

中国十年期国债收益率短期调整到位 维持Q4处于 3%利率中枢判断

——2021 年 10 月第三周全市场流动性观察



申港证券
SHENGANG SECURITIES

曲一平

分析师

2021 年 10 月 20 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

核心观点:

美联储 9 月议息会议后美国 2022 年 H2 加息预期推高美债收益率走升至 1.65% 相对高位, 中国十年期国债收益率也升至 3% 以上, 美利差再次走阔, 至 10 月 18 日扩大至 145bp。近期中美无风险收益率共同上行 19bp 和 28bp 短期已经到位, 维持 Q4 处于 3% 利率中枢的判断。近期人民币出现小幅升值, 显示了中国央行对货币政策敏锐调控能力。预计国内 Q4 流动性不会大幅边际宽松, 但中国十年期国债收益率短期大幅上行空间已经缩窄。

权益市场方面, 上证综指本周回暖, 一级融资规模下降或将促进二级市场活跃度提升, 继续关注消费类板块农林牧渔、食品饮料价值板块复苏。基金发行热度进一步下降, 基金仓位继续下调。

主要观察:

10 月 18 日, 国家统计局公布了我国 9 月经济数据显示经济增速放缓。第三季度 GDP 同比增长 4.9%, 前值 7.9%。三季度中国经济下行是受国际大宗商品上涨和国内阶段性原因影响。一方面, 流动性过于宽松造成原材料价格上涨; 另一方面, 疫情反复和汛情影响导致国内供给偏紧。但中国经济的增长空间仍然非常大, 经济回落是短期因素。

10 月 15 日货币政策司司长表示, 当前我国金融市场运行平稳, 十年期国债收益率在 2.95% 附近, 总体处于较低水平。跨境资本流动基本平衡, 人民币汇率双向浮动, 在合理均衡水平上保持了基本稳定。

资金面上, 进入 10 月, 此前由于季末与过节投放的流动性明显收紧。本周 (10.8-10.14) 累计开展 600 亿元逆回购操作, 因有 3400 亿元逆回购到期, 实现净回笼 2800 亿元。本周逆回购较上周明显增加, 此为央行在节前呵护市场流动性举措。7 天逆回购利率自 2020 年 3 月末开始维持 2.20% 水平, 14 天逆回购自 2020 年 6 月起维持 2.35% 水平。10 月 15 日, 央行货币政策司表示, 四季度, 银行体系流动性供求将继续保持基本平衡, 不会出现大的波动。

市场利率方面, DR 与 R 利率走高, 央行 10 月 15 日表态称今后几个月流动性供求将继续保持基本平衡, 并提到 DR007 利率与央行 7 天逆回购利率非常接近, 或说明货币政策在操作上的目标短期内不会改变。近两周, 隔夜回购加权利率抬升。本周 (10.13-10.19), DR001 (5 日均线) 比上周提升 14bp, 和 9 月比提升 10bp; DR007 (5 日均线) 比上周比提升 8bp, 和 9 月比上升 1bp; DR014 (5 日均线) 比上周比上行 3bp, 和 9 月比下行 16bp。R001 (5 日均线) 比上周比上行 21bp, 和 9 月比上升 1bp。R007 (5 日均线) 比上周比下行 20bp, 和 9 月比下行 15bp; R014 (5 日均线) 比上周下行 14bp, 和 9 月比下行 21bp。

债市运行方面, 利率债供给宽松, 3 个季度利率债发行总量逐渐扩大, 利率债净融资额, 呈逐步增长态势; 从具体券种来看, 地方政府债净融资额所占比重较高, 国债和政金债发行量平稳, 净融资额主要受到偿还量影响波动较大。二级市场利率稳定, 成交量缩减。近两周, 国债期货价格整体下降; 3 年期、5 年期、10 年期中债国债与国开债到期收益率均呈抬升趋势, 国务院新闻发布会上表示经济增长内生动力仍然强劲, 叠加美国加息预期逐渐明确, 我国国债收益率或同步上行。

