

流动性在 6 月至今总体保持边际宽松

——流动性观察 2021 年 7 月第 1 周

曲一平

分析师

2021 年 07 月 05 日

SAC 执业证书编号: S1660521020001

quyiping@shgsec.com

宋婷

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080012

songting@shgsec.com

摘要

R 利率是全市场机构的加权平均回购利率, 包括银行间市场所有的质押式回购交易, 不限定交易机构和标底资产, 存在交易对手风险和质押品风险, 被认为是综合的资金价格。DR 利率全称为银行与银行间以利率债为质押物的加权平均利率, 参与者仅限于银行, 而质押品种仅限于利率债, 交易对手风险和质押风险被有效控制。

从今年 3 月 1 日至今, DR3M(60 均线)-DR007(60 均线)和 R3M(60 均线)-R007(60 均线)变化基本和中债国债十年到期收益率一致, 同步分别下降 18bp、24bp、17bp, 同时 DR 利率的提前预测作用好于 R 利率, 在 4 月中旬就完成了后续国债收益率下行的提前反馈, 近期流动性依然保持边际平稳。

2021 年初至今。公开市场操作平均利率基本没有发生巨大变化维持在 2.25% 区间, 主要变化发生在量上, 从去年四季度平均操作总量 1000 亿缩减至今年 3 月份后 300 亿以内区间, 近一个月操作总量略有提升。从目前公开市场操作的流动性预测角度, 没有看到流动性大幅收紧预兆。

过去一个月总体保持流动性边际宽松

短期资金面, 本周(6 月 28 日至 7 月 2 日)央行公开市场累计开展了 1100 亿元逆回购操作, 公开市场有 900 亿元逆回购到期, 本周央行实现净投放 200 亿元。下周(7 月 5 日至 7 月 9 日)央行公开市场将有 1100 亿元逆回购到期, 其中周一到周五分别到期 300 亿元、300 亿元、300 亿元、100 亿元、100 亿元; 此外下周四(7 月 8 日)还有 700 亿元国库现金定存到期。

回顾 6 月, 央行公开市场操作 21 个工作日累计开展逆回购操作 3100 亿元, 其中前 16 个工作日操作量均为 100 亿元, 自 24 日起的后 5 个交易日升至 300 亿元, 另还开展 2000 亿元 MLF 和 700 亿元国库现金定存操作, 因累计有 4800 亿元资金到期, 全口径计算, 当月公开市场合计净投放资金 1000 亿元。

7 月 2 日, DR3M(5 日均线)比上周比-0.04%, 和六月比-0.02%; DR1M(5 日均线)比上周比-0.03%, 和六月比-0.02%; DR007(5 日均线)比上周比-0.03%, 和六月比-0.04%;

7 月 2 日, R3M(5 日均线)比上周比-0.01%, 和六月比-0.21%; R1M(5 日均线)比上周比-0.02%, 和六月比-0.05%; R007(5 日均线)比上周比 0.03%, 和六月比 0.09%

利率债方面, 本周新增专项债有所增加, 6 月地方债发行稳步上升, 长端国债收益率保持稳定。6 月地方债发行稳步上升, 新增专项债有所增加。但地方债监管仍然呈现趋严态势。除了月初财政部下调政府债限额外, 6 月 28 日, 财政部公布了《地方政府专项债券项目资金绩效管理办法》, 强调事前绩效评估、事中“双监控”和事后量化评价。监管多措并举, 旨在约束地方政府融资行为。

股市方面, 本周北上资金净流出-157.97 亿元, 大部分行业板块本周遭到北上资金的减持 6 月在人民币弱势贬值的背景下, 北上资金小幅流入, 当月净流入规模 153.85 亿元, 连续第 8 个月净流入, 净流入规模较前期放缓; 本周基金发行市场热度持续升温, 新成立基金规模增加; 本周融资资金持续净流入, 股市流动性改善。

