

证券研究报告 / 宏观数据

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）

报告摘要：

货币市场：上周(11月9日-11月13日)，央行单周净投放2300亿元，均为7天逆回购操作。前半周流动性维持紧平衡，后半周央行加大逆回购投放力度，周四、周五分别净投放900亿元、1600亿元。上周日(11月15日)MLF到期2000亿元，央行将于11月16日对本月到期的两笔MLF进行续作，届时关注超额续作规模。上周受货币谨慎投放、信用债违约、叠加双十一、MLF错位等因素影响，资金面持续紧张，流动性分层情况加剧。上周DR007上行至2.61%，R007及DR007利差扩大至75.21BP。6个月国股银票转贴现利率较前一周回落10.84BP至2.7599%，1个月AAA同业存单到期收益率上行27.30BP。

我们认为未来信用债违约事件大面积恶化的概率不大，更多为短期的市场波动。考虑到当前实体经济恢复程度不一、地方政府财力尚待恢复，叠加低通胀以及稳汇率的诉求，货币政策不存在大幅收紧的条件，更多为温和“控”杠杆的表现。

实体经济：上周6个月国股银票转贴现利率较前一周回落10.84BP至2.76%；1个月、3个月理财产品收益率小幅上行3BP左右；上周各期限中票利率大幅上行，信用利差明显走阔。1年期、3年期和5年期中票利率分别上行16.86BP、16.22BP和11.99BP，对应各期限中票信用利差分别扩大10.54BP、12.71BP和5.56BP。

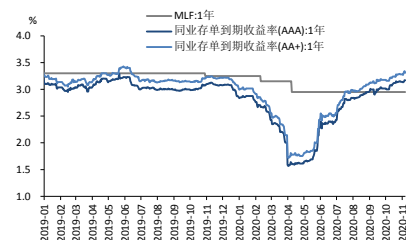
债券市场：上周国债发行放量，利率债净融资额环比增加1187亿元，下周国债供给压力缓和，单周计划发行1740亿元，但周三单日发行达1440亿元，需关注缴款日对资金面的影响。上周因风险偏好抬升、资金面大幅收紧、永煤违约事件释放超预期信用风险，导致各期限国债利率持续上行，10年期国债利率逼近3.3%关口。后续关注质押融资收紧带来的流动性风险以及产品赎回压力加大导致利率债出现超调机会。

股票市场：上周杠杆资金流入放缓，北向资金连续四日净流出，机构资金流入规律回落。杠杆资金流入139亿(环比-78亿)，北向资金净流入92亿(环比-122亿)，新发偏股型基金328亿(环比-183亿)；股市募资需求小幅下跌，净减持规模回落。重要股东净减持198亿(环比-28亿)，股市募资158亿(环比-226亿)，限售股解禁566亿(环比-1111亿)。

海外市场：上周美国大选不确定性落地，疫苗利好消息出台，但欧美确诊人数持续攀升，导致周初风险偏好回升后有所降温。同时美联储主席鲍威尔周四表示，由于新冠肺炎疫情继续蔓延，短期风险依然存在，释放悲观信号。上周美元指数上升0.38至92.97，人民币对美元中间价稳定在6.63左右，10年期美债收益率上行6BP至0.89%，中美利差上升0.52BP至238.15BP。

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

《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

《资金面扰动缓和，债市维持弱势震荡——流动性周度观察（2020年第38周）》

-20200920

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

研究助理：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 货币市场：资金面大幅收紧，流动性分层加剧.....	4
1.1. 公开市场操作：紧平衡格局延续，关注 MLF 续作表现.....	4
1.2. 资金利率：短端利率快速抬升，中长端利率重回上行轨道.....	4
2. 实体流动性：票据利率小幅回落，信用利差明显走阔.....	5
2.1. 票据&理财：票据转贴现利率小幅回落，理财收益率多数上行.....	5
2.2. 信用利差：中票利率大幅上行，信用利差明显走阔.....	6
3. 债市流动性：利率债供给压力抬升，国债收益率持续上行.....	6
3.1. 一级市场：国债发行放量，同业存单融资需求回升.....	6
3.2. 二级市场：利率债成交降温，国债收益率持续上行.....	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：杠杆资金流入放缓，北向资金连续四日净流出.....	8
4.2. 资金需求：股市募资需求下降，净减持规模回落.....	9
5. 海外：美元指数保持低位，美德日国债利率同步上行.....	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：美德日国债利率同步上行.....	11

