

债市快速调整的压力已过

——流动性周度观察（2020年第29周）

报告摘要：

货币市场：MLF 延续量缩价平，中长端资金利率明显上行。上周因税期扰动，银行间资金面明显收紧，央行投放 3300 亿元逆回购资金。针对本月两次 MLF 到期（共计 4000 亿元）以及一次 TMLF 到期（2977 亿元），央行集中开展 4000 亿元 MLF 续作，延续 4 月以来的缩量操作规律。1 年期 MLF 利率保持在 2.95%，连续三个月暂停降息。但从央行、国常会表态以及 6 月末超储率回落表现看，我们认为下半年仍有一定的降准降息空间。上周 DR007 上行 3.22BP 至 2.24%，中长端资金利率明显上行，3 个月 AAA 同业存单利率上行 28.37BP 至 2.47%。

实体经济：6 个月国股银票转贴现利率上行 17.79BP 至 2.7224%。上周中票中长端利率小幅上行，对应国债利率大幅下行，带动 3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差较前一周分别走阔 21.67BP、14.34BP。

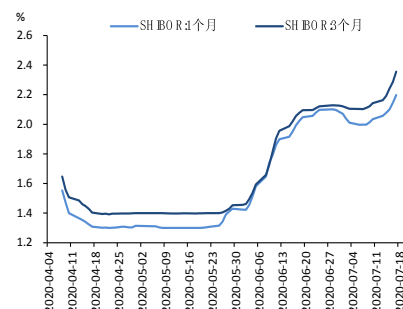
债券市场：上周利率债净供给大幅上升，发行量环比下降 329 亿元，净融资额环比上升 1411 亿元；利率债成交量环比上升 1289 亿元。10 年期国债收益率周一冲高后逐步回落，当周下行 7.98BP 至 2.95%。国开债与国债走势相悖，尽管 A 股下跌减缓债市压力，但进出口和经济数据好于预期，继续带动国开债利率上行。10 年期国开债-国债利差大幅上行 9.73BP 至 49.19BP。随着股市快速上涨行情暂告一段落，市场赎回力量减弱，后市配置力量可能有所加强，预计债市调整压力最大的时期已过，利率将回归经济基本面和货币政策，三季度预计保持在 2.7%-3.1% 区间震荡。基本面看，市场已经明确经济复苏趋势，但同比仍未恢复至疫前水平，三季度边际加速度可能有所放缓。货币政策上，流动性从极度充裕到适度宽松的节奏已经确定，预计下半年大幅收紧的概率不大，但可能存在边际上微调，需关注月末政治局会议。

股票市场：上周资金流入放缓。杠杆资金大幅流入 405 亿（环比-986 亿）；北向资金当周净流出 191 亿（环比-473 亿）；新发偏股型基金 817 亿（环比-4 亿）。上周资金需求环比上升。股市募集资金 824 亿（环比+442 亿）；限售股解禁规模为 1887 亿（环比+996 亿）；重要股东净减持 207 亿（环比-0.39 亿）。

海外市场：上周美元指数持续回落，收于 96.01，人民币汇率保持稳定在 7 左右。上周 10 年期美债利率持续下行 3BP 至 0.62%，日本 10 年期国债利率维持低位，德国 10 年期国债利率小幅上行。

