

分析师
高群山 S0190512040003
唐跃 S0190513070005
黄伟平 S0190514080003
严志勇 S0190514100002
王涵 S0190512020001
卢燕津 S0190512030001
贾潇君 S0190512070005
王连庆 S0190512090001
王轶君 S0190513070008
研究助理
左大勇
联系方式
gaoqs@xyzq.com.cn

套利与央行的胜利

——债券研究（20141222-20141228）

2014年12月29日

投资要点

相关报告

141222
曲线倒挂，陡峭可期
141215
短端高企非常态，“顺水行舟”做配置
141208
被夸大的股债跷跷板
141130
降准与经济反弹预期之间的博弈
141114
牛市震荡，不必惊慌
141110
牛市莫下车
141102
牛市持续，不必担忧 QE 退出
141026
负债约束下降将推动曲线陡峭下行
141019
牛市延续，短端下行
141012
3M shibor 运行机制探索
140914
需求收缩引导利率底部下移
140910
负债端压力对利率中枢推升已经钝化
140901
曲线平坦难阻收益率下行趋势
140824
扰动因素不改中期利率下行趋势
140811
存量 vs 流量？谈利率分析框架的演变

- **套利与否更多是个基本面的问题？**央行新规给银行的选择：是被动的支付较低的存款利率，还是主动转换成高成本的负债，但是可以留出更多的超额准备金去扩张资产？而这更多程度上取决于与银行的信贷偏好和定价能力，当然还与实体融资需求和央行的货币政策有关。总的来看是个基本面的问题。静态看，当前的同业与理财产品收益率过高，银行并没有动力去进行负债转换，但动态的看，如果考虑到资产端收益率的可变性、超额准备金的乘数效应等，定价能力较强的银行完全可以通过扩张资产来承受更高的同业利率。
- **从负债端到资产端，央行的胜利。**同业利率的走势、同业负债是否缴纳准备金等因素在很大程度上左右了银行是否会将一般存款转为同业存款来进行套利，但这完全在央行的控制之中，因此央行可以影响银行将一般存款转为同业负债的速度，改变银行的负债结构，进而可以通过改变同业市场利率来影响银行的负债成本，传递到银行资产端的定价上，从而达到影响融资成本的调控目标，而在此过程中，货币市场利率也越来越重要。
- **央行新规或驱动利率曲线陡峭，但趋势不因此政策改变，债市走势仍然取决于基本面。**央行新规有助于改善银行的负债压力和流动性预期，对债市有利，短端利率将继续下行，但：1) 信贷投放弹性上升，受贷存比限制的银行将增加信贷投放；2) 未来政策可能推动基建和一带一路等相关领域的信贷投放；3) 央行短期降准可能性下降等因素增加了长债的不确定性，利率债的收益率曲线在短期内将继续陡峭，交易上，维持适当缩短久期到5年左右的判断。

但从中长期的角度看，该政策并不会改变债市的趋势，尽管新规可能会最终导致银行负债成本上升，但债市走势仍取决于基本面，因为与债市更为相关的是同业资金利率的走势，而这取决于基本面和央行的货币政策，而且未来银行负债中动态定价的同业负债占比上升使得债券的定价与基本面更为契合。趋势上我们仍然看好利率债的牛市，尽管中间可能会有较大的波动，但收益率的底部大概率将创下新低。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

短期看，新政将缓解银行存款压力，改善流动性预期。

- 短期，新政有助于缓解银行存款压力，改善流动性预期。

- 1) **降低银行负债压力。**根据兴业银行研究员的计算，此次政策将降低银行的存贷比在 4-5 个百分点，在短期内可以缓解银行存款的竞争压力，从而降低银行的负债成本。而且此举对同业负债占比较高的中小银行更为有利。
- 2) **对资金面有利。**同业负债（包括理财）计入一般存款，但是不缴纳准备金，有助于稳定银行的流动性预期，尤其是同业负债占比较高的股份制与银行，比如兴业。因为之前传同业负债需要缴准，提升了银行对同业资金的需求。
- 3) **可能有助于提升银行配债额度。**银行的资产配置计划受负债的约束较多。今年以来，由于信用派生速度下降和存款流失等因素，银行存款增速显著放缓，银行自营盘配债额度因此受到限制，银行配债需求较为疲软。将同业存款纳入一般存款的范畴，将缓解银行的存款压力，提升银行的债券配置额度，当然，最终能否实现还有其他因素的限制。