权益市场 9 月份 IPO 数额相对 8 月回落, 一级市场募资金额下降, 或有利于二级市场交易活跃。二级市场方面继续关注农林牧渔、食品饮料价值板块复苏。海外资金方面, 进入三季度, 外资交易活跃度下降, 北向资金热门概念板块流入金额下降, 外资对 A 股市场的投资热度下降。机构资金方面, 基金发行热度进一步下降, 基金仓位继续下调。从机构资金配置风格偏好来看, 小市值组合权重逐渐开始受到公募基金关注。

风险提示: 经济下行风险, 货币政策收紧风险

内容目录

1. 经济增速放缓但内生强劲，不需要进一步大幅宽松	4
2. 中美无风险收益率短期调整到位：维持 Q4 处于 3% 利率中枢判断	5
3. 短期资金面：流动性稍有收紧	9
3.1 公开市场操作：节后流动性收紧	9
3.2 货币市场利率：利率短期抬升	10
4. 债市运行	12
4.1 利率债（国债+地方债+政金债）供给节奏	12
4.2 债市二级市场统计：利率稳定成交量缩减	14
5. 权益市场	18
5.1 指数走势情况	18
5.2 一级市场流动性情况	19
5.2.1 一级市场融资规模情况	19
5.2.2 资金募集情况及募集家数	20
5.3 二级市场流动性情况	22
5.3.1 二级市场行业板块表现及成交走势	22
5.3.2 海外资金：北上资金持续买入食品饮料	23
5.3.3 机构资金：基金发行市场热度继续减退	24
5.3.4 杠杆资金：融资融券持续净流入	27
6. 后市流动性展望	29

图表目录

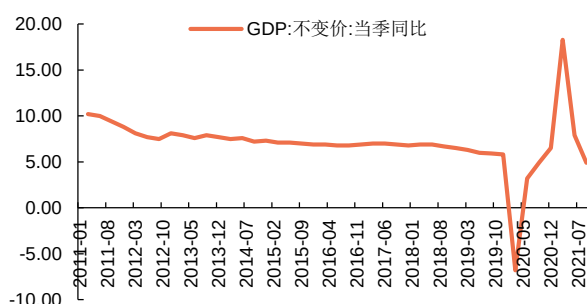
图 1： 2011 年至今 GDP 同比变化率，%	4
图 2： 2011 年至今 GDP 环比变化率，%	4
图 3： 2011 年至今工业增加值同比变化率，%	4
图 4： 2011 年至今工业增加值环比变化率，%	4
图 5： 2011 年至今固定资产投资完成额累计同比变化率，%	4
图 6： 2011 年至今固定资产投资完成额环比变化率，%	4
图 7： 2011 年至今社会消费品零售总额同比变化率，%	5
图 8： 2011 年至今社会消费品零售总额环比变化率，%	5
图 9： 近两年中美利差联动性大幅增强	6
图 10： 美国基准利率与中美利差、人民币汇率的关系	6
图 11： 2018 年至今美国 M1、M2 同比增速变化情况，%	7
图 12： 2018 年至今 M1、M2 同比增速变化情况，%	7
图 13： 美国 CPI 与通胀补偿	8
图 14： 2005 年至今我国 CPI 同比走势，%	8
图 15： 公开市场逆回购操作，亿元	9
图 16： 公开市场逆回购操作，亿元	10
图 17： 逆回购利率情况，%	10
图 18： DR001、DR007 与 DR0014，%	10
图 19： R001、R007 与 R0014，%	11
图 20： SHIBOR1D、1W 和 2W，%	11
图 21： SHIBOR1M、3M 和 6M，%	11
图 22： 同业存单利率 1M、3M 和 6M，%	11