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况	4
图 2: 同业存单利率上行斜率放缓.....	4
图 3: 隔夜利率大幅抬升.....	5
图 4: DR007 持续高于 7 天逆回购利率.....	5
图 5: 银行和非银流动性分层情况加剧.....	5
图 6: 同业存单到期收益率继续上行.....	5
图 7: 票据转贴现利率小幅回落.....	6
图 8: 1M 及 3M 理财收益率小幅回升.....	6
图 9: 各期限中票利率明显抬升.....	6
图 10: 各期限中票信用利差同步走阔.....	6
图 11: 利率债发行规模回升.....	7
图 12: 利率债净融资规模回升.....	7
图 13: 同业存单净融资规模大幅下降.....	7
图 14: 各期限同业存单发行利率小幅抬升.....	7
图 15: 各品种利率债成交量同步回落.....	8
图 16: 同业存单成交量小幅回落.....	8
图 17: 10 年期国债收益率持续上行.....	8

图 18: 国债收益率曲线整体上移.....	8
图 19: 两融余额小幅回升.....	9
图 20: 融资买入额回升.....	9
图 21: 上周北向资金连续 4 日净流出.....	9
图 22: 机构资金流入规模回落.....	9
图 23: 股票市场募资规模明显走低.....	10
图 24: 限售股解禁规模下降.....	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: 美元指数低位小幅回升.....	11
图 28: 10 年期美债收益率回升.....	11
图 29: 中美利差保持高位.....	11
图 30: 10 年期德国国债利率上升.....	12
图 31: 10 年期日本国债利率上升.....	12

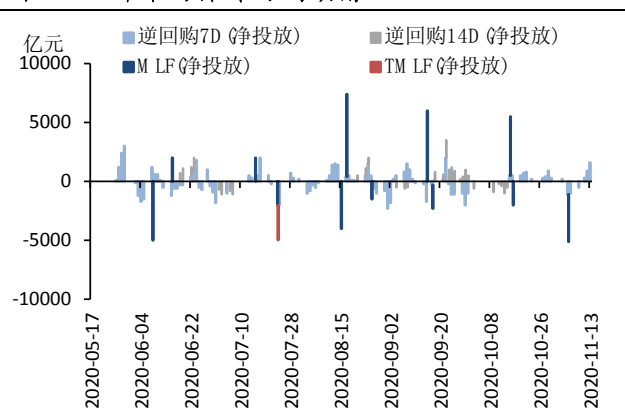
1. 货币市场：资金面大幅收紧，流动性分层加剧

1.1. 公开市场操作：紧平衡格局延续，关注 MLF 续作表现

上周(11月7日-11月13日)，央行单周净投放2300亿元，均为7天逆回购操作。前半周流动性维持紧平衡，后半周央行加大逆回购投放力度，周四、周五分别净投放900亿元、1600亿元。上周日(11月15日)MLF到期2000亿元，央行将于11月16日对本月到期的两笔MLF进行续作，届时关注超额续作规模。