图表 1：外占与非标受限，银行存款增速大幅下降

图表 2：银行在利率债投资中的比重大幅下降



数据来源：wind，兴业证券研究所

未来信贷投放弹性增加，贷存比政策取消可期。

- 贷存比下降改善部分银行的信贷投放能力。

2014 年以来，由于外汇占款增长的放缓和影子银行的监管，银行的存款派生能力受到显著的抑制，存款增长因此明显放缓，尤其是非标业务较多的股份制银行，存款增速的放缓使得部分银行的贷存比压力较大，约束了其放贷的能力。央行此举可以改善贷存比压力较大的银行的信贷投放。

- 未来政策可能推动银行增加基建和“一路一带”相关贷款投放。由于经济下行压力较大，政策保增长的力度可能相应增加；另一

请阅读最后一页信息披露和重要声明

方面，国家推行一路一带的战略，领导人近期也谈到金融要支持企业走出去，在贷存比约束下降的配合下，银行因此可能增加相关的贷款的投放力度。

● **为未来贷存比取消埋下伏笔，但额度以及放贷意愿仍是约束。**

该政策可能是未来贷存比政策取消的预演，但银行信贷能否大幅扩张，一方面受到银行放贷意愿的约束，同时受央行信贷额度的影响。

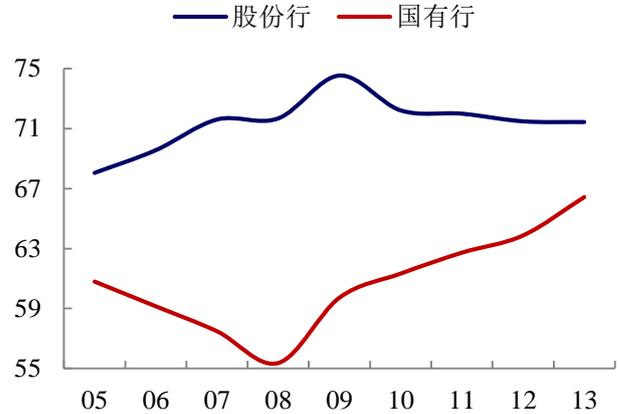
根据银监会公布的数据，到 2014 年 3 季度，商业银行的贷存比仅有 64.2%，远低于 75% 的监管红线，制约信贷扩张的并非是贷存比，而是实体经济疲软背景下银行偏弱的放贷意愿。

另一方面，信贷额度的控制权仍在央行，央行是否会大幅增加 2015 年银行的信贷额度，还需要观察。

图表 3：贷存比限制放贷更多是结构性问题



图表 4：贷存比放松有助于提升股份行信贷投放能力



数据来源：wind，兴业证券研究所

套利与否更多的是个基本面的问题？

● **银行的选择更像是个基本面（银行定价能力与实体状况）的问题。**

根据央行同业负债管理的新规，同业负债不需要缴准，那么银行是否会选择将一般存款转换成同业存款呢？实质上，银行面临的选择题是：继续支付低利率（一般存款），还是愿意支付更高的负债成本（同业负债），同时将节省出来的超额准备金去获取资产扩张的收益？那么银行利用超额准备金的效率实质上与自身的资产定价能力、信贷偏好和实体经济的信贷需求有非常密切的关系。因此，这看起来更像是一个经济基本面的问题。

● **静态看，同业与理财成本太高，银行并不会进行套利。**

静态的看，如果一个银行吸收 1 单位同业存款，由于不需要缴纳准备金，其可以全部用于放贷款，目前 1 年及以上的贷款利率为 6%，那么其对应的收益就是 6%。而如果银行吸收的是 1 单位存款，其需要缴纳 20% 的准备金，则其对应的收益就是

$0.2 \times 1.62\% + 0.8 \times 6\% = 5.12\%$ ，这意味着同业存款的成本如果超过 $(3.3 + 6 - 0.12)\% = 4.18\%$ ，那么吸收同业存款来放贷就是不划算的。而且考虑到同业存款的稳定性不如一般存款，当下一年的 Shibor 报价在 4.7%，要明显超过 4.18% 的水平，银行未必有很强的动力将自己账上的存款转换成同业存款。

- 但动态看，经济基本面、银行的信贷定价能力以及央行的货币政策都会影响银行的套利需求。

但这个动态看，套利是完全可能发生的：

- 1) 上面的测算结果比较依赖于银行吸收同业资金投放的资产的收益率，资产收益率越高，可以接受的同业存款利率就越高。根据我们的微观调研，许多中小银行经常使用同业资金投资非标，其收益率一般高于信贷；而且从数据来看，基准利率和基准利率下浮的贷款占商业银行贷款的比重不超过 30%，这说明银行可以接受更高的同业存款成本。**而资产端收益率的高低，与实体部门的信贷需求和银行的信用供给意愿有关。**
- 2) 利率市场化的过程，一方面是银行负债端的不稳定性增强，大行的存款面临被分流的压力，银行需要做好负债端的管理。从实际数据来看，2009 年以来，四大行的存款占比持续下降，并不曾因为经济周期的改变而改变，也说明了银行在负债端的竞争是潮流和趋势。