图 23: DR 利率周度变化.....	12
图 24: R 利率周度变化.....	12
图 25: 发行利率债的净供给月度状况, 亿元.....	13
图 26: 各类债券净融资额.....	13
图 27: 各类债券发行量.....	13
图 28: 三季度各类利率债净融资量扩大.....	13
图 29: 本周国债期货价格平稳.....	14
图 30: 1 年国债、国开债收益率, %.....	15
图 31: 3 年国债、国开债收益率, %.....	15
图 32: 5 年国债、国开债收益率, %.....	16
图 33: 10 年国债、国开债收益率, %.....	16
图 34: 主要债券品种成交金额月度数据 (亿元).....	16
图 35: 主要债券品种成交金额周度数据 (亿元).....	17
图 36: 各类债券品种成交量变动比例.....	17
图 37: 债券境外持有量.....	18
图 38: 债券北向通境外交易量.....	18
图 39: 上证综指与大宗交易月度总折价额震荡.....	18
图 40: 沪深 300 与贴水率走势下跌.....	19
图 41: 腾落指数与上证综指.....	19
图 42: 权益一级市场融资规模.....	20
图 43: 一级市场融资规模区间统计, 亿元.....	20
图 44: 募集资金情况 (周度).....	21
图 45: IPO 融资规模 (周度).....	21
图 46: 增发融资规模 (周度).....	21
图 47: 年初至今成长股和中小盘表现优异.....	22
图 48: 申万一级行业涨跌幅.....	22
图 49: 二级市场成交走势 (周度).....	23
图 50: 北上资金净流入 (周度).....	24
图 51: 行业北上资金净流入 (周度).....	24
图 52: 股票型+混合型基金发行规模 (月度).....	26
图 53: 公募基金基金仓位.....	26
图 54: 全市场基金调仓及风格偏好.....	27
图 55: 融资融券余额情况 (周度).....	27
图 56: 行业融资净买入额与两融余额.....	28
表 1: 央行逆回购操作金额一览 (亿元).....	9
表 2: 1-9 月利率债发行与到期情况.....	12
表 3: 9 月份利率债 (国债+地方债+政金债) 发行总量.....	14
表 4: 国债、国开债收益率对比变化.....	15
表 5: 近一周新发基金 (股票型+混合型) 情况.....	24
表 6: 年初至今行业融资净买入额与两融余额.....	28

1. 经济增速放缓但内生强劲，不需要进一步大幅宽松

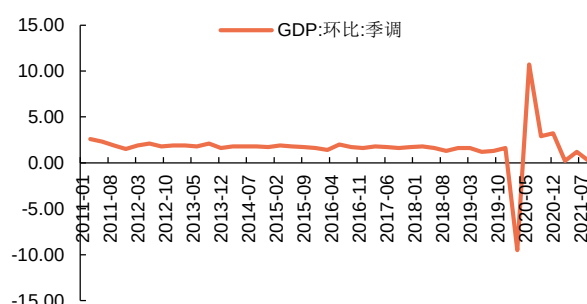
10月18日，国家统计局公布了我国9月经济数据。整体来看，经济增速大幅放缓。第三季度GDP同比增长4.9%，前值7.9%。较二季度环比增长0.2%，前值1.2%。三季度中国经济下行是受国际大宗商品上涨和国内阶段性原因影响。一方面，流动性过于宽松造成原材料价格上涨；另一方面，疫情反复和汛情影响导致国内供给偏紧。但中国经济的增长空间仍然非常大，经济回落是短期因素。总体来看，经济出现回落并不意味着我国经济的内生动力不足，我国的内生动力依然强劲。