风险提示：海外疫情持续恶化，内需修复放缓。

相关数据



相关报告

《如何理解央行最新政策信号？——流动性周度观察（2020年第28周）》

20200712

《风险偏好抬升，债市再度承压——流动性周度观察（2020年第27周）》

20200705

《7月中下旬流动性缺口走阔，降准概率有所加大——6月流动性观察及7月展望》

20200628

《货币政策退出尚早，债市具备安全边际——流动性周度观察（2020年第25周）》

20200621

《央行释放呵护信号，压降结构性存款影响有限——流动性周度观察（2020年第24周）》

20200614

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：MLF 延续量缩价平，中长端资金利率明显上行	4
1.1. 公开市场操作：MLF 连续三月暂停降息	4
1.2. 资金利率：DR007 保持在 2.2%附近，中长端利率明显上行	4
2. 实体流动性：票据利率继续上行，中长端信用利差大幅走阔	5
2.1. 票据利率：转贴现利率继续上行	5
2.2. 信用利差：中票利率走势分化，中长端信用利差大幅走阔	6
3. 债市流动性：利率债净供给增加，国债收益率走势分化	6
3.1. 一级市场：利率债净供给上升，同业存单发行利率继续上行	6
3.2. 二级市场：利率债成交继续回升，国债收益率走势分化	8
4. 股市流动性：资金流入放缓，资金需求大幅增加	9
4.1. 资金供给：杠杆资金流入放缓，北向资金转向流出	9
4.2. 资金需求：解禁高峰延续，股市募资规模加速	10
5. 海外：人民币汇率保持稳定，美债收益率持续回落	11
5.1. 汇率：美元指数持续回落，人民币汇率表现稳定	11
5.2. 债市：美债收益率持续回落，德债收益率小幅上行	12

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况	4
图 2: MLF 利率与同业存单利率	4
图 3: 隔夜利率走势分化	5
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率明显上行	5
图 5: 7 天质押式回购利率上行	5
图 6: 中长端同业存单到期收益率大幅上行	5
图 7: 票据转贴现利率继续上行	6
图 8: 各期限中票利率走势分化	6
图 9: 中票信用利差走势分化	6
图 10: 利率债发行量环比小幅回落	7
图 11: 利率债净供给环比上升	7
图 12: 同业存单净供给环比下降	7
图 13: 同业存单发行利率继续上行	7
图 14: 利率债成交量环比上升	8
图 15: 同业存单成交量环比小幅上升	8
图 16: 10 年期国债收益率冲高后逐步回落	9

图 17: 10 年期国开债收益率小幅上行.....	9
图 18: 国债收益率曲线走平.....	9
图 19: 理财产品收益率走势分化.....	9
图 20: 杠杆资金流入放缓.....	10
图 21: 融资买入额大幅减少.....	10
图 22: 北向资金转为流出.....	10
图 23: 机构资金流入环比下降.....	10
图 24: IPO 与再融资新增规模环比上升.....	11
图 25: 限售股解禁规模环比上升.....	11
图 26: 重要股东净减持规模保持稳定.....	11
图 27: 人民币汇率保持稳定.....	12
图 28: 美元指数下降.....	12
图 29: 10 年期美债收益率小幅下行.....	13
图 30: 中美利差小幅下行.....	13
图 31: 10 年期德国国债利率小幅上行.....	13
图 32: 10 年期日本国债利率保持低位.....	13
表 1: 上周美国重要政策新闻回顾.....	12

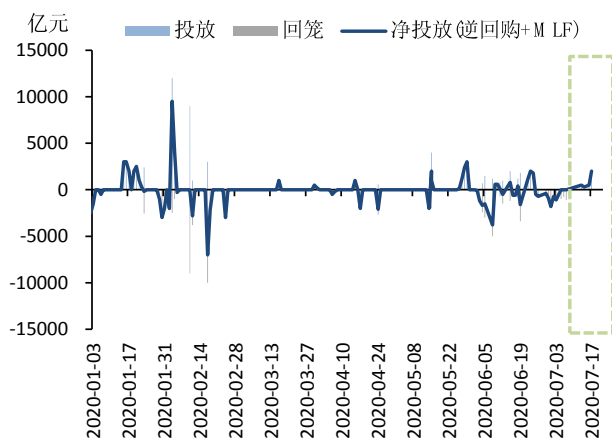
1. 货币市场：MLF 延续缩量价平，中长端资金利率明显上行

1.1. 公开市场操作：MLF 连续三月暂停降息

上周(7月13日-7月19日)，因税期扰动，银行间资金面明显收紧，央行频繁展开逆回购操作，7天逆回购共投放3300亿元。7月15日当日，央行针对本月两次MLF到期(共计4000亿元)以及一次TMLF到期(2977亿元)集中开展4000亿元MLF续作，银行可根据自身需求针对TMLF进行滚动续作。