风险提示: 货币政策收紧风险

内容目录

1. 持续跟踪的核心流动性因素	4
1.1 有根据的预测 1: DR3M(60 均线)-DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线) 对国债收益率预测作用明显	4
1.2 有根据预测的 2: 通过近 20 次平均公开市场操作利率进行流动性方向判断	7
2. 短期资金面: 总体边际宽松	7
2.1 公开市场操作: 年中流动性平稳跨季	7
2.2 货币市场利率: 6 月整体保持宽松	10
2.3 利率债(国债+地方债+政金债) 供给节奏: 6 月地方债发行稳步上升, 新增专项债有所增加。	12
3. 权益市场	14
3.1 一级市场和二级市场资金流动性总体概况	14
3.1.1 一级市场融资规模区间统计	14
3.1.2 二级市场行业板块表现及成交走势	14
(一) 二级市场行业板块表现	14
(二) 二级市场成交走势: 本周成交量环比上周下降-3.86%	15
3.2 一级市场流动性情况	15
3.2.1 资金募集情况及募集家数	15
3.3 二级市场流动性情况	16
3.3.1 海外资金: 北上资金连续第 8 个月净流入, 净流入规模较前期放缓。	16
3.3.2 机构资金: 基金发行市场热度持续升温	18
3.3.3 杠杆资金: 融资融券持续净流入	19

图表目录

图 1: 3 月至今 DR 和 R 利率对于十年期国债收益率预测作用	4
图 2: R 利率和国债收益率	5
图 3: DR 利率和国债收益率	6
图 4: 2010 年至今公开市场操作总量和利率变化	7
图 5: 公开市场逆回购操作, 亿元	8
图 6: 公开市场逆回购操作, 亿元	9
图 7: 逆回购利率情况, %	9
图 8: 中期借贷便利(MLF) 利率, %	9
图 9: 中期借贷便利(MLF) 月度操作情况, 亿元	9
图 10: 抵押补充贷款(PSL) 月度操作情况, 亿元	9
图 11: DR 利率周度变化	10
图 12: R 利率周度变化	10
图 13: DR001、DR007 与 DR0014, %	10
图 14: R001、R007 与 R0014, %	11
图 15: SHIBOR1D、1W 和 2W, %	11
图 16: SHIBOR1M、3M 和 6M, %	11
图 17: 同业存单利率 1M、3M 和 6M, %	11
图 18: 发行利率债的净供给月度状况, 亿元	12
图 19: 国债净融资额, 亿元	12
图 20: 地方债净融资额, 亿元	12

图 21: 政金债净融资额, 亿元	13
图 22: 国债净融资额, 亿元	13
图 23: 1 年国债、国开债收益率, %	13
图 24: 3 年国债、国开债收益率, %	13
图 25: 5 年国债、国开债收益率, %	13
图 26: 10 年国债、国开债收益率, %	13
图 27: 一级市场融资规模区间统计, 亿元	14
图 28: 二级市场近一周行业板块表现	15
图 29: 二级市场成交走势 (周度)	15
图 30: 募集资金情况 (周度)	16
图 31: IPO 融资规模 (周度)	16
图 32: 增发融资规模 (周度)	16
图 33: 北上资金净流入 (周度)	17
图 34: 行业北上资金净流入 (周度)	17
图 35: 最新一周北上资金净买入额前 20 大股票的净增持强度与涨幅	18
图 36: 股票型+混合型基金发行规模 (月度)	19
图 37: 融资融券余额情况 (周度)	19
图 38: 近一周行业融资余额变动	20
表 1: 短期流动性溢价预测中债 10 年期国债到期收益率	4
表 2: R 利率收紧周期对比国债特征	5
表 3: DR 利率收紧期对比十年期国债收益率特征	6
表 4: 公开市场操作细分操作, 亿元	8
表 5: 国债、国开债收益率对比变化	13
表 6: 近一周新发基金 (股票型+混合型) 情况	18

