

证券研究报告 / 宏观数据

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）

报告摘要：

货币市场：上周央行公开市场操作净投放（不含国库现金）2200亿元，均为7天逆回购操作，银行间资金面维持紧平衡，短端资金面小幅上行，中长端利率继续抬升。上周DR007上行3.03BP至2.2170%，3个月AAA同业存单到期收益率上行3.96BP至2.8904%，主要受同业存单大量到期影响。

央行重提“货币供应总闸门”，货币政策易紧难松，明年货币政策或将面临进一步正常化局面，但预计控制杠杆率过程较为平稳，表现为分子端信用收紧和分母端经济总量的进一步回升。

债券市场：上周利率债净供给压力趋缓，共发行5001.03亿元，到期1392.46亿元，净融资额为3608.57亿元，较上周回落440.91亿元。下周国债发行缩量，地方债发行步入尾声。国债计划发行1140亿元、地方债计划发行2078亿元。

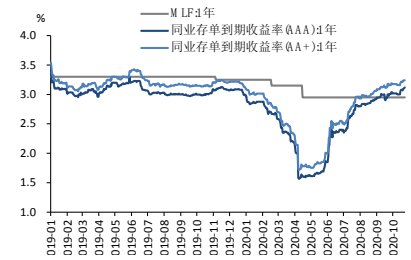
上周国债利率全线下行，5年期品种回落幅度明显。其中，1/3/5/7/10年期国债收益率较前一周分别下行1.40BP/5.59BP/15.57BP/3.52BP/2.45BP。近期受经济动能切换迹象逐步显露、债市供给压力缓和、中小行结构性存款压降节奏有望放缓等因素影响，债市利好因素持续酝酿，10年期国债整体震荡下行。但货币政策方面，随着四季度经济增速进入潜在增长区间，明年一季度在低基数和复苏动能延续基础之上，经济增速将进一步走高，可能会为央行采取进一步正常化操作提供窗口。市场对未来资金利率抬升的担忧是制约利率下行的主要原因，我们认为当前并不意味着债市行情的彻底转向。

股票市场：资金供给方面，杠杆、机构资金流入收敛、北向资金连续流出；资金需求方面，股市募资需求下滑，净减持保持稳定。杠杆资金流入82亿（环比-275亿），北向资金净流入-140亿（环比-251亿），新发偏股型基金361亿（环比-133亿）；重要股东净减持116亿（环比-0.84亿），股市募资216亿（环比-160亿），限售股解禁525亿（环比-323亿）。

海外市场：上周受英欧重启贸易谈判等影响，欧元对美元汇率走强，同时市场对美国财政刺激计划推出的预期升温，均带动美元指数持续回落，人民币汇率在主动和被动升值的支撑下，重回快速升值通道。美元指数收于92.74，较前一周下降0.97。上周人民币对美元中间价收于6.67，调升629点。同期，美国10年期国债收益率较前一周上行9BP至0.85%。

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

《拐点尚未到来，债市延续震荡格局——流动性观察（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——流动性观察（2020年第38周）》

-20200920

《信用扩张尚未结束，债市仍在调整期——流动性观察（2020年第37周）》

-20200914

《货币谨慎投放，债市空头情绪释放——流动性周度观察（2020年第36周）》

-20200906

证券分析师：沈新风

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：资金面维持紧平衡，中长端利率持续抬升.....	4
1.1. 公开市场操作：央行连续小额净投放，资金面维持紧平衡.....	4
1.2. 资金利率：短端利率小幅上行，中长端利率持续抬升.....	4
2. 实体流动性：票据利率回落，信用利差分化.....	5
2.1. 票据&理财：票据转贴现利率回落，理财收益率走势分化.....	5
2.2. 信用利差：中票利率同步回落，信用利差走势分化.....	6
3. 债市流动性：债市情绪升温，国债利率全线回落.....	6
3.1. 一级市场：利率债净供给压力趋缓，存单融资需求回落.....	6
3.2. 二级市场：利率债成交量回落，国债收益率全线下行.....	7
4. 股市流动性：资金供给收敛，资金需求回落.....	9
4.1. 资金供给：A股成交持续缩量，北向资金转为流出.....	9
4.2. 资金需求：股市募资需求下滑，净减持规模基本持平.....	10
5. 海外：美元指数持续下行，10年期美债利率快速抬升.....	11
5.1. 汇率：美元指数回落，人民币汇率快速升值.....	11
5.2. 债市：10年期美债收益率快速抬升.....	11