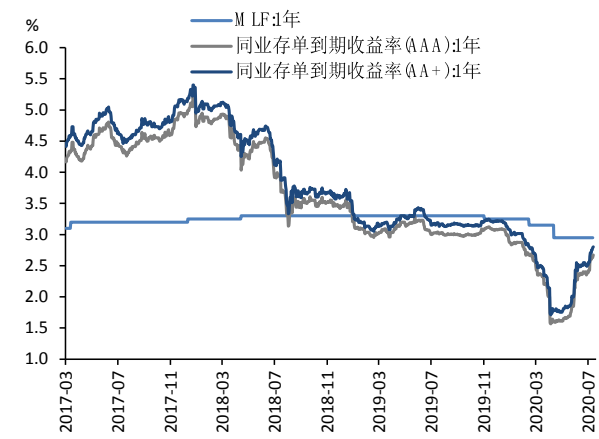
整体上来看，央行此举仍为缩量续作形式，延续4月以来的操作规律。同时，1年期MLF利率保持在2.95%不变，央行连续三个月暂停降息周期。但我们认为下半年仍有一定的降准降息空间。这一方面出于国常会让利1.5万亿的需要，另一方面央行发布会也表示利率仍将适度下行，目前来看LPR的下调仍需要MLF的同步回落。6月末整个商业银行和金融机构的超储率为1.6%，比去年同期低了0.4个百分点(一季度末为2.1%，较去年同期高0.8个百分点)。6月末超储率的明显回落，一方面，说明货币政策传导效率明显提升，打击空转套利已经取得一定成效。另一方面，也为未来央行降准提供空间。从往年经验来看，超储率一般在三季度都会出现回落，而7月份以来央行仍在边际收紧流动性，超储率将进一步回落。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：MLF 利率与同业存单利率



数据来源：东北证券，Wind

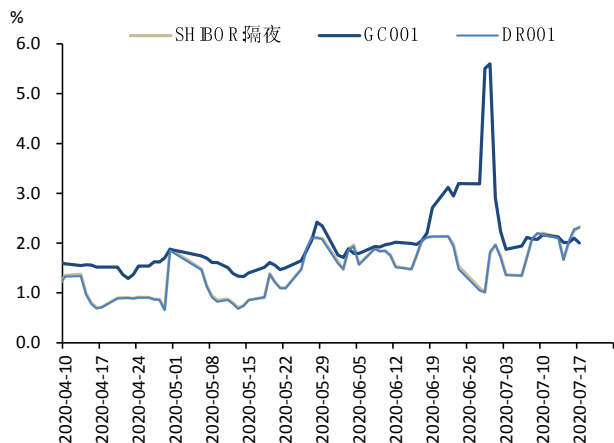
1.2. 资金利率：DR007 保持在 2.2%附近，中长端利率明显上行

上周因税期因素影响，资金面有所收紧，银行间资金利率明显上行。上周SHIBOR隔夜、DR001分别上行13.10BP、14.06BP至2.3280%、2.3171%，GC001下行16.40BP至2.0030%。上周7天质押式回购利率同步上行，非银资金面明显收紧。上周R007、DR007分别上行12.84BP、3.22BP至2.4669%、2.2396%。

上周中长端资金利率明显上行，与央行持续缩量投放MLF等中长期流动性有关。上周1个月、3个月SHIBOR利率较前一周上行16.30BP、21.30BP至2.1980%、2.3560%。

