

证券研究报告 / 宏观数据

央行维护资金面不缺不溢

---流动性周度观察（2021年第5周）

报告摘要：

2月4日，央行重启14天逆回购操作，完全对冲到期的7天逆回购资金。一方面，意在维护春节期间流动性平稳，保证资金到期时间推迟至节后首日；另一方面，节前央行的资金投放量仍相对收敛，表明央行对于资金面不缺不溢的态度，近期流动性仍处在紧平衡状态。下周逆回购到期2800亿元，春节期间MLF到期2000亿元，央行可能采取节前或节后首日进行续作。

2月4日，DR007开盘价上调至2.32%，引发市场对于加息的猜测，对此我们有以下几点思考：一是，开盘价上调是流动性紧平衡的一种表现，连续两天的开盘价上调并不足以证明未来政策利率也会适当上行。历史表现来看，DR007开盘价上行与政策利率上调并非完全对应关系。二是，疫情带来国内基本面扰动加强、未来通胀上行压力不大、美联储政策的鸽派立场暂不支持政策利率选择在一季度进行调整。当前货币政策仍处于结构性调整阶段，表现为房贷利率的适当上行、房贷额度的管控，总量政策的调整仍需要进一步观测。三是未来DR007持续高于7天逆回购利率的概率较大，可以借鉴9月末-11月上旬永煤违约前的资金面表现。同期债市表现为，短端利率向上抬升，长端利率区间震荡，收益率曲线呈现扁平化。

货币市场：上周，央行单周净投放1460亿元（含国库现金）。当周各期限利率大幅回落，非银流动性明显缓和。表现为DR001大幅下行145BP至1.88%，DR007大幅下行91BP至2.25%，R007与DR007利差缩小至4.83BP。上周票据转贴现利率大幅下行，但仍处于倒挂情况。

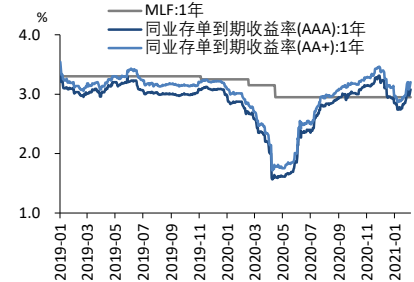
债市流动性：上周利率债到期量普遍较小，净融资整体大幅回升。上周各期限国债利率同步上行，5年期品种上行幅度最大。前两日央行净投放操作带动资金面逐步从紧张趋势中走出，1年期国债利率明显回落。但2月3日后，央行暂停净投放操作，叠加DR007开盘价上行，流动性投放不及市场预期，1年期国债利率持续上行。而市场对于流动性预期的调整，带动10年期国债利率当周上行3BP。

股市流动性：上周资金流入放缓，资金需求增加。杠杆资金流出116亿（环比-144亿），北向资金净流入253亿（环比+321亿），新发偏股型基金942亿（环比+31亿）；重要股东净减持219亿（环比+97亿），股市募资229亿（环比-101亿），限售股解禁1618亿（环比+1284亿）。

海外流动性：人民币主动升值趋势仍在，但随着美元指数的震荡上行，人民币升值步伐趋缓，美元兑人民币稳定在6.47附近。上周通胀预期抬升，带动10年期美债利率回升8BP，中美利差同步收窄。