图1：2011年至今GDP同比变化率，%



资料来源：Wind，申港证券研究所

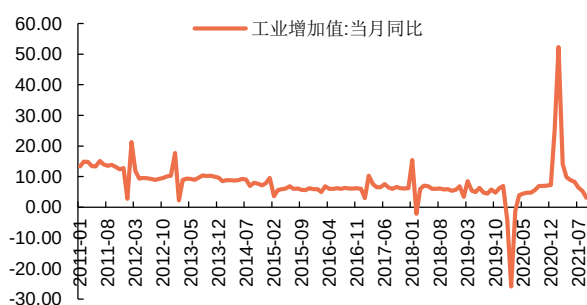
图2：2011年至今GDP环比变化率，%



资料来源：Wind，申港证券研究所

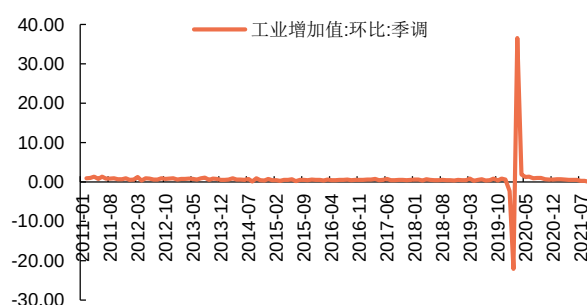
工业生产方面，中国9月规模以上工业增加值同比增长3.1%，前值5.3%。环比增长0.05%，前值0.31%，环比变化率为自2011年以来除疫情初期（2020年1月、2月）之外的最低水平。主要原因是受9月份能耗双控政策影响，部分工业企业限电限产。

图3：2011年至今工业增加值同比变化率，%



资料来源：Wind，申港证券研究所

图4：2011年至今工业增加值环比变化率，%

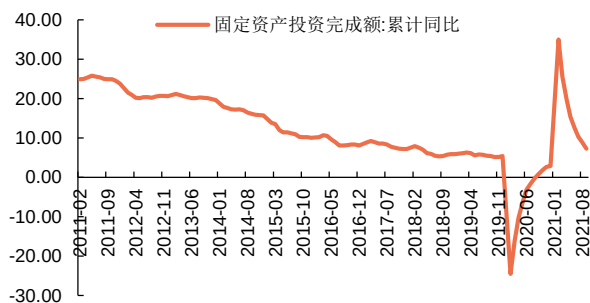


资料来源：Wind，申港证券研究所

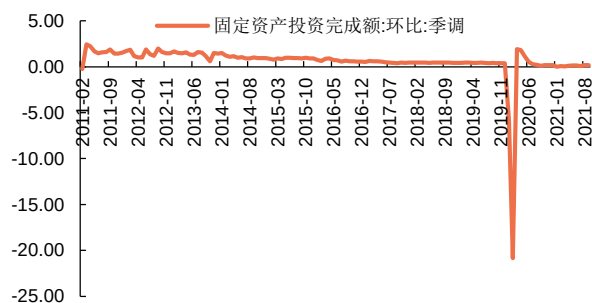
投资端，中国1-9月固定资产投资同比增长7.3%，前值增8.9%；环比增长0.17%，前值0.18%。固定资产增速下降主要受房地产拖累。

图5：2011年至今固定资产投资完成额累计同比变化率，%

图6：2011年至今固定资产投资完成额环比变化率，%



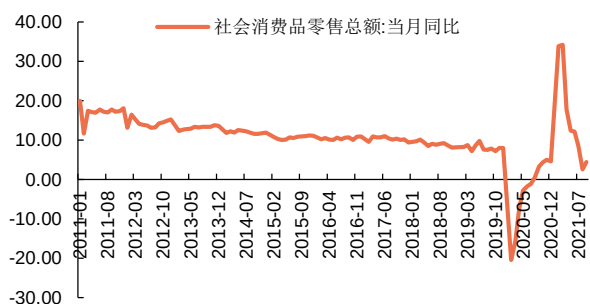
资料来源: Wind, 申港证券研究所



资料来源: Wind, 申港证券研究所

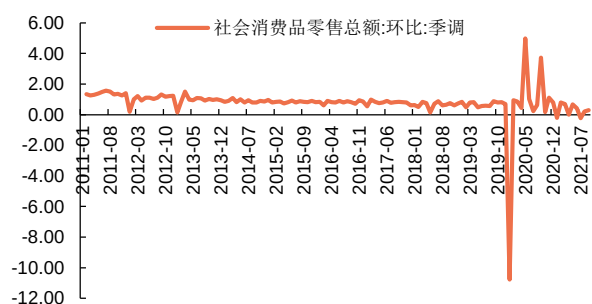
消费端,中国9月社会消费品零售总额同比增长4.4%,预期增3.4%,前值增2.5%;环比增长0.3%,前值0.22%。消费端较前值有所回暖,但改善有限。姚景源认为,随着有效地实施疫情防控,消费会逐步回升,9月比8月好,消费有望继续回升。专家许宪春指出,从消费角度看,前三季度全国居民人均消费支出实际增长15.1%,两年平均实际增长3.7%,居民的消费能力和消费意愿有望继续保持回升。