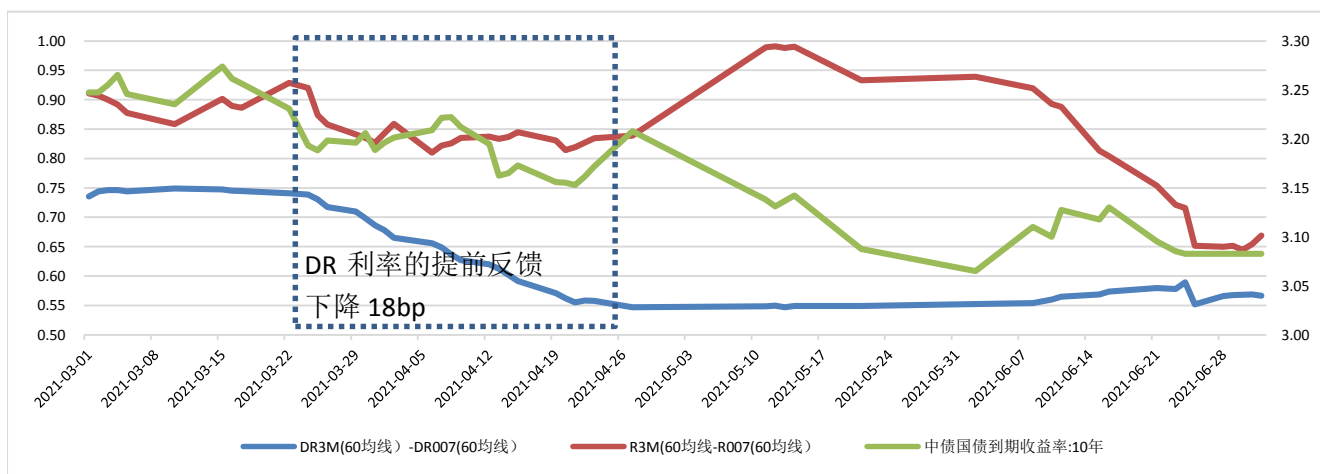
1. 持续跟踪的核心流动性因素

1.1 有根据的预测 1: DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线) 对国债收益率预测作用明显

R 利率是全社会机构的加权平均回购利率,包括银行间市场所有的质押式回购交易,不限定交易机构和标底资产,存在交易对手风险和质押品风险,被认为是综合的资金价格。DR 利率全称为银行与银行间以利率债为质押物的加权平均利率,参与者仅限于银行,而质押品种仅限于利率债,交易对手风险和质押风险被有效控制。

从今年 3 月 1 日至今,DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线) 变化基本和中债国债十年到期收益率一致,同步分别下降 18bp、24bp、17bp,同时 DR 利率的提前预测作用好于 R 利率,在 4 月中旬就完成了后续国债收益率下行的提前反馈,近期流动性依然保持边际平稳。