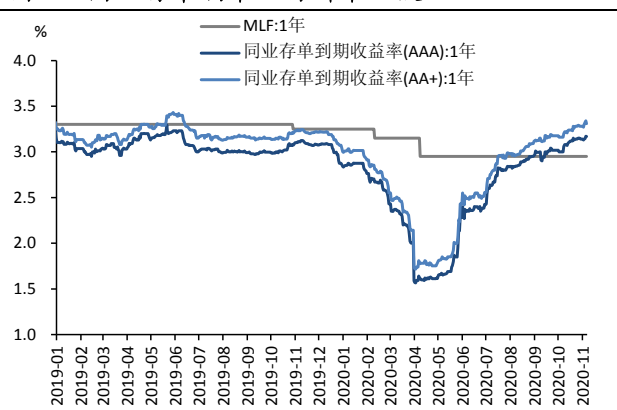
本周二由于永煤意外违约，对市场信心冲击较大，一级市场大面积发行取消、二级市场债券价格下跌。产品赎回以及信用债质押融资受限又进一步导致银行间流动性收紧。11月13日，永煤控股公告称，20永煤SCP003已付息，债券本金正在筹措。我们认为未来事态大面积恶化的概率不大，更多为短期的市场波动。考虑到当前实体经济恢复程度不一、地方政府财力尚待恢复，叠加低通胀以及稳汇率的诉求，我们认为货币政策不存在大幅收紧的条件，更多为温和“控”杠杆的表现。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：同业存单利率上行斜率放缓



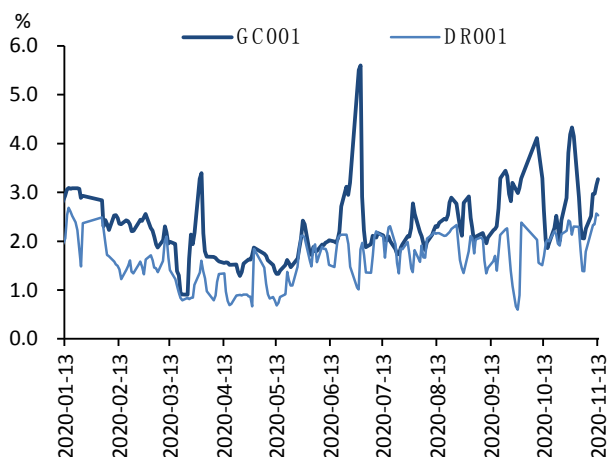
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：短端利率快速抬升，中长端利率重回上行轨道

上周受货币谨慎投放、信用债违约、叠加双十一、MLF 错位等因素影响，资金面持续紧张。与一周前相比，上周DR001上行74.35BP至2.5323%，GC001上行100.6BP至3.2670%。非银和银行流动性分层情况加剧，R007及DR007利差扩大至75.21BP。DR007上行38.42BP至2.6061%，R007上行95.60BP至3.3582%。

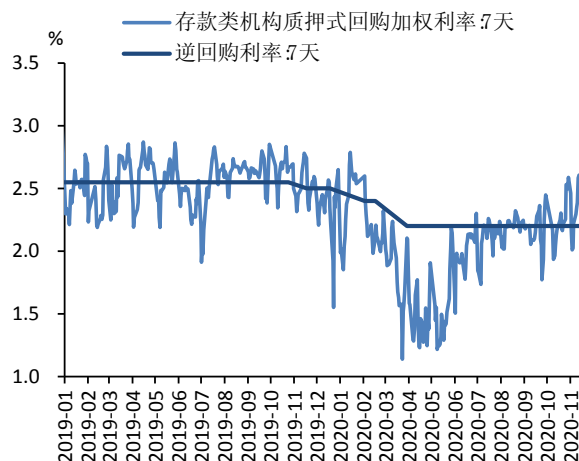
上周中长期利率重回上行轨道。1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率较一周前分别上行27.30BP、7.67BP、9.25BP至2.6243%、3.0720%、3.1505%。

图 3: 隔夜利率大幅抬升



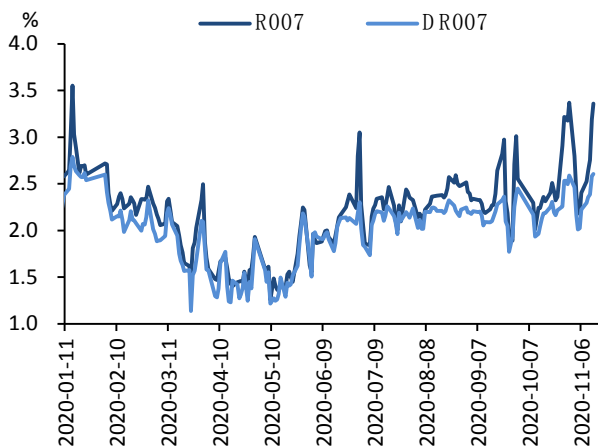
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: DR007 持续高于 7 天逆回购利率