图7: 2011年至今社会消费品零售总额同比变化率, %



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图8: 2011年至今社会消费品零售总额环比变化率, %



资料来源: Wind, 申港证券研究所

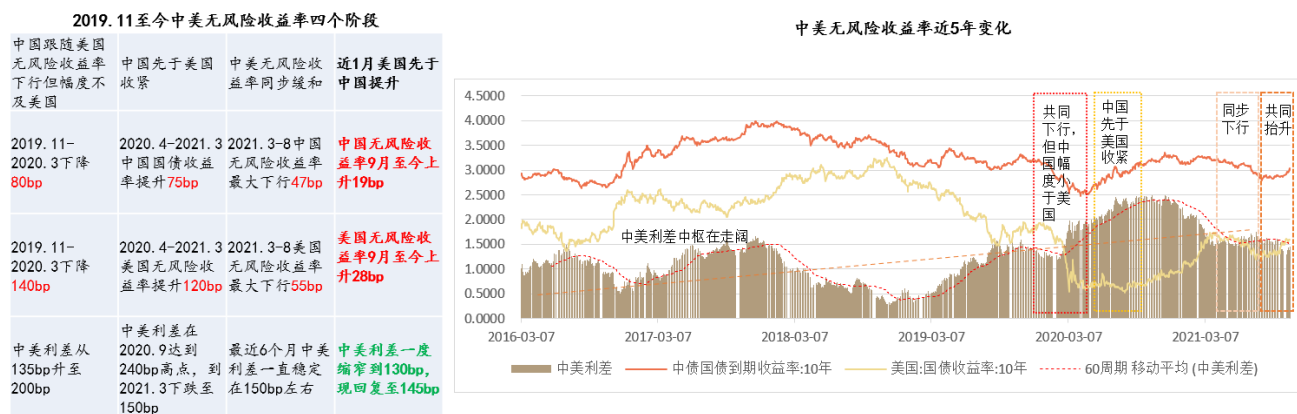
2. 中美无风险收益率短期调整到位: 维持 Q4 处于 3% 利率中枢判断

在10月15日中国人民银行举行的2021年第三季度金融统计数据新闻发布会上表示,当前我国金融市场运行平稳,十年期国债收益率在2.95%附近,总体处于较低水平。跨境资本流动基本平衡,人民币汇率双向浮动,在合理均衡水平上保持了基本稳定。

我们在7月初判断央行以150bp中美利差为“锚”,从3季度利差来看,基本维持在150bp上下。但从3季度末期开始,由于两国经济环境差异,中美利差短期缩窄。由于美联储很可能在年底开启Taper,美联储加息预期已经提前至2022年H2,市场对流动性紧缩预期强烈,美国十年期国债收益率已经从9月初1.3%提升至最高1.65%;而由于9月末我国国内货币环境宽松,中债收益率走低,而美债快速抬升,故两国利差于9月中下旬有所收缩。10月1日-10月8日,美债收益率由1.48%抬升至1.61%,而中债在2.91%水平,二者利差缩窄至130bp。