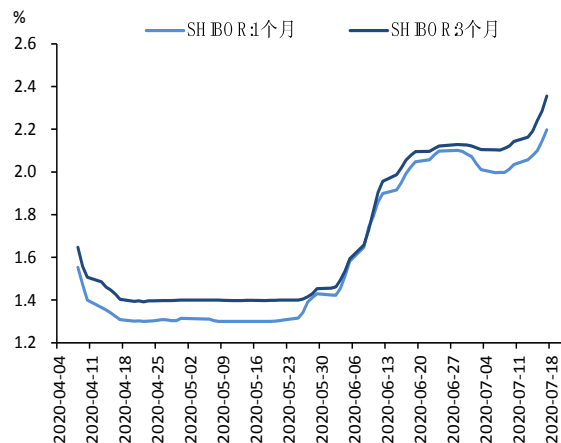
上周中长期同业存单到期收益率大幅上行。上周 1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别上行 4.99BP、28.37BP、23.20BP 至 2.2000%、2.4746%、2.6341%。

图 3: 隔夜利率走势分化



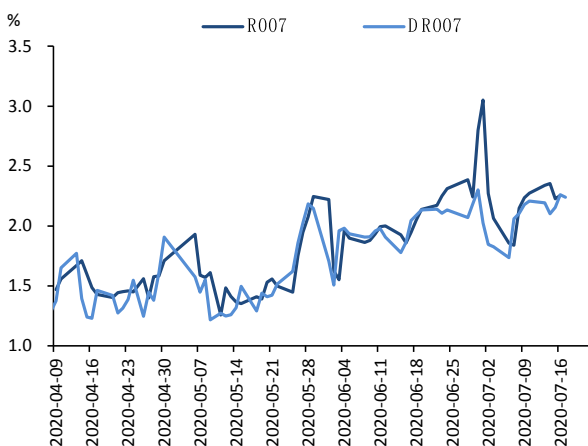
数据来源: 东北证券, Wind

图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率明显上行



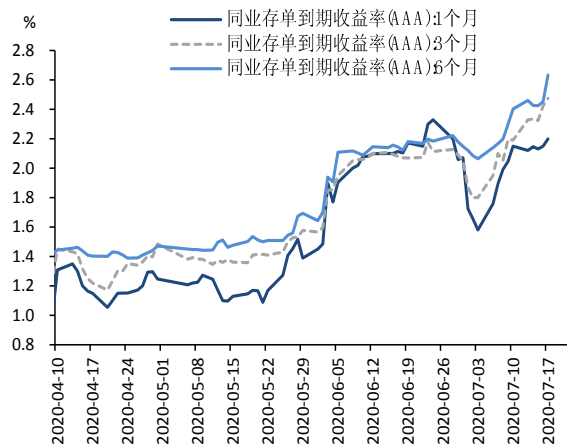
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 7 天质押式回购利率上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 中长端同业存单到期收益率大幅上行



