

证券研究报告 / 宏观数据

短期资金面缓和，中长期流动性继续收敛

--流动性周度观察（2020年第47周）

报告摘要：

货币市场：上周央行单周净投放 5500 亿元，其中 7 天逆回购操作净回笼 2500 亿元，MLF 净投放 8000 亿元。考虑到本月 MLF 到期 6000 亿元，MLF 超额续作 2000 亿元。上周短期资金面紧张情况得到缓解，DR007 回落至 2.2% 附近，但同业存单利率继续保持上行趋势，3 个月 AAA 同业存单到期收益率上行 13BP。考虑到短期资金面回归正常水平，同时金融委提出“保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线”等方面来看，信用风险演化为全局性流动性风险的概率较小。

央行研究应景发布郭树清主席以及易纲行长旧文，提出“稳定宏观杠杆率、尽最大可能提早处置不良资产、防止高风险影子银行反弹回潮、及时处置不同类型机构风险”等问题。我们认为目的在于提示市场未来金融监管将有所趋严，货币政策对于防风险的关注度将逐步增加。虽然对局部领域的信用事件容忍度有所提高，但仍会保持全局性稳定，保持流动性合理充裕。

实体经济：上周票据转贴现利率小幅回落。永煤违约事件余震仍在，中票利率整体上行，短端信用利差走阔，中长期信用利差收窄。

债券市场：上周利率债供给放缓，同业存单融资利率继续抬升。上周利率债发行 3462 亿元，净融资 2088 亿元，环比下降 270 亿元。上周利率债成交规模小幅上扬，同业存单交易量保持稳定。

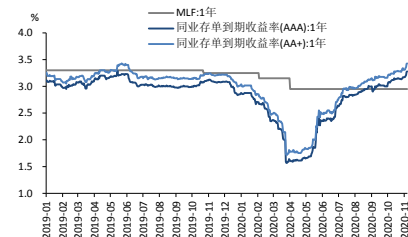
上周因市场对于信用债违约风险的担忧延续，同时 10 月经济数据指向经济复苏趋势仍在延续，地产、基建投资保持韧性，导致上周各期限国债利率持续上行，10 年期国债利率突破 3.3% 关口，达到 3.35%。其中，1/3/5/7/10 年国债收益率较前一周分别上行 10BP/11BP/9BP/5BP/4BP。考虑上周监管层不断发声稳定市场信心，信用风险目前集中在局部领域，同时央行对流动性呵护也有所体现，预计后续信用风险对利率债的冲击相对有限，不影响利率债的中长期趋势，年内债市进一步上行空间有限。

股票市场：上周杠杆、北向资金流入放缓，机构资金流入小幅增加。杠杆资金流入 106 亿（环比-24 亿），北向资金净流入 55 亿（环比-37 亿），新发偏股型基金 370 亿（环比+40 亿）。股市募资需求、净减持规模回落。重要股东净减持 143 亿（环比-54 亿），股市募资 144 亿（环比-14 亿），限售股解禁 1662 亿（环比+1096 亿）。

海外市场：上周美元指数继续走弱，人民币汇率延续升值，美元指数收于 92.26，较前一周下降 0.71，美元兑人民币中间价收于 6.58。尽管疫苗利好消息提振市场信心，但上周因欧美疫情人数持续加重，同时美联储与财政部出现罕见公开矛盾，导致风险偏好有所回落，美债利率震荡下行至 0.83%，较前一周回落 6BP，中美利差较前一周上升 9.85BP 至 248BP。

风险提示：海外疫情持续反复，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《信用利差走阔，流动性分层加剧——流动性周度观察（2020年第46周）》

-20201116

《资金面边际缓和，央行释放紧平衡预期——流动性周度观察（2020年第45周）》

-20201110

《债市情绪回暖，但转向仍需等待——流动性周度观察（2020年第43周）》

-20201026

《拐点尚未到来，债市延续震荡格局——流动性周度观察（2020年第42周）》

-20201018

《10月资金面延续紧平衡，流动性缺口仍需央行呵护——9月流动性观察及10月展望》

-20201009

《存单利率再度上行，债市情绪走弱——流动性周度观察（2020年第39周）》

-20200927

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nescn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nescn