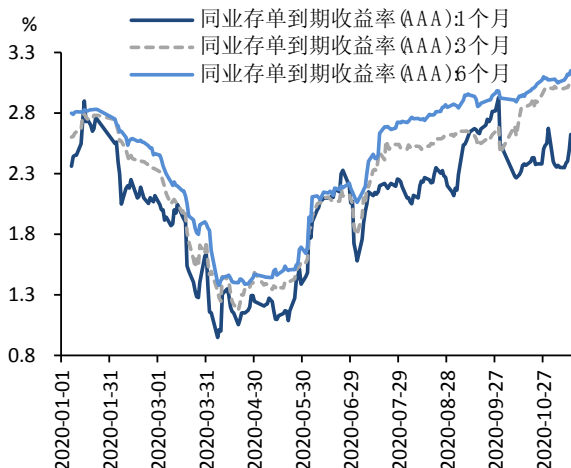
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 银行和非银流动性分层情况加剧



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 同业存单到期收益率继续上行



数据来源: 东北证券, Wind

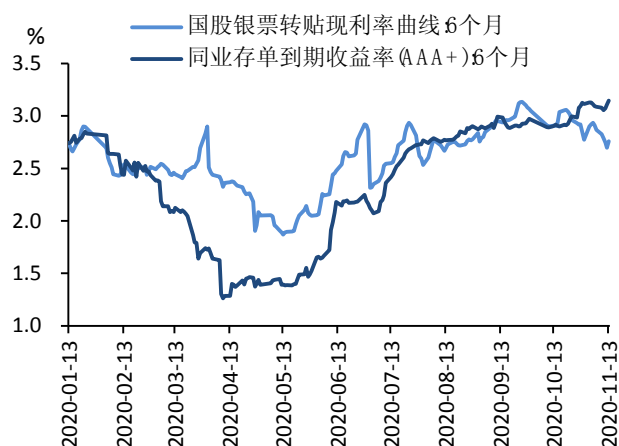
2. 实体流动性: 票据利率小幅回落, 信用利差明显走阔

2.1. 票据&理财: 票据转贴现利率小幅回落, 理财收益率多数上行

上周票据转贴现利率小幅回落。截至 11 月 13 日, 6 个月国股银票转贴现利率较前一周回落 10.84BP 至 2.7599%, 同期限 AAA+同业存单利率小幅上行 5.94BP 至 3.1467%。

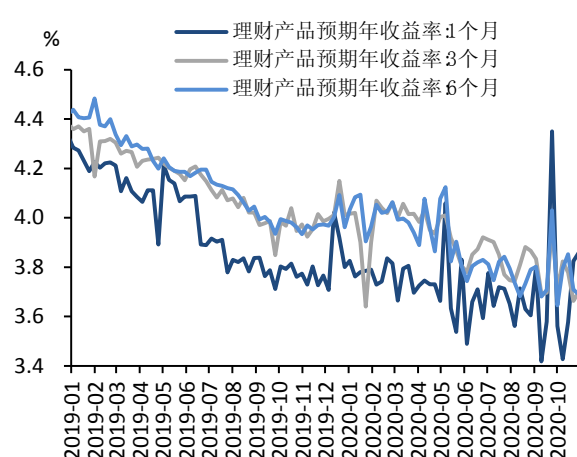
1 个月、3 个月理财产品收益率小幅上行。截至 11 月 8 日, 1 个月、3 个月理财产品收益率分别为 3.86%和 3.70%, 较前一周分别上行 3.49BP 和 3.67BP。6 个月理财产品收益率为 3.69%, 较前一周下行 1.89BP。