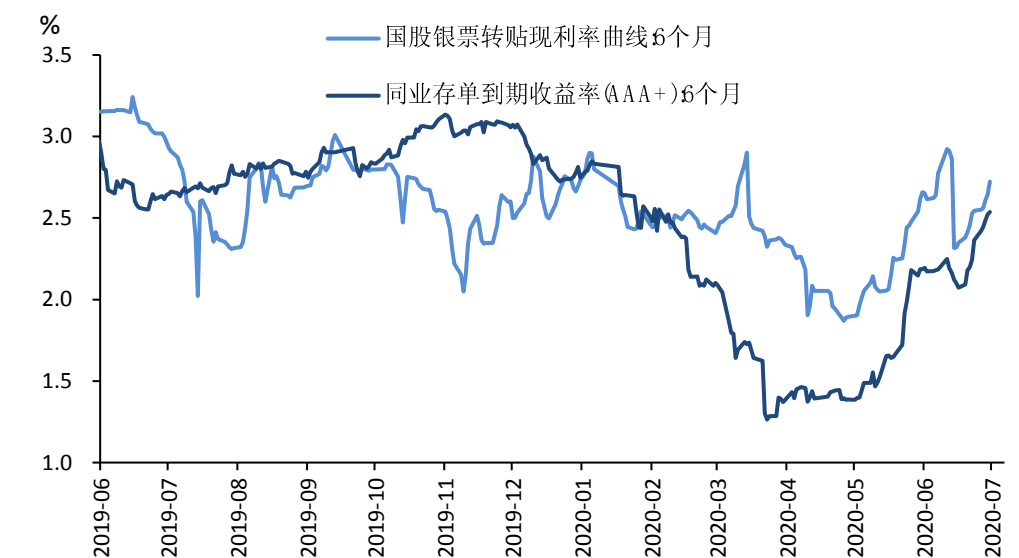
数据来源: 东北证券, Wind

2. 实体流动性: 票据利率继续上行, 中长端信用利差大幅走阔

2.1. 票据利率: 转贴现利率继续上行

上周票据转贴现利率继续上行。截至 7 月 17 日, 6 个月国股银票转贴现利率较前一周上行 17.79BP 至 2.7224%, 同期限 AAA+ 同业存单利率上行 17.21BP 至 2.5362%。

图 7: 票据转贴现利率继续上行

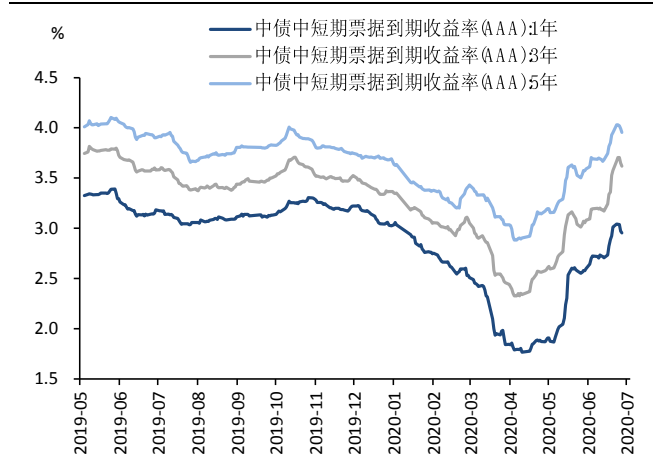


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 中票利率走势分化, 中长端信用利差大幅走阔

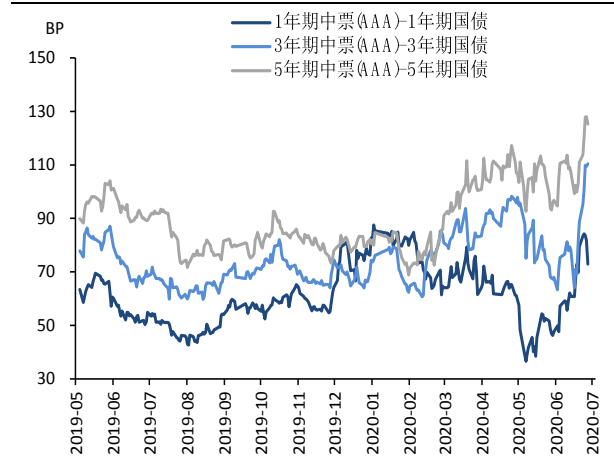
上周中票利率走势分化, 短端利率小幅回落, 中长端利率小幅上行。上周 3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别上行 4.14BP、0.33BP, 1 年期 AAA 中票到期收益率下行 5.66BP。上周国债利率走势相反, 短端利率小幅上行, 中长端利率大幅下行。1 年期国债收益率上行 0.91BP, 3 年期、5 年期国债收益率下行 17.53BP、14.01BP。上周各期限中票信用利差走势分化。上周 1 年期 AAA 中票信用利差较前一周收窄 6.57BP, 3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差较前一周分别走阔 21.67BP、14.34BP。