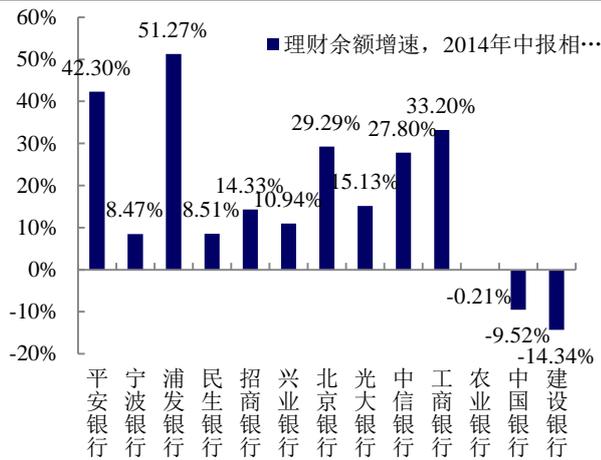
但另一方面，如果银行在资产端的定价和风险管理能力更强，那么其可以通过更积极的负债端管理来获取资产端扩张的收益。这实质上意味着，定价能力比较强的银行可以通过将自己资产负债表上的一般存款转为同业存款，或者去竞争其他银行的存款，以获取更多的超额准备金来投放信贷。

- 3) 那么银行在理论上可以承担多高的同业利率呢？

由于超储是高能货币，其在投放信贷时具有乘数效应（贷存比制度下，乘数效应的极大值是 4），如果是某银行将其他银行的存款抢夺过来转化成同业存款，那么实际上银行能够承受的同业存款利率理论上可以达到 $3.3 + 0.88 \times 4 = 6.8\%$ 的水平。这意味着，以当前的贷款利率为衡量，同业存款利率完全可以突破 4.16% 的上限。当然，考虑到银行放贷后企业未必将贷款存回银行，以及信贷需求不旺盛等情况，要达到转换条件，同业存款应该是低于 6.8% 的。

- 4) 进一步，央行完全可以通过控制同业利率的走势来影响银行的套利行为。

图表 5: 存款压力较大的股份制银行理财增长更快



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图表 6: 政策只能延缓但难改银行存款的竞争趋势



负债端到资产端，央行的胜利。

- 银行负债中市场化负债的比重持续增加。

过去几年，由于融资需求的旺盛和居民理财意识的上升，居民存款不断转化为货币基金和理财，并且银行还通过同业资金去投放信贷，这使得银行负债中同业负债（包括理财）的占比持续上升。

- 同业利率走势最终取决于基本面和央行的货币政策。

逻辑上来看，在银行将一般存款转为同业负债的过程中，由于不需要缴纳准备金，银行超储率是回升的，但与此同时，银行对同业资金的需求也是回升的，同业资金利率如何运行具有不确定性。但最终来看，同业资金利率的走势将取决于银行的风险偏好、实体部门的信贷需求以及监管层的政策。比如：

- 1) 银行能否投资非标，受到监管层政策松紧的影响；
- 2) 尽管转换过程中，同业负债目前不需要缴纳准备金，超储率可能回升，但基础货币的多寡，最终仍然受到央行的控制；
- 3) 而银行是否会抢夺存款，还取决于银行是否有较强动力用同业资金去对接资产，这与实体部门的信贷需求和银行风险偏好的关系是较为密切的。

- 央行调控银行负债端去影响银行资产端定价的能力上升。

由于同业存款利率走势受基本面和央行货币政策松紧的影响很强，央行可以通过控制同业存款利率的水平去影响银行将一般存款转化为同业存款的速度。

进一步，银行负债端市场化比重的上升意味着央行可以通过调控货币市场利率去影响银行的负债成本，进而影响到银行资产端的定价。

今年以来，由于流动性的宽松，债券收益率大幅下降，但信贷资

产的成本却居高不下，这当然与银行惜贷和实体部门债务滚动需求较强和信贷资产缺乏流动性有关，但也受到央行对银行负债成本的控制力偏弱的影响，央行无法通过降低货币市场利率来降低银行的负债成本，进而降低银行资产端的利率。