图1: 3 月至今 DR 和 R 利率对于十年期国债收益率预测作用



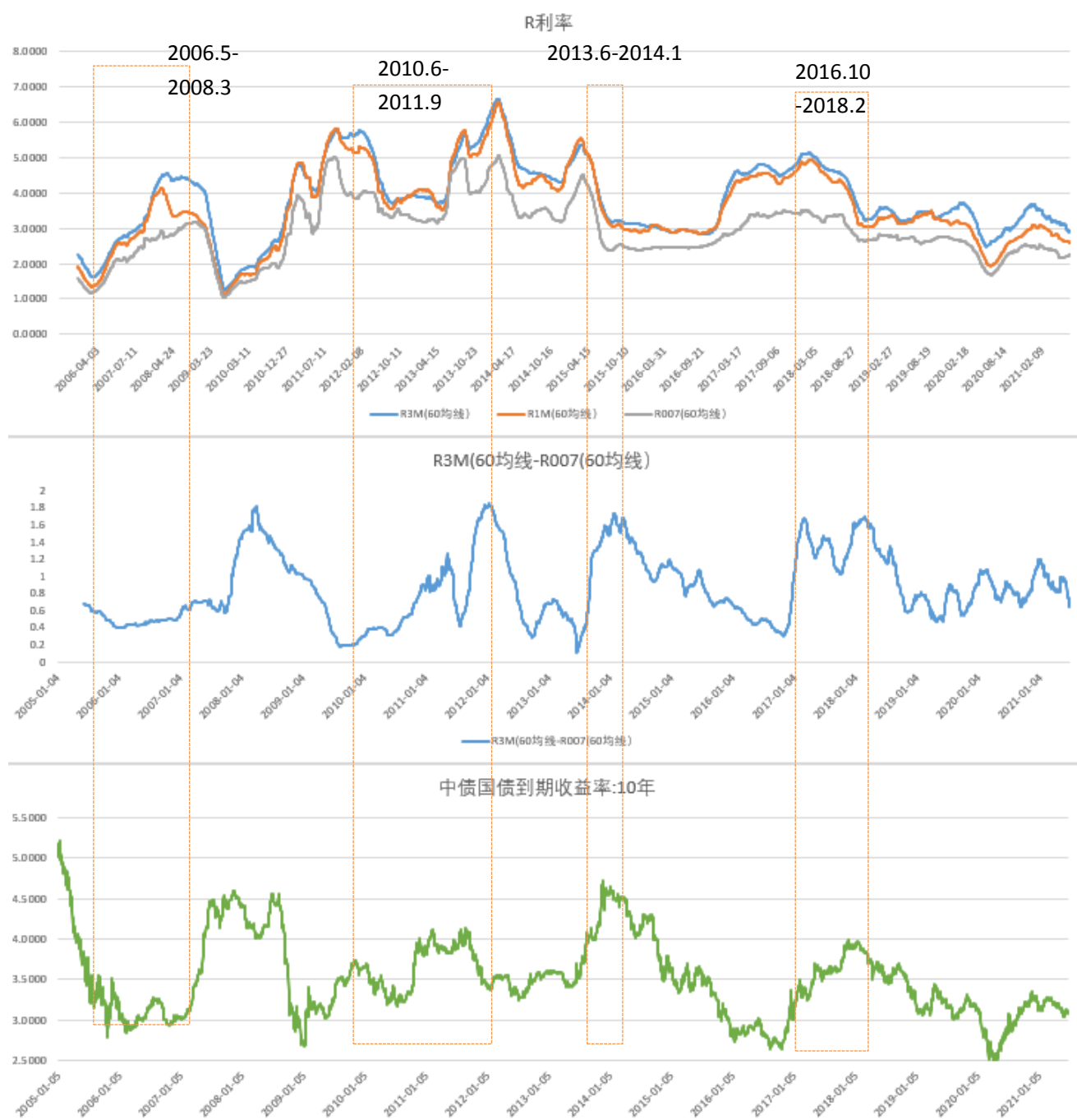
资料来源: Wind, 申港证券研究所

表1: 短期流动性溢价预测中债 10 年期国债到期收益率

	DR3M(60 均线) -DR007(60 均线)	R3M(60 均线)-R007(60 均线)	中债国债到期收益率:10 年
2021 年 3 月 1 日	0.74	0.91	3.25
2021 年 7 月 2 日	0.56	0.67	3.08
变化情况	(0.18)	(0.24)	(0.17)

资料来源: Wind, 申港证券研究所

图2: R利率和国债收益率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表2: R利率收紧周期对比国债特征