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 及 3M 理财收益率小幅回升

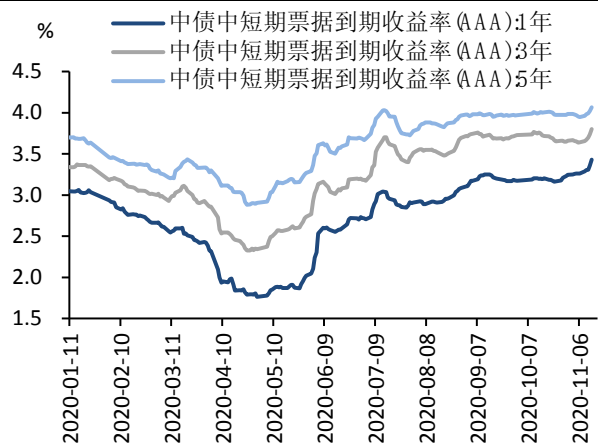


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 中票利率大幅上行, 信用利差明显走阔

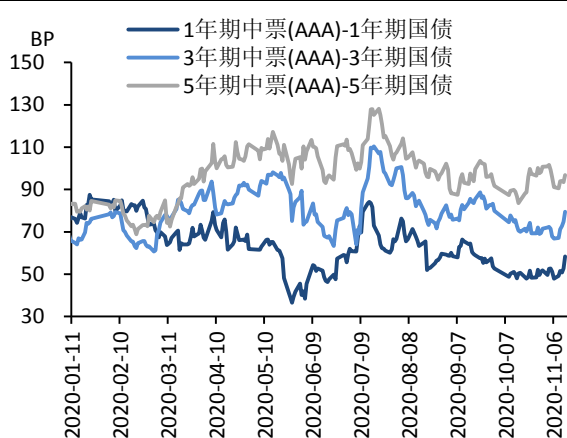
上周受永煤违约事件影响, 各期限中票利率大幅上行。截至 11 月 13 日, 1 年期、3 年期和 5 年期中票利率分别上行 16.86BP、16.22BP 和 11.99BP, 对应国债收益率分别上行 6.32BP、3.51BP 和 6.43BP; 对应各期限中票信用利差明显扩大。上周 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差较上周分别扩大 10.54BP、12.71BP 和 5.56BP。

图 9: 各期限中票利率明显抬升



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 各期限中票信用利差同步走阔



数据来源: 东北证券, Wind

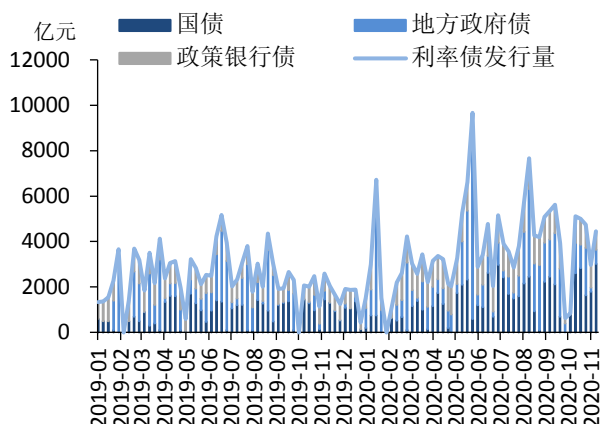
3. 债市流动性: 利率债供给压力抬升, 国债收益率持续上行

3.1. 一级市场: 国债发行放量, 同业存单融资需求回升

上周国债发行放量, 导致利率债供给压力增加。上周利率债共发行 4446.39 亿元, 到期 2088.59 亿元, 净融资额为 2357.80 亿元。较前一周相比, 发行量环比增加 1470.79 元, 到期环比增加 284.12 亿元, 净融资额环比增加 1186.67 亿元。分品种来看, 上周国债发行 3024.10 亿元, 到期 1196.43 亿元; 地方政府债发行 613.09 亿元, 到期 822.16 亿元; 政策银行债发行 809.20 亿元, 到期 70.00 亿元。下周国债供给压力缓