风险提示：海外疫情持续反复，宏观政策超预期。

相关数据



相关报告

《企业生产活动降温，关注2月份起季节性表现》

--20210201

《流动性压力有望缓和，预计资金面回归紧平衡》

--20210131

《美联储“鸽”声依旧，拜登行政令频出》

--20210131

《美联储发了“定心丸”》

--20210128

《春节就地过年对经济影响不同向，政策不急转弯》

--20210124

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 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：14天逆回购重启，节前资金面不缺不溢.....	4
1.1.	公开市场操作：DR007 开盘价上调不完全对应于政策利率的调整.....	4
1.2.	资金利率：短端利率大幅回落，非银流动性缓和	5
2.	实体流动性：票据利率倒挂情况仍在，信用利差多数走窄	5
2.1.	票据&理财：票据利率大幅回落，理财产品收益率多数下行	5
2.2.	信用利差：中票利率小幅上行，长端信用利差明显收窄	6
3.	债市流动性：短端国债利率有所抬升，长短端利差收敛.....	7
3.1.	一级市场：利率债净融资大幅回升，下周发行量预计明显回落	7
3.2.	二级市场：国债利率普遍上行，收益率曲线趋缓	8
4.	股市流动性：资金流入放缓，资金需求增加	9
4.1.	资金供给：杠杆资金再度流出，北向、机构资金流入增加	9
4.2.	资金需求：股市募资规模下降，解禁规模、净减持规模大幅回升	10
5.	海外：美元震荡上行，美债利率大幅回升	11
5.1.	汇率：美元指数持续上行，人民币升值步伐趋缓	12
5.2.	债市：美债利率明显回升，德日国债利率同步上行	12

图表目录

图 1: DR007 开盘价与 7 天逆回购利率表现.....	4
图 2: DR007 回归至 7 天逆回购利率附近.....	4
图 3: 隔夜利率大幅回落	5
图 4: 同业存单利率持续高于 MLF 利率	5
图 5: 银行和非银流动性分层情况好转	5
图 6: 1 个月同业存单到期收益率快速回落	5
图 7: 票据转贴现利率大幅下行	6
图 8: 理财收益率多数下行	6
图 9: 中票利率整体小幅上行	6
图 10: 信用利差短端平稳，长端走阔	6
图 11: 利率债发行规模小幅增加.....	7
图 12: 利率债净融资规模大幅回升	7
图 13: 同业存单净融资额明显回落	7
图 14: 各期限同业存单发行利率表现分化	7
图 15: 利率债成交量下降	8
图 16: 同业存单成交量小幅回落	8
图 17: 10 年期国债利率小幅上行	8
图 18: 国债收益率曲线	8
图 19: 两融余额继续流出	9

图 20: 融资买入额持续回落	9
图 21: 上周北向资金转为流入	9
图 22: 机构资金流入规模小幅回升	9
图 23: 股票市场募资规模下降	10
图 24: 限售股解禁规模大幅增加	10
图 25: 重要股东净减持规模明显回升	10
图 26: 人民币汇率升值步伐趋缓	12
图 27: 美元指数持续上行	12
图 28: 10 年期美债收益率小幅上行	12
图 29: 中美利差小幅放宽	12
图 30: 10 年期德国国债利率上行	13
图 31: 10 年期日本国债利率小幅上行	13

1. 货币市场：14天逆回购重启，节前资金面不缺不溢

1.1. 公开市场操作：DR007 开盘价上调不完全对应于政策利率的调整

上周(2月1日-2月7日)，央行单周净投放1460亿元(含国库现金)。上周前两日央行均进行净投放操作，随着资金利率水平回归常态化，2月3日央行开始净回笼。自2月4日开始，央行采用14天逆回购操作完全对冲到期的7天逆回购资金，一方面，14天资金投放意在维护春节期间流动性平稳，保证资金到期时间推迟至节后首日；另一方面，我们看到节前央行的资金投放量仍相对收敛，表明央行对于资金面不缺不溢的态度，近期流动性仍处在紧平衡状态。上周1年期AAA同业存单到期收益率保持在相对高位，高于同期MLF利率13BP。下周共有逆回购到期2800亿元，春节假期最后一日(2月17日)MLF到期2000亿元。考虑到央行以往选择在15日进行MLF操作，受今年春节假期的影响，央行可能选择在节前提前续作，或推迟至节后首日(2月18日)进行续作。

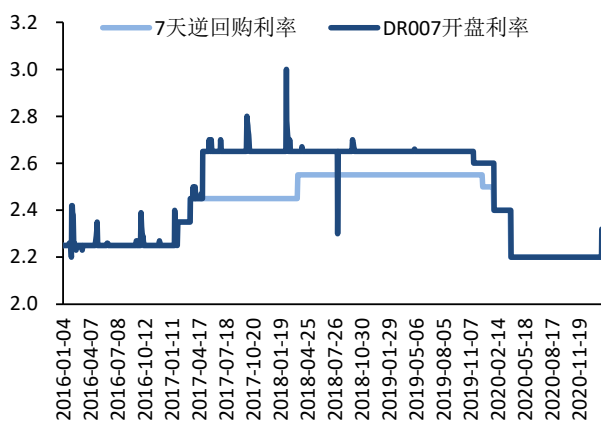
2月4日，DR007开盘价上调至2.32%，高于政策利率2.2%，引发市场对于加息的猜测，对此我们有以下几点思考：