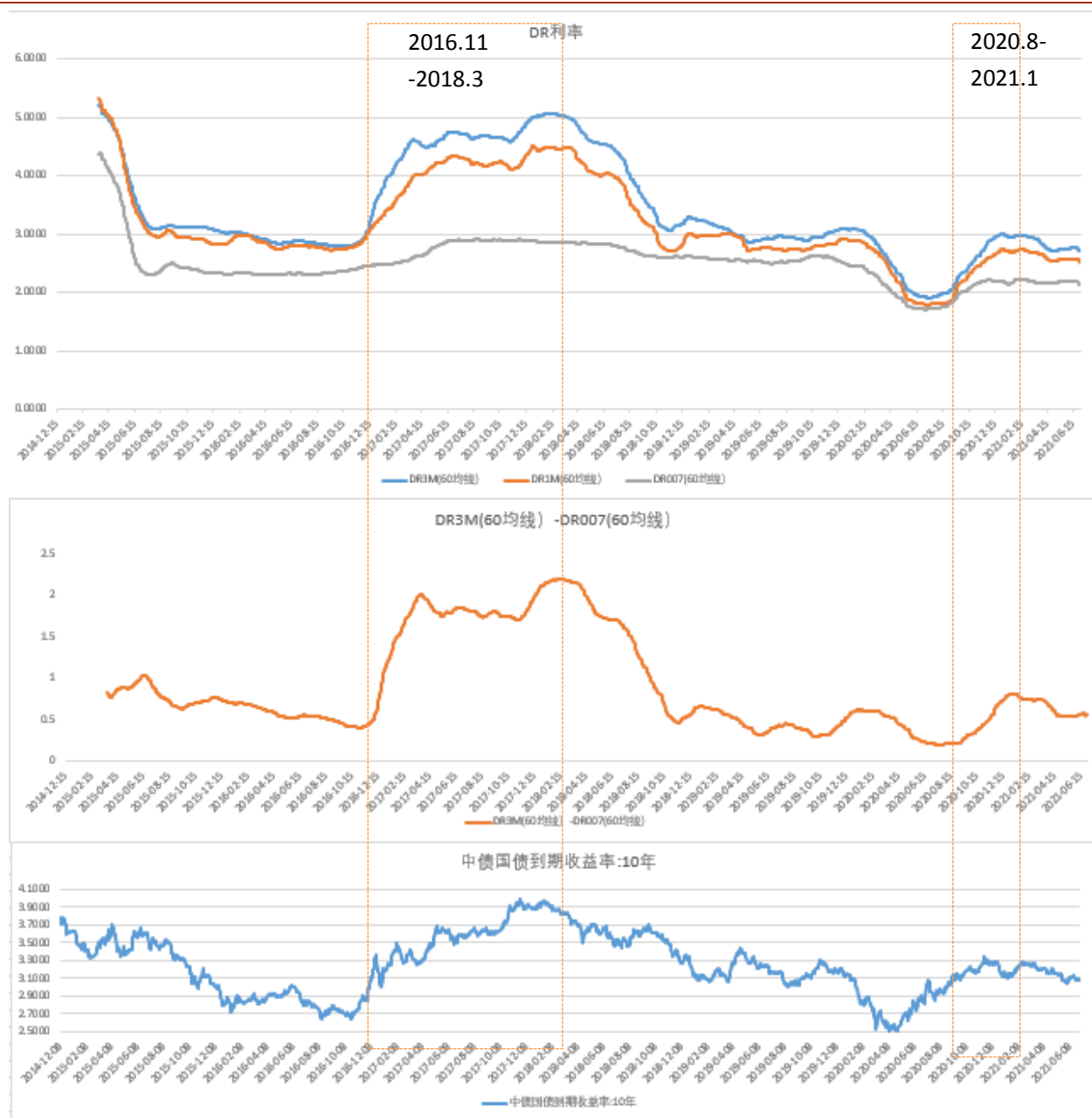
区间	2006. 5-2008. 3	2010. 6-2011. 9	2013. 6-2014. 1	2016. 10-2018. 2
R007(60 均线)	153bp	331bp	163bp	103bp
R3M(60 均线)-R007(60 均线)	133bp	154bp	161bp	134bp
十年期国债收益率	147bp	93bp	124bp	128bp
万得全A涨跌幅	306%	-11.86%	5.64%	3.31%

资料来源: Wind, 申港证券研究所

从下图, DR 利率从 2014 年才出现, 参与者仅限于银行, 而质押品种仅限于利率债

因此波动性小于 R 利率。总体来看，DR3M（60 均线）-DR007（60 均线）的变化和十年期国债收益率变化趋同性最高。

图3：DR 利率和国债收益率



资料来源：Wind，申港证券研究所

表3：DR 利率收紧期对比十年期国债收益率特征

区间	2016. 11-2018. 3	2020. 8-2021. 1
DR007 (60 均线)	48bp	34bp
DR3M (60 均线)-DR007 (60 均线)	180bp	59bp
十年期国债收益率	121bp	30bp
万得全 A 涨跌幅	-0.1%	3.7%

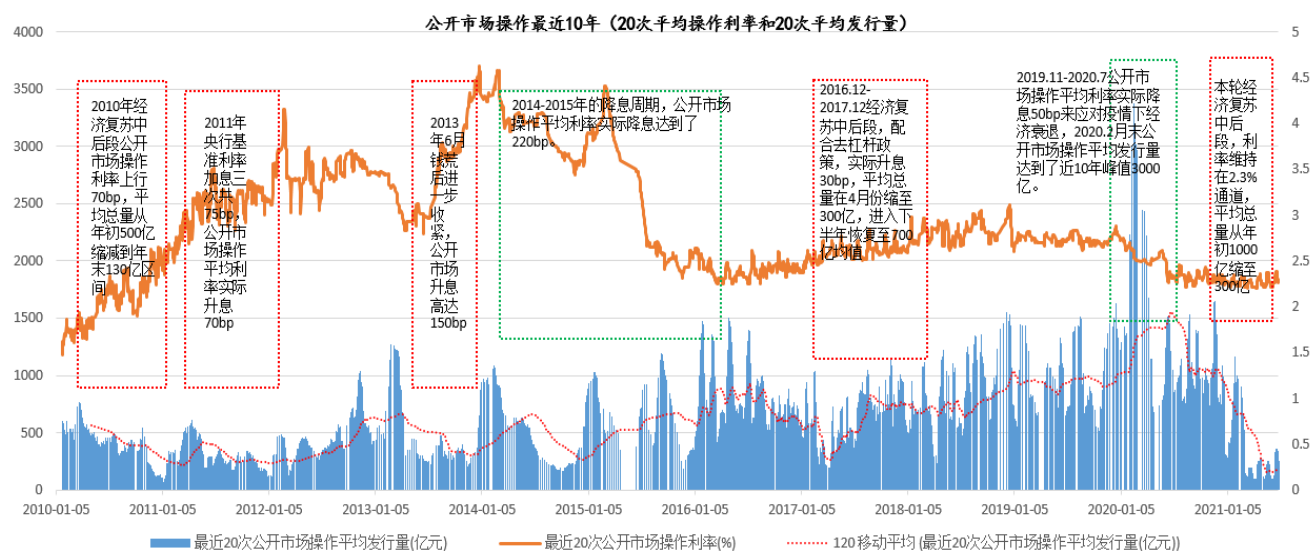
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 有根据预测的 2：通过近 20 次平均公开市场操作利率进行流动性方向判断