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况.....	4
图 2: 同业存单利率小幅上行.....	4
图 3: 隔夜利率保持上行.....	5
图 4: DR007 保持在 2.2%附近.....	5
图 5: R007、DR007 小幅抬升.....	5
图 6: 同业存单到期收益率持续上行.....	5
图 7: 票据转贴现利率小幅回落.....	6
图 8: 1M 理财收益率回落明显.....	6
图 9: 各期限中票利率小幅走低.....	6
图 10: 各期限中票信用利差同步分化.....	6
图 11: 利率债发行量回落.....	7
图 12: 利率债净融资规模小幅回落.....	7
图 13: 同业存单到期量大幅增加.....	7
图 14: 同业存单发行利率继续上行.....	7
图 15: 利率债成交量继续回落.....	8
图 16: 同业存单成交量环比下降.....	8
图 17: 10 年期国债收益率震荡下行.....	8

图 18: 国债收益率曲线走平.....	8
图 19: 两融余额流入规模收敛.....	9
图 20: 融资买入额持续回落.....	9
图 21: 上周北向资金连续净流出.....	9
图 22: 机构资金流入规模持续收敛.....	9
图 23: 股票市场募资规模大幅上升.....	10
图 24: 限售股解禁规模反弹.....	10
图 25: 重要股东净减持规模持续回落.....	10
图 26: 人民币汇率快速升值.....	11
图 27: 美元指数持续下降.....	11
图 28: 10 年期美债收益率上修.....	12
图 29: 中美利差小幅缩窄.....	12
图 30: 10 年期德国国债利率小幅上行.....	12
图 31: 10 年期日本国债利率小幅上修.....	12

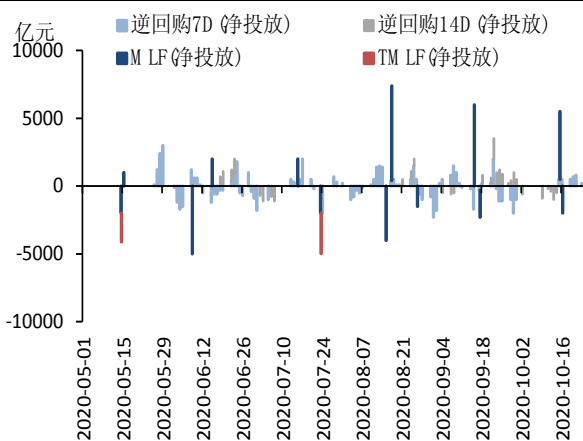
1. 货币市场：资金面维持紧平衡，中长端利率持续抬升

1.1. 公开市场操作：央行连续小额净投放，资金面维持紧平衡

上周(10月19日-10月23日)，央行单周公开市场操作净投放(不含国库现金)2200亿元，均为7天逆回购操作，银行间资金面维持紧平衡。受同业存单大量到期影响，1年期AAA同业存单利率继续保持在MLF利率之上。