目 录

1. 货币市场：短期资金面缓和，中长期流动性继续收敛	4
1.1. 公开市场操作：MLF 超额续作投放，短期资金面紧张局面缓解	4
1.2. 资金利率：短端利率快速回落，中长端利率持续上行	4
2. 实体流动性：票据利率小幅回落，中长期信用利差收窄	5
2.1. 票据&理财：票据转贴现利率小幅回落，中长期理财收益率上行	5
2.2. 信用利差：中票利率整体上行，中长期信用利差收窄	6
3. 债市流动性：利率债供给缓和，国债利率持续上行	6
3.1. 一级市场：利率债供给放缓，同业存单融资利率继续抬升	6
3.2. 二级市场：利率债成交升温，国债收益率继续上行	7
4. 股市流动性：资金流入放缓，资金需求回落	8
4.1. 资金供给：杠杆、北向资金流入放缓	8
4.2. 资金需求：股市募资需求、净减持规模回落	9
5. 海外：美元指数继续走弱，美德日国债利率同步下行	10
5.1. 汇率：美元指数维持弱势，人民币汇率延续升值趋势	10
5.2. 债市：美债震荡下行，德日国债利率同步回落	11

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况	4
图 2: 同业存单利率明显上行	4
图 3: 隔夜利率大幅回落	5
图 4: DR007 回落至 7 天逆回购利率水平	5
图 5: 银行和非银流动性分层情况缓和	5
图 6: 1 个月同业存单到期收益率显著回落	5
图 7: 票据转贴现利率小幅回落	6
图 8: 1M 理财收益率回落，中长期小幅上升	6
图 9: 中票利率整体维持上行趋势	6
图 10: 中长期中票信用利差收窄	6
图 11: 利率债发行规模下降	7
图 12: 利率债净融资规模回落	7
图 13: 同业存单净融资规模小幅回落	7
图 14: 各期限同业存单发行利率维持上升趋势	7
图 15: 各品种利率债成交量同步上升	8
图 16: 同业存单成交量保持平稳	8
图 17: 10 年期国债收益率	8

图 18: 国债收益率曲线整体上移.....	8
图 19: 两融余额流入放缓.....	9
图 20: 融资买入额回落.....	9
图 21: 上周北向资金流入规模放缓.....	9
图 22: 机构资金流入规模小幅增加.....	9
图 23: 股票市场募资规模小幅回落.....	10
图 24: 限售股解禁规模明显回升.....	10
图 25: 重要股东净减持规模回落.....	10
图 26: 人民币汇率升值趋势延续.....	11
图 27: 美元指数持续走低.....	11
图 28: 10 年期美债收益率回落.....	11
图 29: 中美利差上行至高位.....	11
图 30: 10 年期德国国债利率回落.....	12
图 31: 10 年期日本国债利率回落.....	12

1. 货币市场：短期资金面缓和，中长期流动性继续收敛

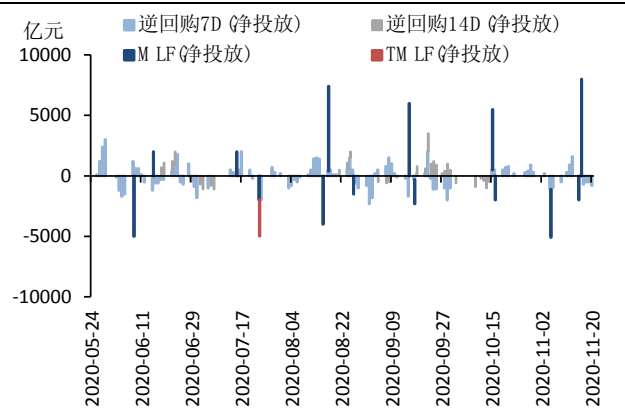
1.1. 公开市场操作：MLF 超额续作投放，短期资金面紧张局面缓解

上周(11月16日-11月22日)，央行单周净投放5500亿元，其中7天逆回购操作净回笼2500亿元，MLF净投放8000亿元。考虑到本月MLF到期6000亿元，MLF超额续作2000亿元。上周短期资金面紧张情况得到缓解，DR007回落至2.2%附近，但同业存单利率继续保持上行趋势。上周1年期AAA及AA+同业存单到期收益率分别上行11BP、12BP，斜率较前几周有所加快。