中国公开市场操作有着较多工具，包括逆回购（7D、14D、28D）、央行票据互换（3 个月、12 个月）、国库定存（1 个月、2 个月、3 个月）、MLF 投放和回笼（365D、366D），TMLF 投放（365D、366D）。由于各种工具所涉及的利率、期限各不相同，我们认为最好的评估方式是从近 20 次平均操作利率来进行流动性趋势性判断，而不是精准利率变化预测。

2021 年初至今。公开市场操作平均利率基本没有变化，维持在 2.3% 区间，主要变化发生在量上。从去年四季度平均操作总量 1000 亿缩减至今年 3 月份 300 亿以内区间，近一个月操作总量略有提升。从目前公开市场操作的流动性预测角度，目前并没有看到流动性大幅调整预兆。

图4：2010 年至今公开市场操作总量和利率变化



资料来源：Wind，申港证券研究所

2. 短期资金面：总体边际宽松

2.1 公开市场操作：年中流动性平稳跨季

本周（6 月 28 日至 7 月 2 日）央行公开市场累计开展了 1100 亿元逆回购操作，公开市场有 900 亿元逆回购到期，本周央行实现净投放 200 亿元。下周（7 月 5 日至 7 月 9 日）央行公开市场将有 1100 亿元逆回购到期，其中周一到周五分别到期 300 亿元、300 亿元、300 亿元、100 亿元、100 亿元；此外下周四（7 月 8 日）还有 700 亿元国库现金定存到期。

回顾 6 月，央行公开市场操作在 21 个工作日累计开展逆回购操作 3100 亿元，其中前 16 个工作日操作量均为 100 亿元，自 24 日起的后 5 个交易日升至 300 亿元，另还开展 2000 亿元 MLF 和 700 亿元国库现金定存操作，因累计有 4800 亿元资金到期，全口径计算，当月公开市场合计净投放资金 1000 亿元。

表4：公开市场操作细分操作，亿元

	逆回购投放	逆回购到期	MLF 操作	MLF 到期	国库现金定存：中标量	国库现金定存：到期量	公开市场全口径净投放
2021-06-01	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-02	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-03	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-04	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-07	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-08	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-09	100	-100	-	-	700	-	700
2021-06-10	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-11	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-15	100	-200	2000	-2000	-	-	-100
2021-06-16	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-17	100	-100	-	-	-	-700	-700
2021-06-18	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-21	100	-	-	-	-	-	100
2021-06-22	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-23	100	-100	-	-	-	-	-
2021-06-24	300	-100	-	-	-	-	200
2021-06-25	300	-100	-	-	-	-	200
2021-06-28	300	-100	-	-	-	-	200
2021-06-29	300	-100	-	-	-	-	200
2021-06-30	300	-100	-	-	-	-	200
6 月	3100	-2100	2000	-2000	-	-700	1000
2021-07-01	100	-100	-	-	-	-	-
2021-07-02	100	-100	-	-	-	-	-
本周	1100	-900	-	-	-	-	-200

资料来源：申港证券研究所

图5：公开市场逆回购操作，亿元



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_20556



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>