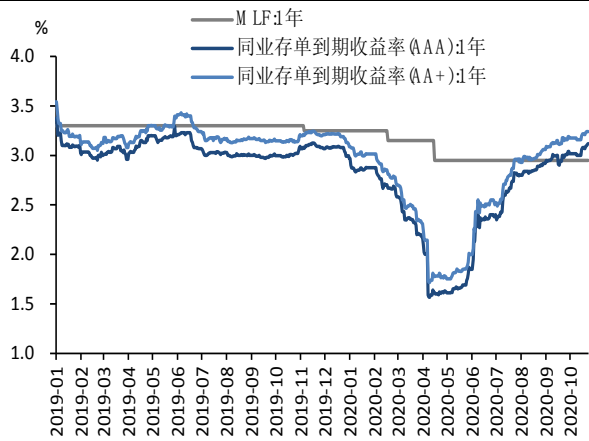
央行重提“货币供应总闸门”，货币政策易紧难松，明年货币政策或将面临进一步正常化局面，但预计控制杠杆率过程较为平稳，表现为分子端信用收紧和分母端经济总量的进一步回升。10月21日，易纲表示，“稳健的货币政策要更加灵活适度，精准导向。要把握好稳增长和防风险平衡，保持货币供应量与名义国内市场总值匹配，反映潜在产出的增长率。可以尽量长时间实施正常的货币政策，希望保持正常、斜率向上的收益率曲线。为经济主体提供正向激励机制，这样有利于人民币资产的安全和竞争力的提高。在今年抗疫的特殊时期，宏观杠杆率会有阶段性上行，但随着明年GDP增速回升以后，明年宏观杠杆率会进一步稳定，货币政策要把握好货币供应的总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之长期维持在合理轨道上。”

图 1: 公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 同业存单利率小幅上行



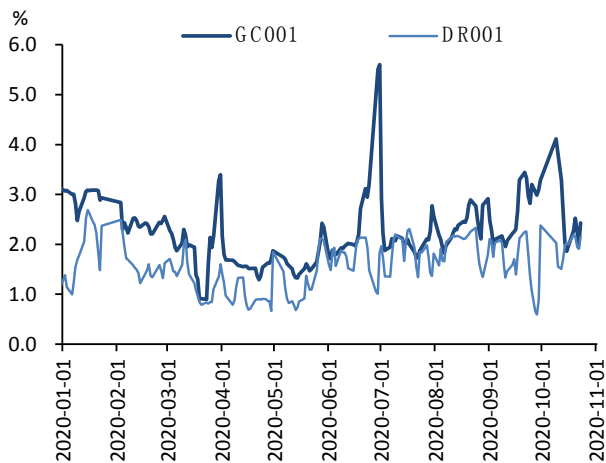
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：短端利率小幅上行，中长端利率持续抬升

上周央行连续小额净投放，短端资金利率小幅上行，DR007继续保持在2%左右。上周DR001上行15.03BP至2.1468%，GC001上行45.40BP至2.4280%。R007上行4.66BP至2.3587%，DR007上行3.03BP至2.2170%。

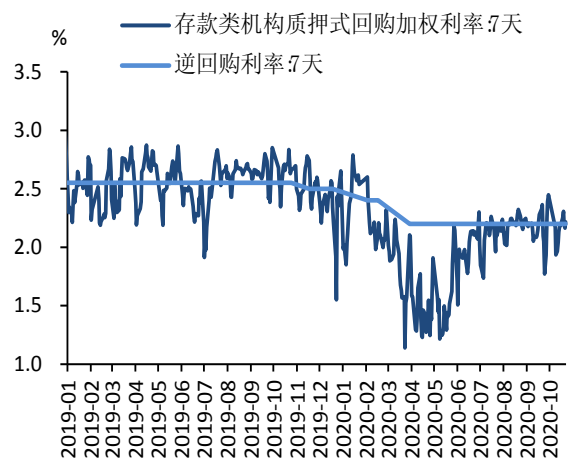
上周中长端资金面趋紧，1个月、3个月及6个月存单利率持续回升。1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率较前一周分别上行1.17BP、3.96BP、7.90BP至2.3800%、2.8904%、3.0409%。