近期永煤违约等超预期信用事件的发酵导致市场情绪有所悲观，流动性分层情况加剧。但从上周央行超额投放MLF，短期资金面回归正常水平，同时金融委提出，“保持流动性合理充裕，牢牢守住不发生系统性风险的底线”等方面来看，信用风险演化为全局性流动性风险的概率较小。

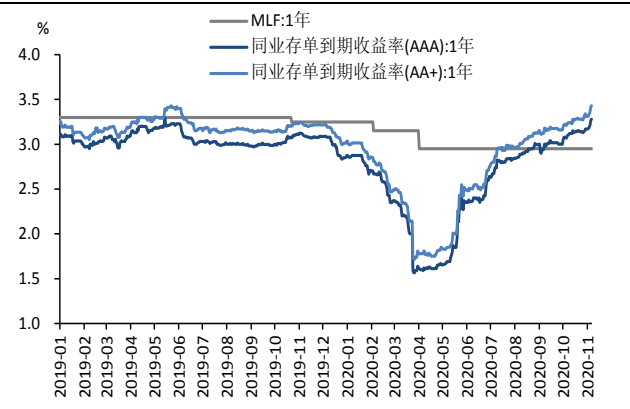
央行研究应景发布郭树清主席《坚定不移打好防范化解金融风险攻坚战》以及易纲行长《再论中国金融资产结构及政策含义》的两篇旧文，提出“稳定宏观杠杆率、尽最大可能提早处置不良资产、防止高风险影子银行反弹回潮、及时处置不同类型机构风险”等问题。我们认为目的在于提示市场未来金融监管将有所趋严，货币政策对于防风险的关注度将逐步增加。虽然对局部领域的信用事件容忍度有所提高，但仍会保持全局性稳定。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：同业存单利率明显上行



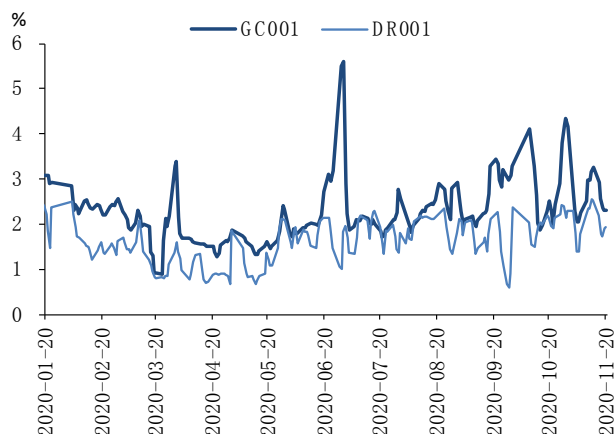
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：短端利率快速回落，中长端利率持续上行

上周受MLF超额投放等因素影响，资金面紧张程度得到缓解。与前一周相比，上周DR001下行60.66BP至1.9257%，GC001下行96.30BP至2.3040%。非银和银行间流动性分层情况大幅缓解，R007及DR007利差明显缩小至15.33BP。DR007下行39.98BP至2.2063%，R007下行99.86BP至2.3596%。

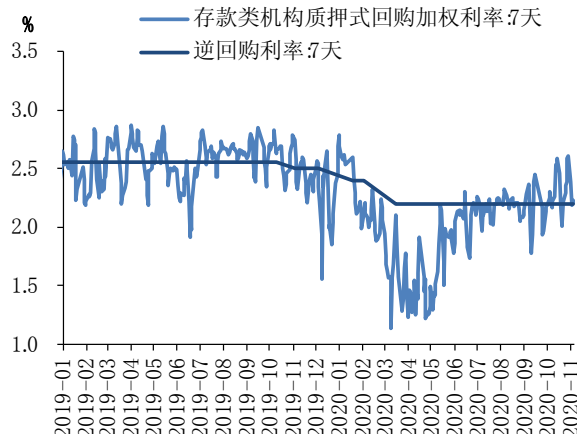
上周中长期利率持续上行，短期利率回落明显。1个月AAA同业存单到期收益率较前一周下行16.90BP至2.4553%、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率较前一周分别上行12.91BP、13.34BP至3.2011%、3.2839%。