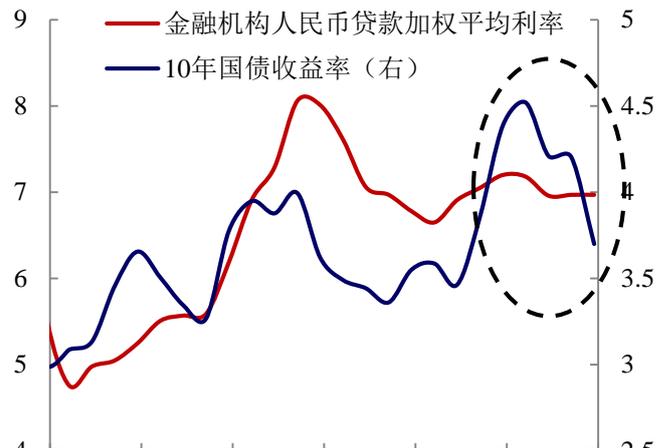
如果未来银行负债结构中同业负债占比进一步动态增加，那么央行通过降低银行负债成本来降低社会融资成本的能力也会上升。

图表 7: 银行同业负债占比不断提升



数据来源: wind, 兴业证券研究所

图表 8: 流动性与信贷资产定价背离, 未来有望改善



短期内，曲线趋陡峭；趋势上看，债仍取决于基本面，利率债牛市仍然没有结束。

● **短期内，政策将驱动曲线陡峭化。**

结合我们前面的分析，该政策降低了银行的贷存比，短期内有助于缓解银行的负债压力和流动性，而且配债额度可能会提升，对债形成利好，但与此同时，该政策的出台意味着：

- 1) 央行在短期内全面降准的可能性不大；
- 2) 贷存比的下降提升了信贷投放的弹性，未来信贷如果大幅增长可能会长债有不利影响。

综合两方面的结果和我们对资金面的判断，我们认为曲线可能阶段性的趋于陡峭，在短期的利率债交易策略上，我们继续维持上周策略报告中的判断，投资者可以适当缩短久期至 5 年。

但长债的风险目前看并不大，需要小心的是 1 月中公布的信贷数据的冲击。

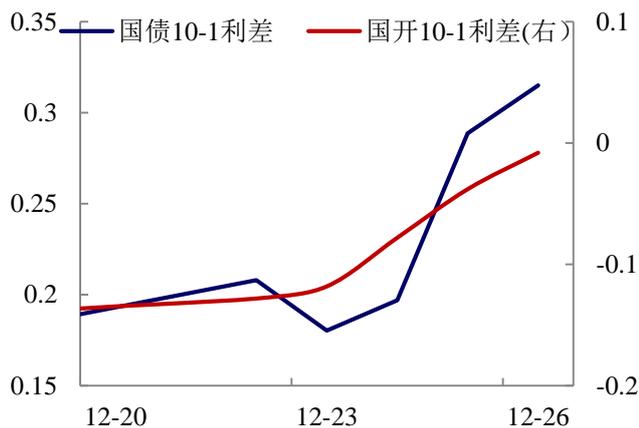
● **但趋势上，债市走势取决于基本面，维持利率债趋势走牛，收益率底部不断下降的判断。**

市场可能会担忧银行在将一般存款转为同业存款的过程中，银行负债成本上升可能会对债券收益率的下行形成阻碍。从实际的情况来看，今年以来，由于银行的存款持续转化成更高成本的同业

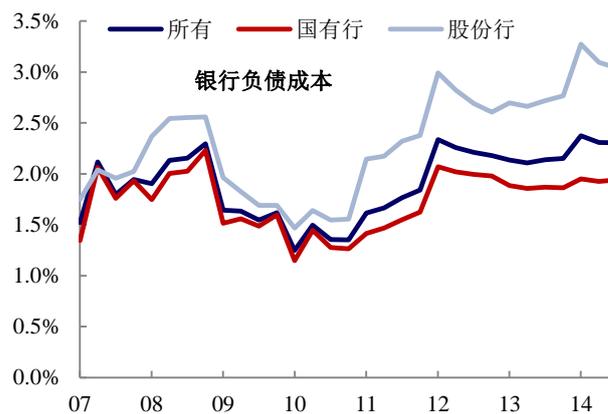
存款和理财，银行的负债成本在持续提升，从上市银行的数据来看，今年3季度，上市银行的存量负债成本比流动性极度紧张的2013年还要高。但对债市而言，其走势取决于更市场化的同业资金利率，而这更多的与基本面和央行的货币政策相关。

趋势上，我们仍然看好利率债的牛市行情，经济的下行压力与央行货币政策的放松远没有结束，尽管中间会存在较大的波动，但利率下行趋势仍然存在，收益率的底部将不断创下新低。

图表 9：信贷投放弹性加大，曲线可能继续陡峭化



图表 10：同业利率而非银行负债成本决定债市趋势



数据来源：wind，兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
中性: 相对表现与市场持平
回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增持: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%;
减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元成	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。