图 3: 隔夜利率保持上行



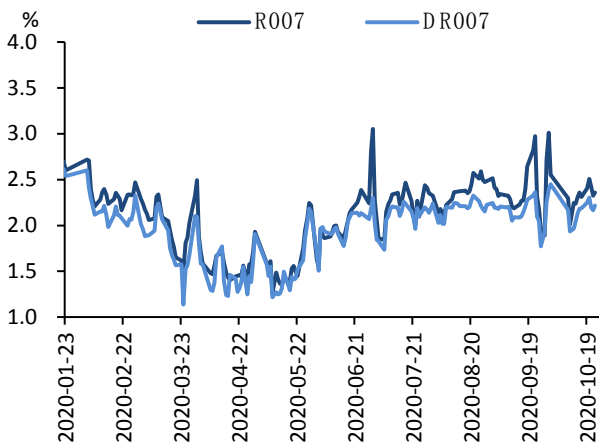
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: DR007 保持在 2.2%附近



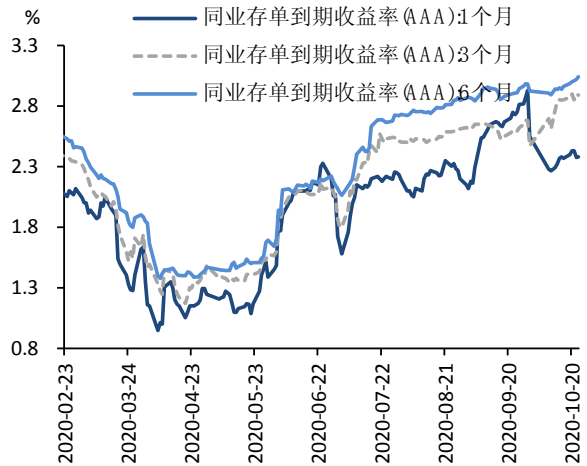
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: R007、DR007 小幅抬升



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 同业存单到期收益率持续上行



数据来源: 东北证券, Wind

2. 实体流动性: 票据利率回落, 信用利差分化

2.1. 票据&理财: 票据转贴现利率回落, 理财收益率走势分化

上周票据转贴现利率小幅回落。截至 10 月 23 日, 6 个月国股银票转贴现利率较前一周下行 7.71BP 至 2.9614%, 同期限 AAA+ 同业存单利率小幅上行 9.51BP 至 2.9965%。

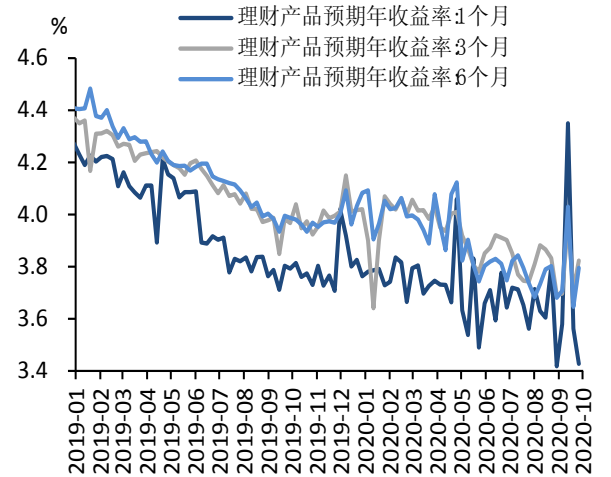
理财产品收益率分化, 其中 1 个月品种明显回落, 3 个月及 6 个月品种利率走高。截至 10 月 23 日, 3 个月、6 个月理财产品收益率分别为 3.82% 和 3.80%, 较前一周分别上行 11.10BP 和 14.92BP。1 个月理财产品收益率为 3.43%, 较前一周下行 13.53BP。