图 3: 隔夜利率大幅回落



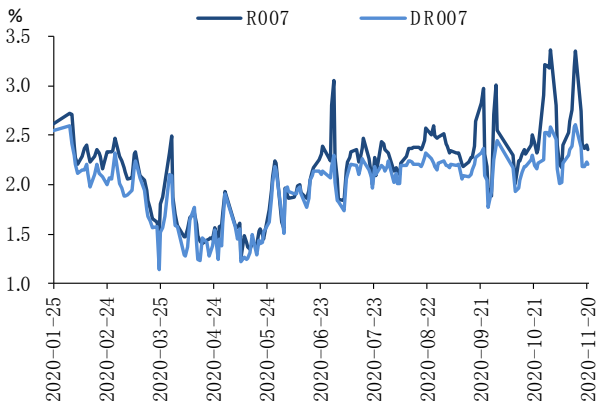
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: DR007 回落至 7 天逆回购利率水平



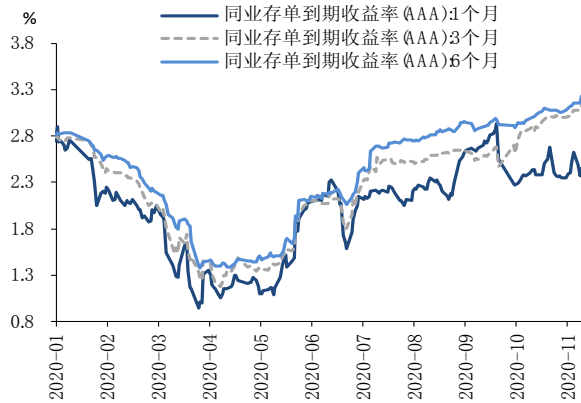
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 银行和非银流动性分层情况缓和



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 1 个月同业存单到期收益率显著回落



数据来源: 东北证券, Wind

2. 实体流动性: 票据利率小幅回落, 中长期信用利差收窄

2.1. 票据&理财: 票据转贴现利率小幅回落, 中长期理财收益率上行

上周票据转贴现利率小幅回落。截至 11 月 20 日, 6 个月国股银票转贴现利率较前一周下行 3.79BP 至 2.7220%, 同期限 AAA+ 同业存单利率小幅上行 4.94BP 至 3.1961%。

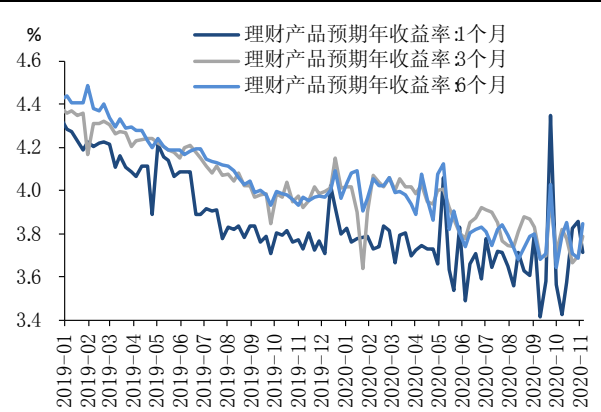
上周 1 个月理财产品收益率回落, 3 个月、6 个月品种上行明显。截至 11 月 15 日, 3 个月、6 个月理财产品收益率分别为 3.79% 和 3.85%, 较前一周分别上行 9.06BP 和 15.84BP。1 个月理财产品收益率为 3.72%, 较前一周下行 14.40BP。

图 7: 票据转贴现利率小幅回落



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 1M 理财收益率回落，中长期小幅上升

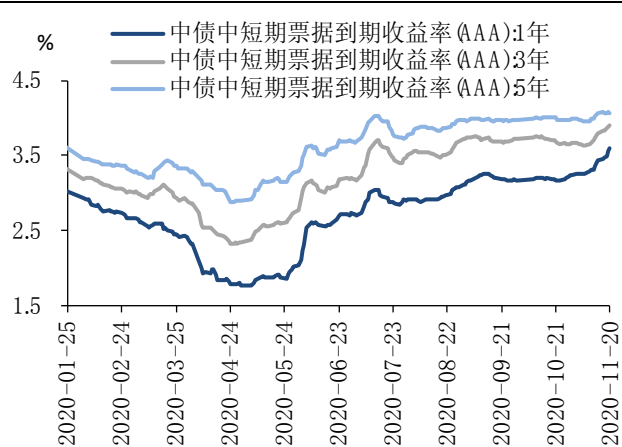


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率整体上行，中长期信用利差收窄

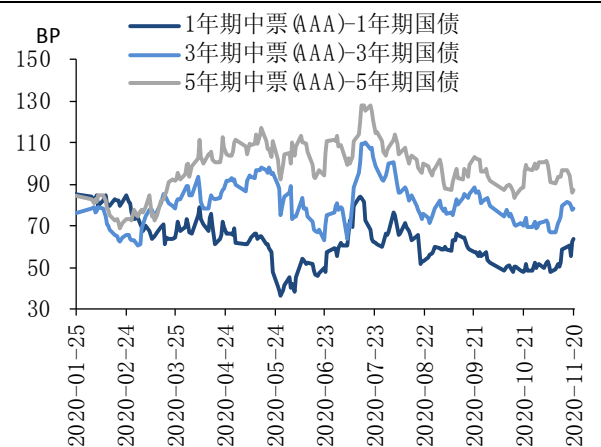
永煤违约事件余震仍在，中票利率整体上行，短端信用利差走阔，中长期信用利差收窄。截至 11 月 20 日，1 年期、3 年期中票利率分别上行 15.97BP、10.56BP，5 年期中票利率小幅下行 0.41BP，对应国债收益率分别上行 10.39BP、11.48BP 和 9.26BP。上周 1 年期 AAA 中票信用利差较上周扩大 5.58BP，3 年期、5 年期中票信用利差较上周分别收窄 0.92BP 和 9.67BP。

图 9: 中票利率整体维持上行趋势



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 中长期中票信用利差收窄



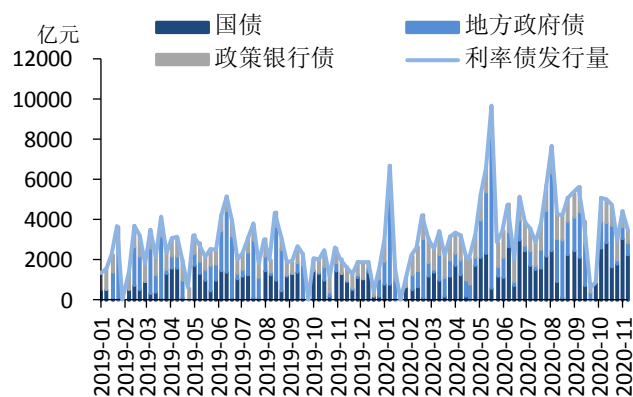
数据来源：东北证券，Wind

3. 债市流动性：利率债供给缓和，国债利率持续上行

3.1. 一级市场：利率债供给放缓，同业存单融资利率继续抬升

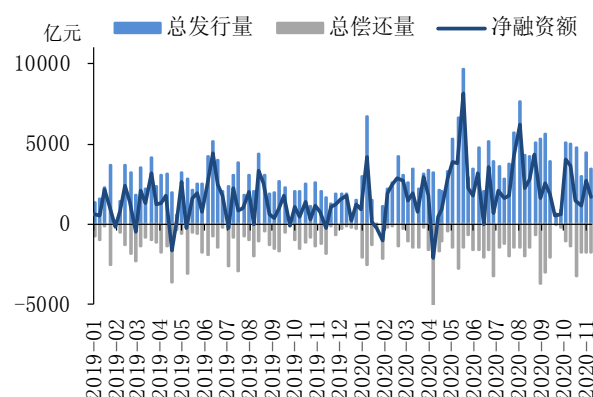
上周利率债发行及净供给规模回落。上周利率债共发行 3462.26 亿元，到期 1374.47 亿元，净融资额为 2087.79 亿元。较前一周相比，发行量环比下降 984.13 元，到期环比下降 714.12 亿元，净融资额环比下降 270.01 亿元。分品种来看，上周国债发行 2240.60 亿元，到期 100.30 亿元；地方政府债发行 596.66 亿元，到期 624.17 亿元；政策银行债发行 625.00 亿元，到期 650.00 亿元。

图 11: 利率债发行规模下降



数据来源：东北证券，Wind

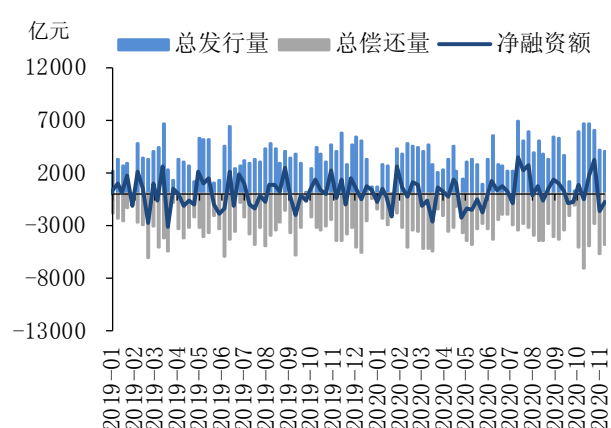
图 12: 利率债净融资规模回落



数据来源：东北证券，Wind

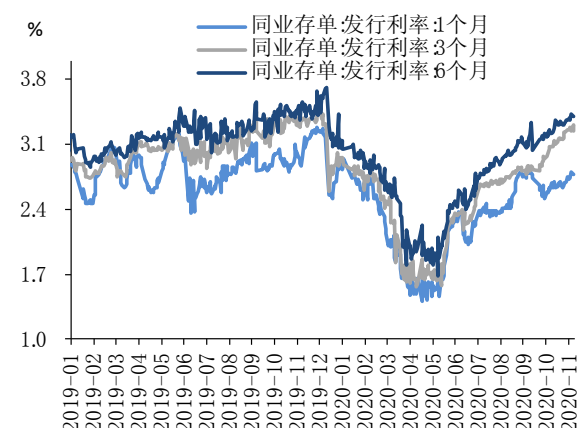
上周同业存单净融资规模小幅回落，发行利率继续上行。上周同业存单发行 4111.7 亿元（环比减少 30.10 亿元），到期 4837.20 亿元（环比减少 348.50 亿元），净融资为-1097.70 亿元（环比增加 318.40 亿元）。截至 11 月 20 日，1 个月、6 个月同业存单发行利率分别较前一周上升 10.38BP、6.12BP 至 2.8024%、3.4238%，3 个月同业存单发行利率较前一周微降 0.77BP 至 3.2383%。

图 13: 同业存单净融资规模小幅回落



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 各期限同业存单发行利率维持上升趋势

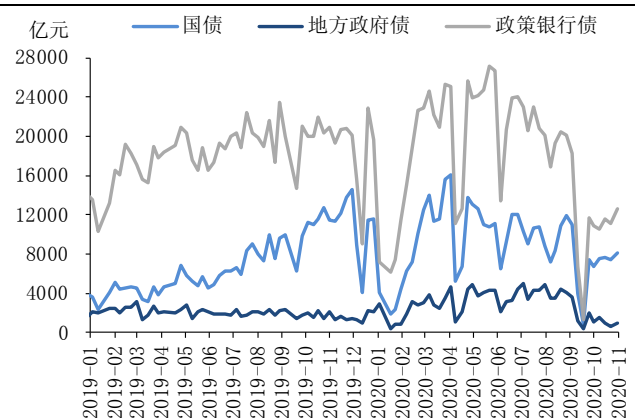


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：利率债成交升温，国债收益率继续上行

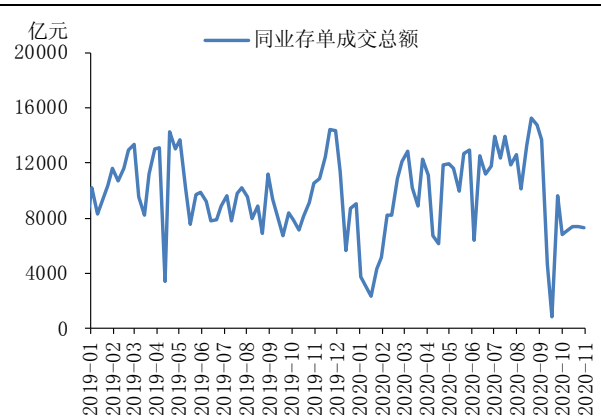
上周利率债成交规模小幅上扬，同业存单交易量保持稳定。上周利率债成交量为 21669.91 亿元，较前一周成交量环比增加 2583.82 亿元。分品种来看，上周国债成交 8105.88 亿元（环比增加 689.26 亿元）；地方政府债成交 993.32 亿元（环比增加 400.69 亿元）；政策银行债成交 12570.71 亿元（环比增加 1493.87 亿元）。上周同业存单成交量为 7306.5 亿元，相比前一周减少 46.32 亿元。

图 15: 各品种利率债成交量同步上升



数据来源：东北证券，Wind

图 16: 同业存单成交量保持平稳



数据来源：东北证券，Wind

上周因市场对于信用债违约风险的担忧延续，同时 10 月经济数据指向经济复苏趋势仍在延续，地产、基建投资保持韧性，导致上周各期限国债利率持续上行，10 年期国债利率突破 3.3% 关口，达到 3.35%。其中，1/3/5/7/10 年国债收益率较前一周分别上行 10BP/11BP/9BP/5BP/4BP。考虑上周监管层不断发声稳定市场信心，信用风险目前集中在局部领域，同时央行对流动性呵护也有所体现，预计后续信用风险对利率债的冲击相对有限，不影响利率债的中长期趋势，年内债市进一步上行空间有限。

图 17: 10 年期国债收益率

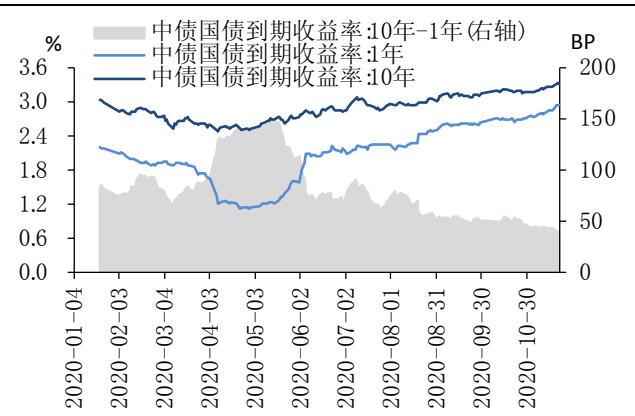
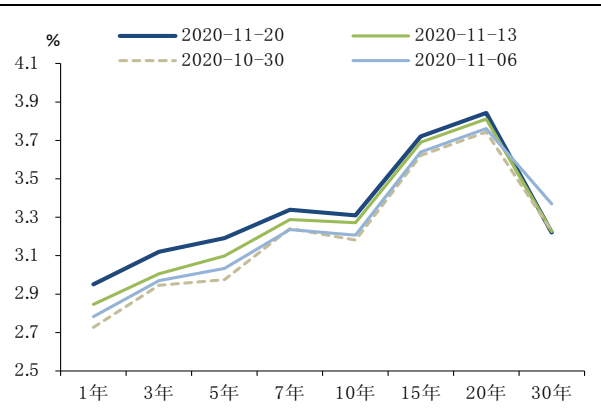


图 18: 国债收益率曲线整体上移



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_1290