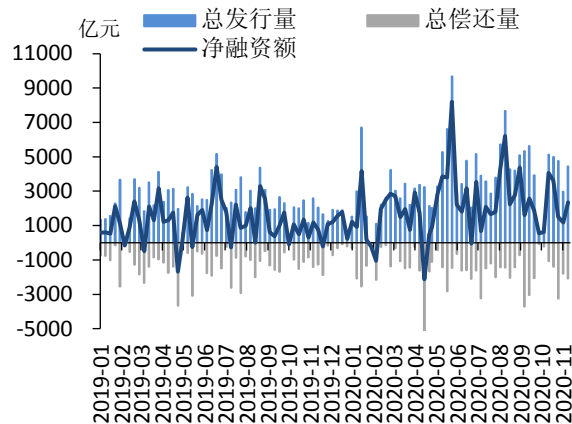
和，单周计划发行 1740 亿元，但周三单日发行规模达 1440 亿元。地方债发行进入尾声，单周计划发行近 600 亿元。

图 11: 利率债发行规模回升



数据来源：东北证券，Wind

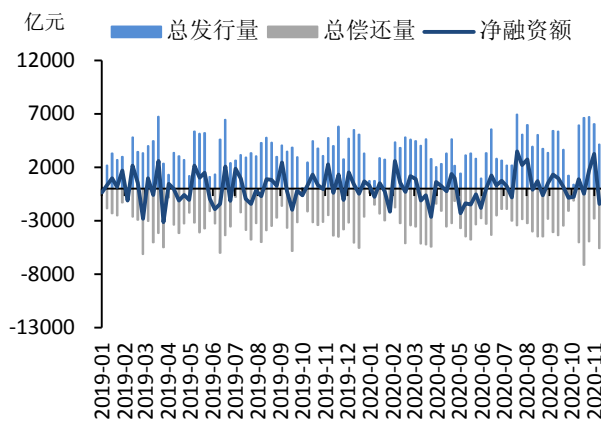
图 12: 利率债净融资规模回升



数据来源：东北证券，Wind

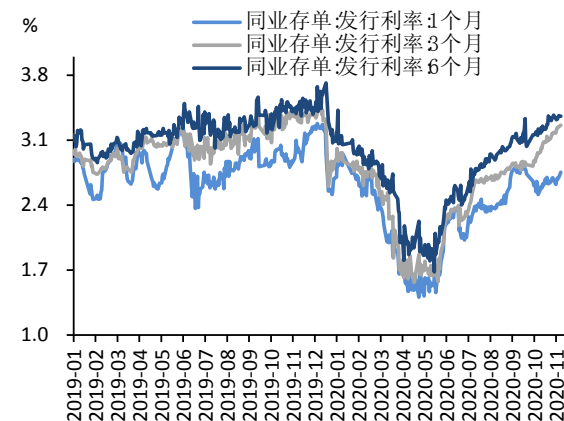
上周同业存单净融资规模大幅回落，发行利率小幅抬升。上周同业存单发行 4141.8 亿元（环比减 1909.90 亿元），到期 5557.90 亿元（环比增加 2771.30 亿元），净融资为 -1416.10 亿元（环比减少 4681.20 亿元）。截至 11 月 13 日，1 个月、3 个月同业存单发行利率分别较前一周上升 2.30BP、6.52BP 至 2.6986%、3.2460%，6 个月同业存单发行利率较前一周微降 0.68BP 至 3.3626%。