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 理财收益率回落明显

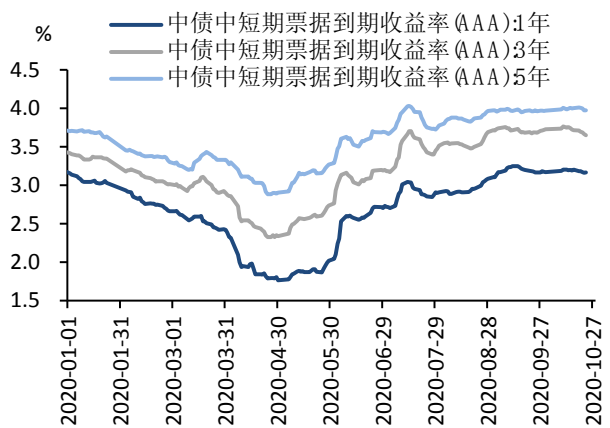


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 中票利率同步回落, 信用利差走势分化

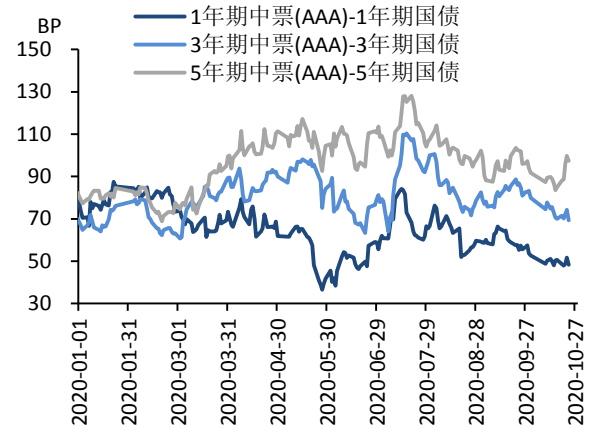
上周中票利率同步回落, 1 年期及 3 年期信用利差继续收窄, 5 年期中票信用利差被动走阔。截至 10 月 23 日, 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别下行 3.71BP、6.34BP、3.12BP, 对应期限国债收益率分别下行 1.4BP、5.59BP、15.57BP。上周各期限中票信用利差分化。上周 1 年期、3 年期 AAA 中票信用利差小幅收窄, 5 年期品种信用利差被动走阔 12.45BP。

图 9: 各期限中票利率小幅走低



数据来源: 东北证券, Wind

图 10: 各期限中票信用利差同步分化



数据来源: 东北证券, Wind

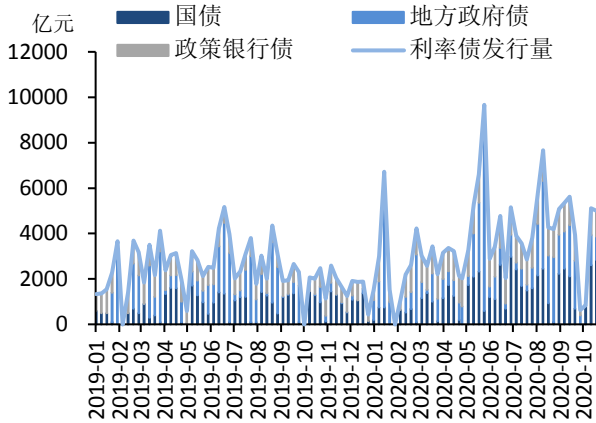
3. 债市流动性: 债市情绪升温, 国债利率全线回落

3.1. 一级市场: 利率债净供给压力趋缓, 存单融资需求回落

上周利率债净供给压力趋缓。上周利率债共发行 5001.03 亿元, 到期 1392.46 亿元, 净融资额为 3608.57 亿元。较前一周相比, 发行量减少 117.48 亿元, 到期量减少 323.43 亿元, 净融资额回落 440.91 亿元。分品种来看, 上周国债发行 2837.20 亿元, 到期 100.90 亿元; 地方政府债券发行 1024.33 亿元, 到期 851.56 亿元; 政策银行债发行