1. 开盘价上调是流动性紧平衡的一种表现，连续两日的开盘价上调并不足以证明未来政策利率也会适当上行。历史表现来看，DR007开盘价上行与政策利率上调并非完全对应关系。例如，2016年全年7天逆回购利率稳定在2.25%，然而期间出现三次DR007开盘价持续高于7天逆回购利率5BP-17BP的情况。分别出现在2月初春节前夕，4月末，9月末，当时资金面均处于偏紧状态。而在2018年3月22日，逆回购利率加息之前，在长达1年的时间内，DR007开盘价均高于政策利率20BP左右。

2. 疫情带来国内基本面扰动加强、未来通胀上行压力不大、美联储政策的鸽派立场暂不支持政策利率选择在1季度进行调整。当前货币政策仍处于结构性调整阶段，表现为房贷利率的适当上行、房贷额度的管控，总量政策的调整仍需要进一步观测。

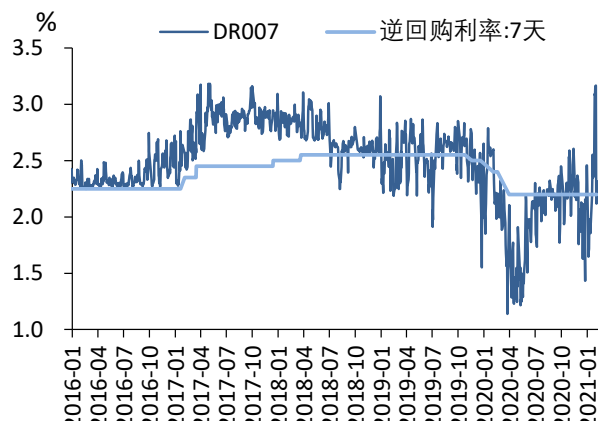
3. 结合1月末央行持续净回笼的操作，意味着未来DR007持续高于7天逆回购利率的概率较大，可以借鉴9月末-11月上旬永煤违约前的资金面表现。同期债市表现为，短端利率向上抬升，长端利率区间震荡，收益率曲线呈现扁平化。

图 1：DR007 开盘价与 7 天逆回购利率表现



数据来源：东北证券，Wind

图 2：DR007 回归至 7 天逆回购利率附近



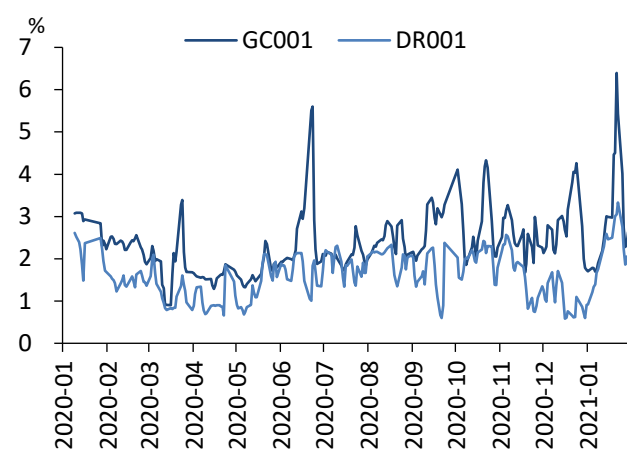
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：短端利率大幅回落，非银流动性缓和

隔夜利率大幅回落，非银流动性明显缓和。与前一周相比，上周 DR001 大幅下行 145.41BP 至 1.8793%，GC001 大幅下行 279.60BP 至 2.6350%。DR007 大幅下行 90.74BP 至 2.2513%，R007 大幅下行 209.34BP 至 2.2996%，二者利差缩小至 4.83BP，流动性分层情况好转。

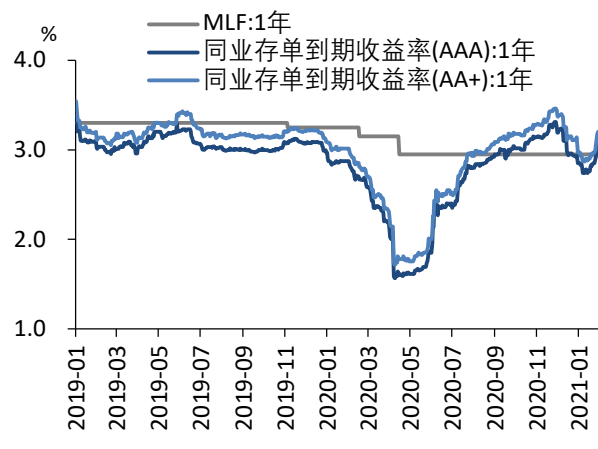
各期限同业存单利率均大幅回落，其中短端利率回落最为显著。1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别下行 80.29BP、19.54BP、7.94BP 至 2.6470%、2.8743%、2.9909%。

图 3：隔夜利率大幅回落



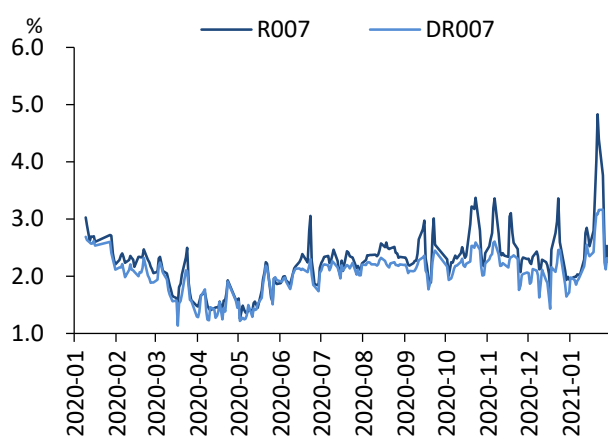
数据来源：东北证券，Wind

图 4：同业存单利率持续高于 MLF 利率



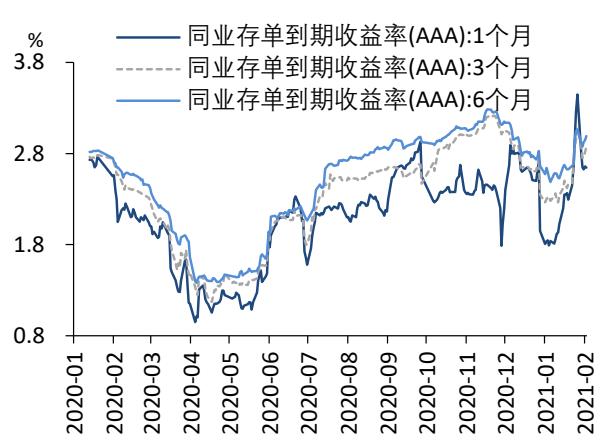
数据来源：东北证券，Wind

图 5：银行和非银流动性分层情况好转



数据来源：东北证券，Wind

图 6：1 个月同业存单到期收益率快速回落



数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率倒挂情况仍在，信用利差多数走窄

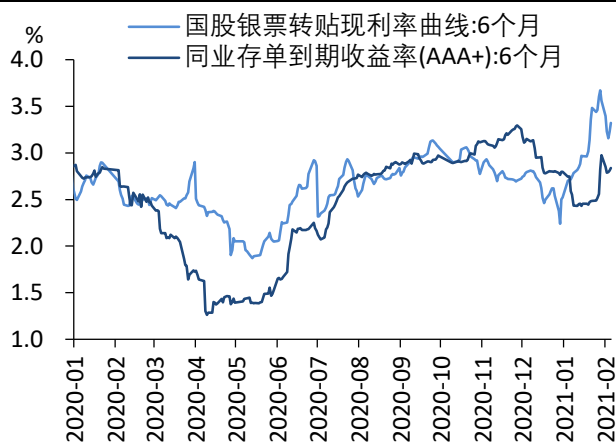
2.1. 票据&理财：票据利率大幅回落，理财产品收益率多数下行

上周票据转贴现利率大幅下行，但仍处于倒挂情况，一方面与近期资金面收敛有关，

另一方面也与信贷额度紧张，票据贴现需求增加有关。截至2月5日，6个月国股银票转贴现利率较前一周下行23.87BP至3.3233%，同期限AAA+同业存单利率下行13.77BP至2.8375%。

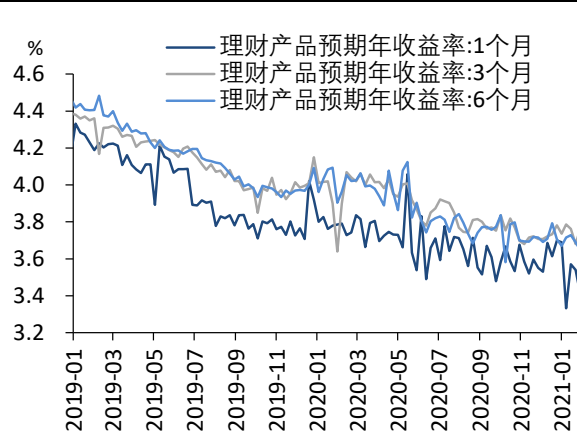
理财产品收益率多数下行。截至1月31日，1个月、6个月理财产品收益率分别为3.41%、3.76%，较前一周分别下行13.44BP、4.32BP。3个月理财产品收益率为3.65%，较前一周上行8.37BP。

图7：票据转贴现利率大幅下行



数据来源：东北证券，Wind

图8：理财收益率多数下行

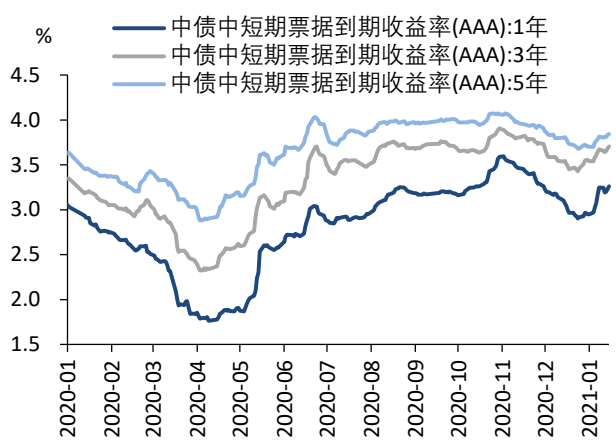


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率小幅上行，长端信用利差明显收窄

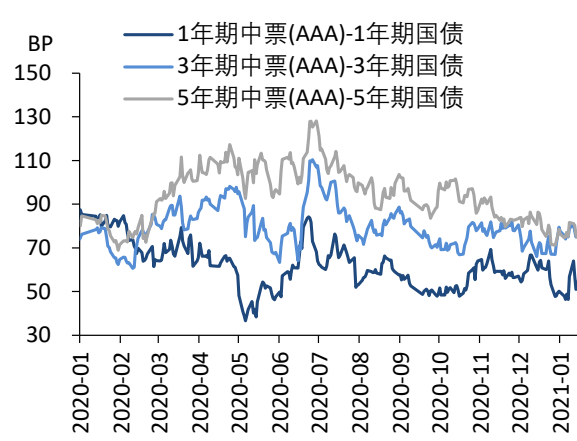
上周中票利率小幅上行，长端信用利差明显走窄，短端利差相对平稳。截至2月5日，1年期、3年期、5年期AAA中票利率分别上行1.29BP、3.24BP、2.84BP至3.2614%、3.7057%、3.8450%，对应1年期、3年期、5年期国债收益率分别上行2.22BP、2.87BP、6.89BP至2.7021%、2.9136%、3.0695%。上周3年期AAA中票信用利差较上周走阔0.37BP，1年期、5年期中票信用利差分别较上周走窄0.93BP、4.05BP。

图9：中票利率整体小幅上行



数据来源：东北证券，Wind

图10：信用利差短端平稳，长端走阔



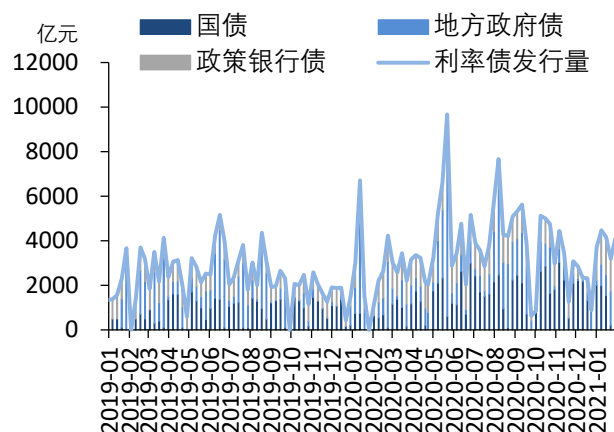
数据来源：东北证券，Wind

3. 债市流动性：短端国债利率有所抬升，长短端利差收敛

3.1. 一级市场：利率债净融资大幅回升，下周发行量预计明显回落

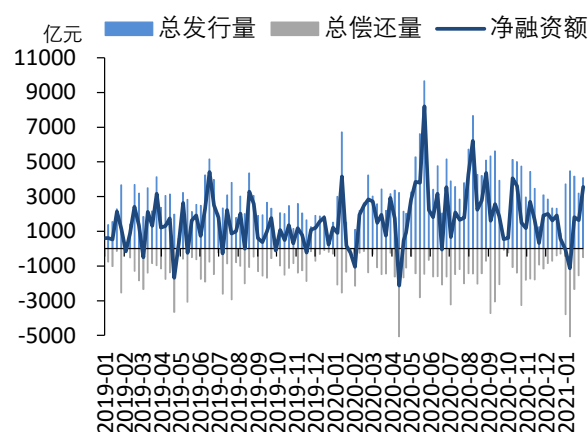
上周利率债到期量普遍较小，净融资整体大幅回升。上周利率债共发行 4081.34 亿元，到期 500.60 亿元，净融资额为 3580.74 亿元。较前一周相比，发行量环比上升 889.95 亿元，净融资额环比上升 1933.95 亿元。分品种来看，上周国债发行 2000 亿元，到期 500.6 亿元；地方政府债发行 557.24 亿元，无到期；政策银行债发行 1524.1 亿元，无到期。下周暂无国债及地方债发行计划。

图 11：利率债发行规模小幅增加



数据来源：东北证券，Wind

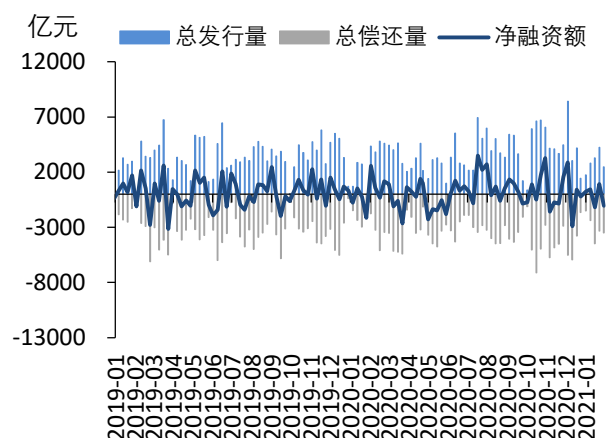
图 12：利率债净融资规模大幅回升



数据来源：东北证券，Wind

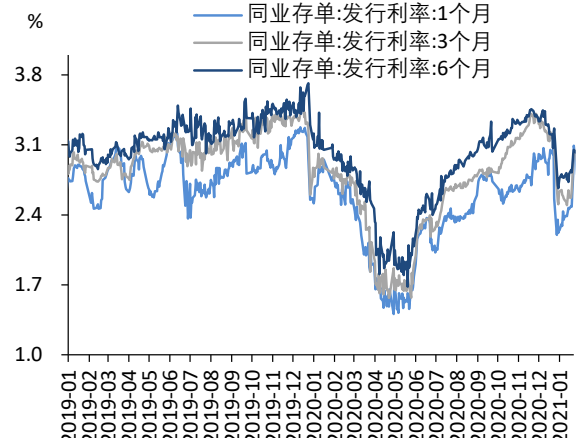
上周同业存单发行降温，各期限存单利率表现分化。上周同业存单发行 3151.5 亿元（环比下降 1098.6 亿元），到期 4177.5 亿元（环比增 838.8 亿元），净融资为 -1026.0 亿元（环比下降 1937.4 亿元）。截至 2 月 7 日，1 个月、3 个月同业存单发行利率较前一周分别下行 14.67BP、3.00BP 至 2.8233%、3.0155%。6 个月同业存单发行利率较前一周上行 10.81BP 至 3.1306%。

图 13：同业存单净融资额明显回落



数据来源：东北证券，Wind

图 14：各期限同业存单发行利率表现分化

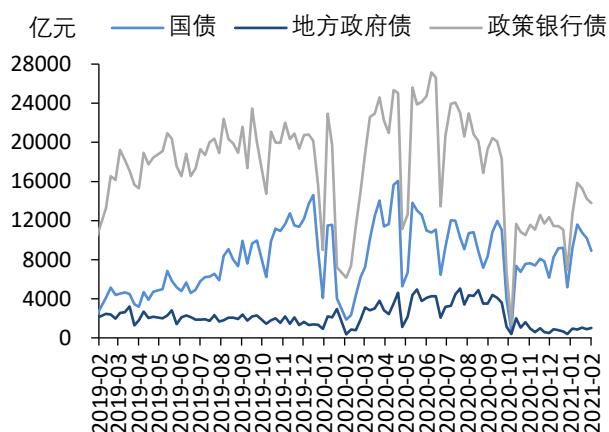


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：国债利率普遍上行，收益率曲线趋缓

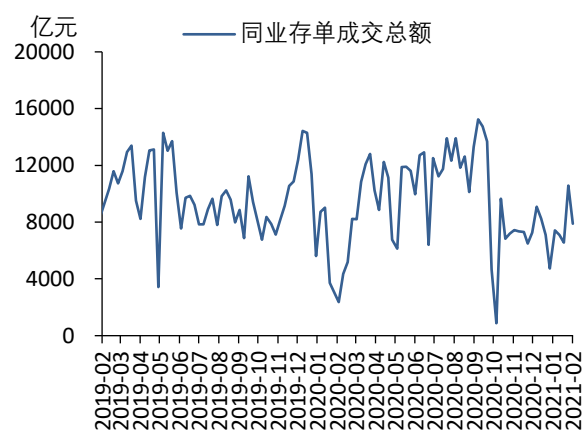
上周利率债、同业存单交易量小幅回落。上周利率债成交量为 23740.90 亿元，较前一周成交量环比下降 1541.11 亿元。分品种来看，上周国债成交 8921.54 亿元（环比下降 1258.59 亿元）；地方政府债成交 1028.58 亿元（环比增加 135.52 亿元）；政策银行债成交 13790.78 亿元（环比下降 418.04 亿元）。上周同业存单成交量为 7896.00 亿元，相比前一周下降 2666.28 亿元。

图 15：利率债成交量下降



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

上周各期限国债利率同步上行，5 年期品种上行幅度最大。上周 1 年期国债利率先下后上，总体上行 2.22BP 至 2.7021%，10 年期国债利率上行 3.78BP 至 3.2164%，10Y-1Y 期限利差增加 1.56BP。前两日央行净投放操作带动资金面逐步从紧张趋势中走出，1 年期国债利率明显回落。但 2 月 3 日后，央行暂停净投放操作，叠加 DR007 开盘价上行，流动性投放不及市场预期，1 年期国债利率持续上行。而市场对于流动性预期的调整，带动 10 年期国债利率整体上行。

图 17：10 年期国债利率小幅上行

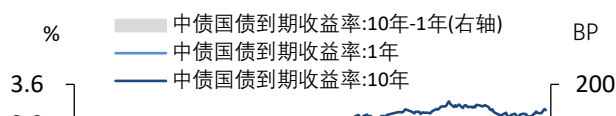
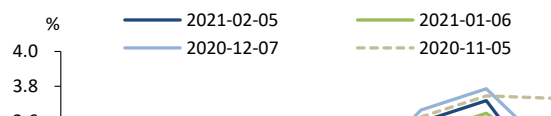


图 18：国债收益率曲线



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_18175