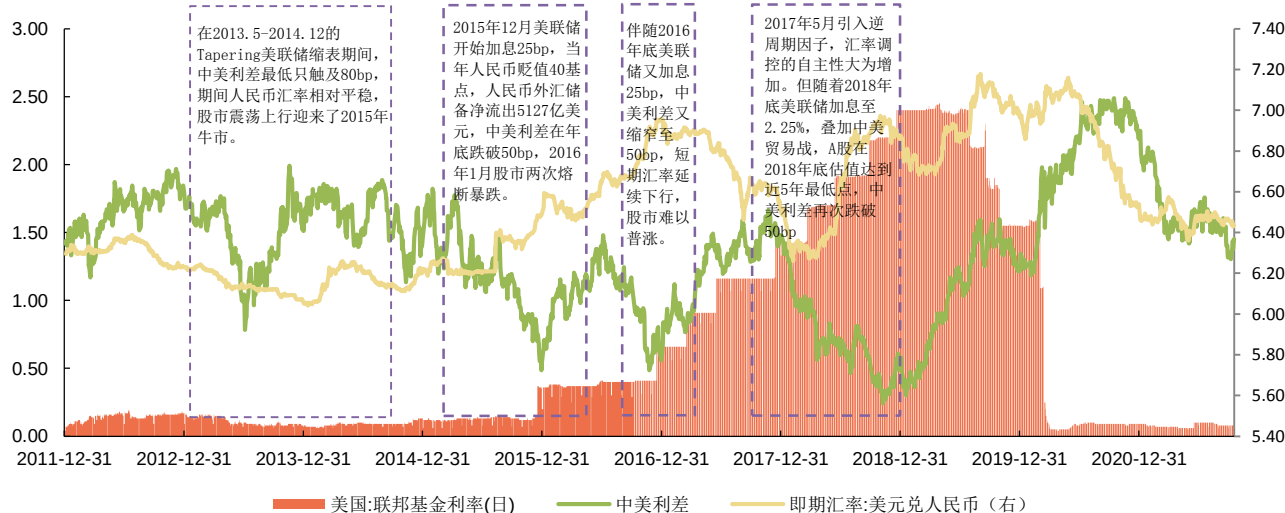
国庆节后由于市场对于通胀预期强烈，降准再次落空，本周中债利率迎来快速拉升，同期中国无风险收益率也最高升至 3.04%，中美利差再次走阔，至 10 月 18 日扩大至 145bp。近期中美无风险收益率共同上行 19bp 和 28bp，对于 2022 年全球无风险收益率提升预期方面，短期已经调整到位。

图9：近两年中美利差联动性大幅增强



未来 A 股的真正风险点在于美国 2022 年 H2 加息周期前后带来的股汇双杀节点而非 Tapering。当美国实质加息开始，而中国如果没有跟随提升无风险收益率，那么中美利差缩窄，造成资本外流本币贬值，同时对于 A 股市场估值下修。在 2015-2018 年美联储加息周期中，中美利差处于 50bp-100bp 的区间时期 A 股整体出现股汇双杀。长期来看，我国利率仍然会跟随美国出现边际上行态势。