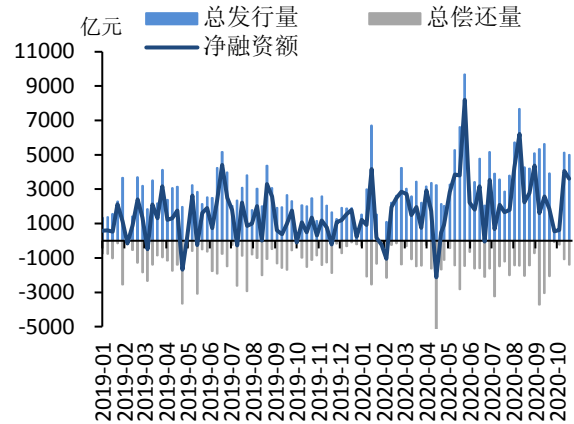
1039.50 亿元，到期 440 亿元。下周国债发行缩量，地方债发行步入尾声。国债计划发行 1140 亿元、地方债计划发行 2078 亿元。

图 11: 利率债发行量回落



数据来源：东北证券，Wind

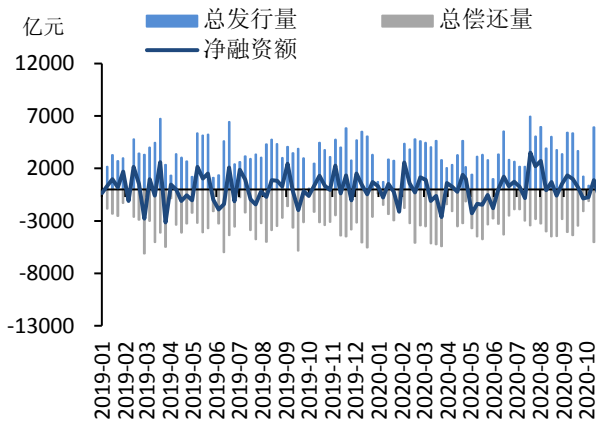
图 12: 利率债净融资规模小幅回落



数据来源：东北证券，Wind

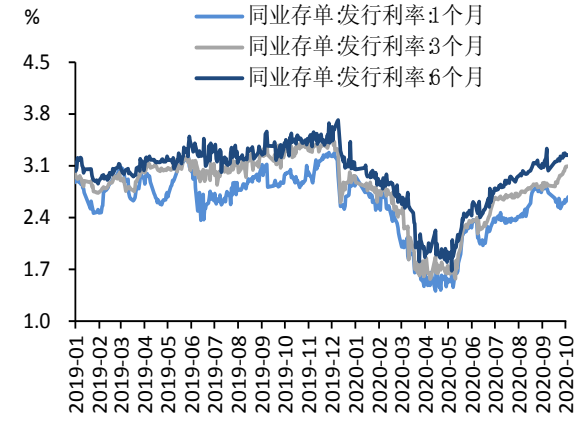
上周同业存单到期量大幅增加，负债端续作压力增加，带动发行利率继续上行。上周同业存单发行 6628.60 亿元（环比增 711.90 亿元），到期 7113.5 亿元（环比增 2081.80 亿元），净融资为 -484.90 亿元（环比减 1369.90 亿元）。截至 10 月 23 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率分别较前一周上升 9.46BP、12.26BP、1.68BP 至 2.6784%、3.0903%、3.2447%。