图 13: 同业存单净融资规模大幅下降



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 各期限同业存单发行利率小幅抬升

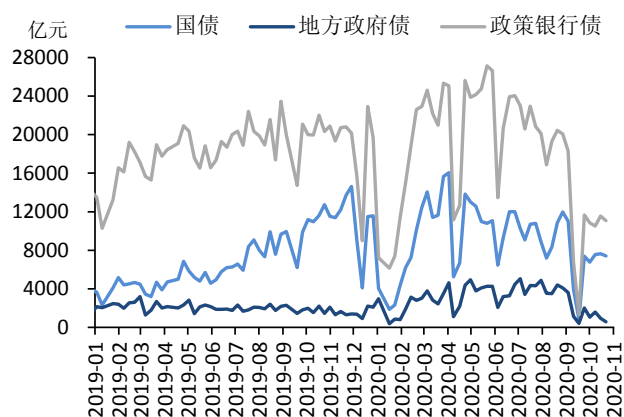


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：利率债成交降温，国债收益率持续上行

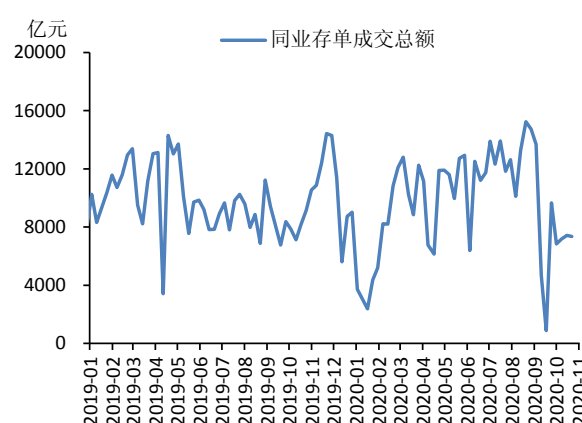
上周利率债成交规模小幅回落。上周利率债成交量为 19086.09 亿元，较前一周成交量环比减少 1071.65 亿元。分品种来看，上周国债成交 7416.62 亿元（环比减少 227.35 亿元）；地方政府债成交 592.63 亿元（环比减少 356.98 亿元）；政策银行债成交 11076.84 亿元（环比减少 487.32 亿元）。上周同业存单成交量为 7352.82 亿元，相比前一周减少 78.65 亿元。

图 15: 各品种利率债成交量同步回落



数据来源：东北证券，Wind

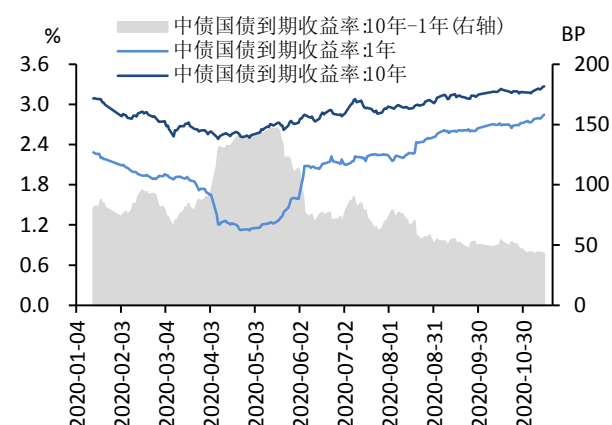
图 16: 同业存单成交量小幅回落



数据来源：东北证券，Wind

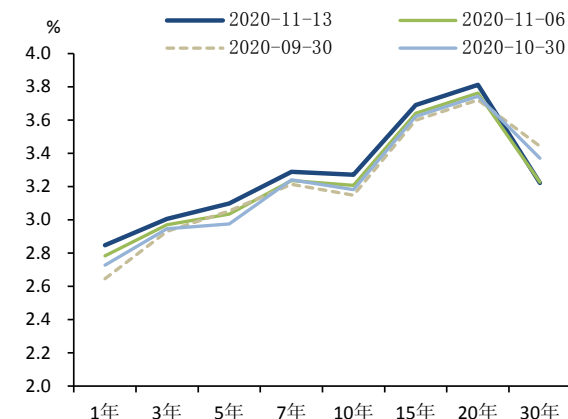
上周因风险偏好抬升、资金面大幅收紧、永煤违约事件释放超预期信用风险，导致各期限国债利率持续上行，10年期国债利率逼近3.3%关口。其中，1/3/5/7/10年国债收益率较前一周分别上行6.3BP/3.5BP/6.4BP/5.3BP/6.5BP。后续关注质押融资收紧带来的流动性风险以及债基赎回压力加大导致利率债出现超调机会。

图 17: 10年期国债收益率持续上行



数据来源：东北证券，Wind

图 18: 国债收益率曲线整体上移



数据来源：东北证券，Wind

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_1400