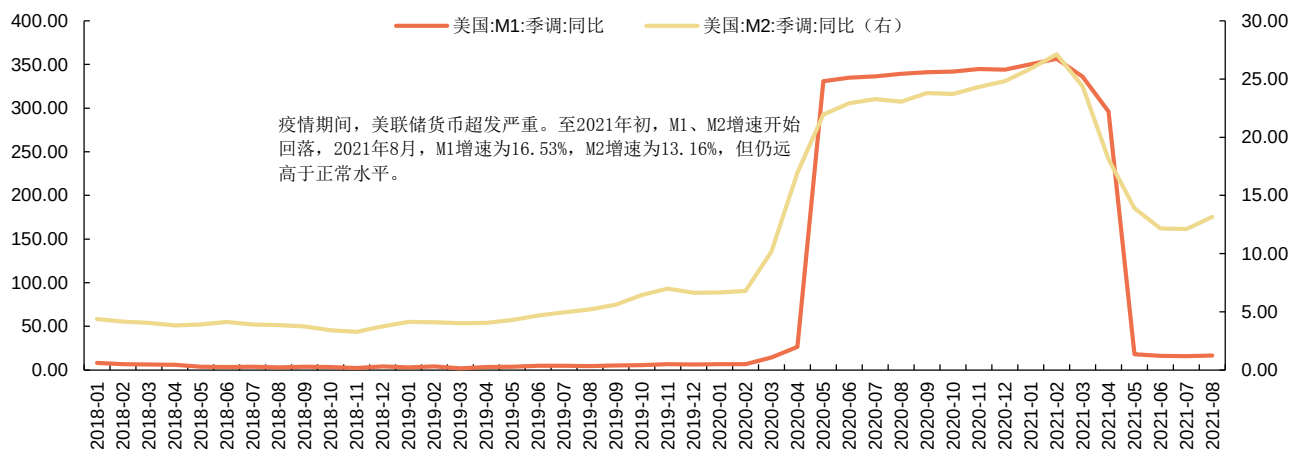
图10：美国基准利率与中美利差、人民币汇率的关系



从货币供应来看，疫情期间，美联储货币超发严重，直至今年年中仍坚持超宽松的货币政策。至 2021 年 2 月，M1 同比增速高达 356.49%，至今年 4 月，M1、M2 增速开始高速回落，2021 年 8 月，M1 增速为 16.53%，M2 增速为 13.16%，但仍远高于正常水平。美联储多位官员坚持认为 CPI 的高企是暂时性的，因此迟迟未开启紧缩。但近期随着美国失业率边际改善停滞、CPI 数据持续高涨，FOMC 纪要显

示或将于 11 月至 12 月 Taper，2022 年 H2 加息预期也已逐渐靠近。

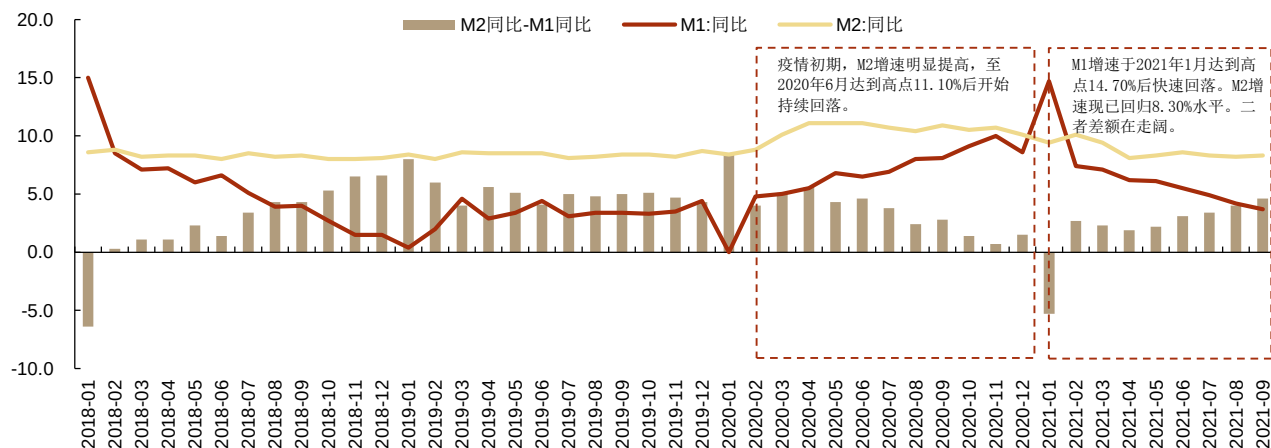
图11：2018 年至今美国 M1、M2 同比增速变化情况，%



资料来源：Wind，申港证券研究所

而我国货币收紧早于美国。M1 增速于 2021 年 1 月达到高点 14.70% 后快速回落，9 月数据为 3.7%；M2 同比增速也有所回落，9 月数据 8.3%，已基本恢复至疫情前 1 年平均水平。

图12：2018 年至今 M1、M2 同比增速变化情况，%



资料来源：Wind，申港证券研究所

从两国通胀数据来看，美国 5 年期和 10 年期通胀补偿收益率（国债收益率-TIPS 通胀补偿债券收益率）在今年 6 月出现阶段性下行，但在 9 月下旬随着加息预期逐渐增强而出现回升。9 月美国 CPI 保持 5.4% 高位，主要受到交运、能源拉动。当前能源价格居高不下，预计 Q4 美国通胀 CPI 将继续保持 5% 以上。

图13: 美国 CPI 与通胀补偿



资料来源: Wind, 申港证券研究所

而我国 CPI 受猪肉价格拖累难以回升, 9 月数值为 0.7%。加之 PPI 向 CPI 的传导机制受阻, 预计 CPI 短期上行有限。若货币政策跟随美国收紧, 则对通胀回暖的压力将会继续增大。

以未来半年长度展望, 中国国债收益率边际提升可能性逐渐升高, 将不利于高成长高估值科技股, 利于高股息率和高 ROE 蓝筹股。

图14: 2005 年至今我国 CPI 同比走势, %

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_28003