图 13: 同业存单到期量大幅增加



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 同业存单发行利率继续上行

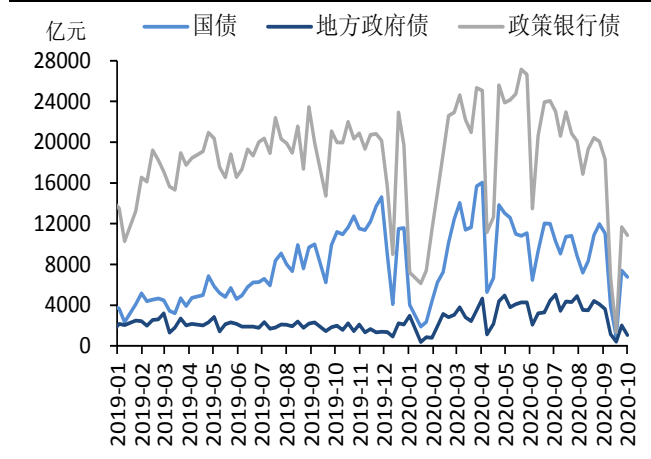


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：利率债成交量回落，国债收益率全线下行

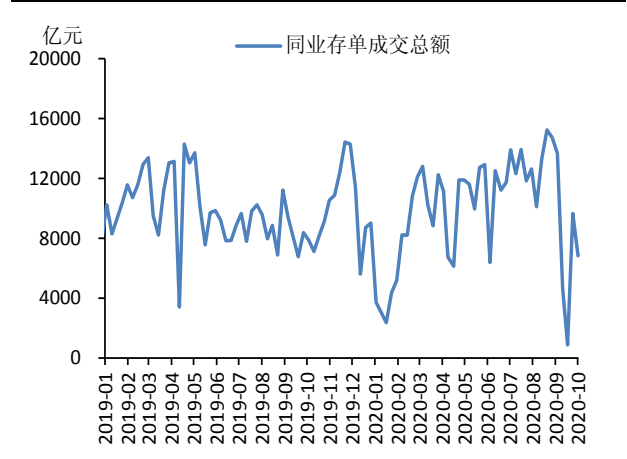
上周利率债成交规模继续回落。上周利率债成交量为 18695.14 亿元，较前一周相比，成交量环比下降 3177.15 亿元。分品种来看，上周国债成交 6770.40 亿元（环比下降 620.96 亿元）；政策银行债成交 10855.66 亿元（环比减少 815.60 亿元）；地方政府债成交 1069.08 亿元（环比下降 938.74 亿元）。上周同业存单成交量环比转降。上周同业存单成交量为 6394.09 亿元，环比减少 2822.79 亿元。

图 15: 利率债成交量继续回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 16: 同业存单成交量环比下降



数据来源: 东北证券, Wind

上周国债利率全线下行, 5 年期品种回落幅度明显。其中, 1/3/5/7/10 年期国债收益率较前一周分别下行 1.40BP /5.59BP/15.57BP/3.52BP /2.45 BP。周一, 三季度经济数据虽总体向好, 但投资小幅回落, 不及市场预期, 市场对于后期投资弱、消费出口强的预期升温, 经济动能切换背景下, 利好债市表现, 当日 10 年期国债利率小幅下行 2BP。周二, 债市运行主要受资金面影响, 先紧后松的资金面下, 国债利率波动, 全天 10 年期国债到期收益率下行 0.5BP。周三, 债券一级市场热情高涨, 下周国债发行计划缩量、叠加股市高估值板块回调, 10 年期国债利率下行 1BP; 周四, 存单需求反弹, 股市持续低迷, 各期限国债利率全线下行; 周五, 美债利率上行对国内债市造成扰动, 资金利率进一步收紧, 10 年期国债利率小幅走高。

近期受经济动能切换迹象逐步显露、债市供给压力缓和、中小行结构性存款压降节奏有望放缓等因素影响, 债市利好因素持续酝酿, 10 年期国债整体震荡下行。但货币政策方面, 央行重提“货币总闸门”确认货币政策易紧难松, 但随着四季度经济增速进入潜在增长区间, 明年一季度在低基数和复苏动能延续基础之上, 经济增速将进一步走高, 可能会为央行采取进一步正常化操作提供窗口。市场对未来资金利率抬升的担忧是制约利率下行的重要原因, 我们认为当前并不意味着债市行情的彻底转向。

图 17: 10 年期国债收益率震荡下行

图 18: 国债收益率曲线走平

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_1872



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn