，%)	7
图表 7：2023 年 12 月 MLF 超量净投放 (亿元)	8
图表 8：存款准备金变动情况走势 (%)	8
图表 9：历次影响债市事件汇总	8
图表 10：8 与 20 日以来，同业存单与短债收益率走势略有背离 (BP, %)	10
图表 11：当前国债发行进度已经加快 (%)	10
图表 12：8 月地方债发行进度明显加快 (%)	10
图表 13：8 月末资金利率走低，流动性充裕 (%)	11
图表 14：8 月末国债收益率出现一轮明显下行 (%)	11
图表 15：截至 9 月初，大部分国有行及股份行同业存单使用额度已超过 70% (亿元, %)	11
图表 16：中债国债收益率曲线周度变动 (%)	13
图表 17：中债国开债收益率曲线周度变动 (%)	13
图表 18：基金投资主要券种税后收益率 (2024/9/6) (%)	15
图表 19：银行投资主要券种税后收益率 (2024/9/6) (%)	15
图表 20：央行公开市场操作 (亿元)	16
图表 21：质押式回购资金价格与逆回购利率走势	16
图表 22：质押式回购量走势	16
图表 23：各期限周度平均 SHIBOR 报价 (%)	17
图表 24：各期限国债收益率	17

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/647126124013006151>