图 8: 各期限中票利率走势分化



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 中票信用利差走势分化



数据来源: 东北证券, Wind

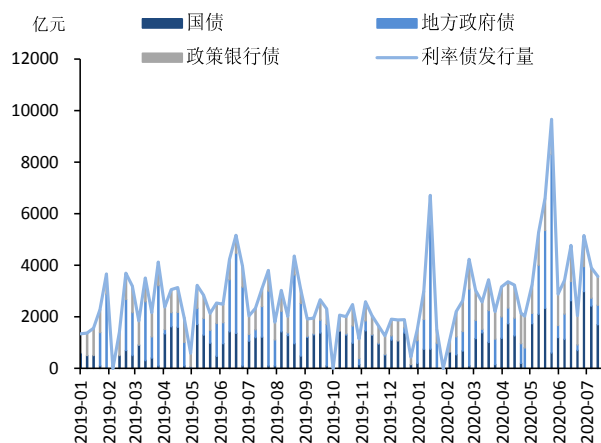
3. 债市流动性: 利率债净供给增加, 国债收益率走势分化

3.1. 一级市场: 利率债净供给上升, 同业存单发行利率继续上行

上周利率债净供给规模环比上升，发行节奏较为平稳。上周利率债共发行 3565.75 亿元，到期 1486.1 亿元，净融资额为 2079.65 亿元。较前一周相比，发行量环比减少 328.98 亿元，净融资额环比增加 1411.23 亿元。分品种来看，上周国债发行 1700.90 亿元，到期 200.00 亿元；政策银行债发行 1109.50 亿元，到期 310.00 亿元；地方政府债发行 755.35 亿元，到期 976.10 亿元。

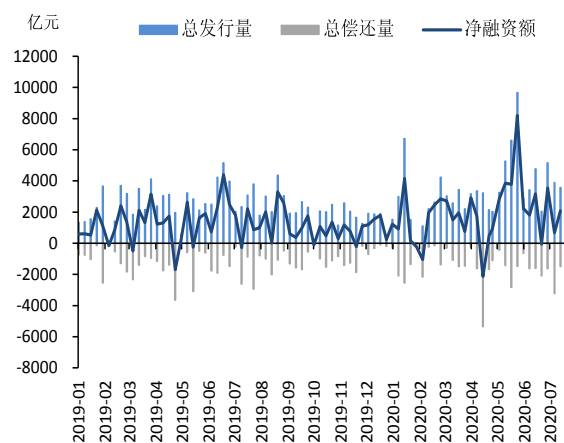
下周利率债共计发行 1785.35 亿元。其中，国债计划发行 1400.00 亿元，政策银行债计划发行 140.00 亿元，地方债计划发行 245.35 亿元。

图 10: 利率债发行量环比小幅回落



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 利率债净供给环比上升

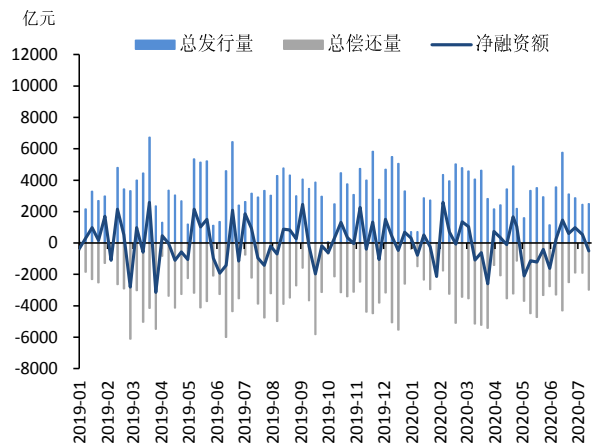


数据来源：东北证券，Wind

上周同业存单发行量上升，净融资规模环比回落。上周同业存单发行 2495.10 亿元（环比增加 41.40 亿元），到期 2994.10 亿元（环比增加 1087.30 亿元），净融资为 -499.00 亿元（环比减少 1045.90 亿元）。

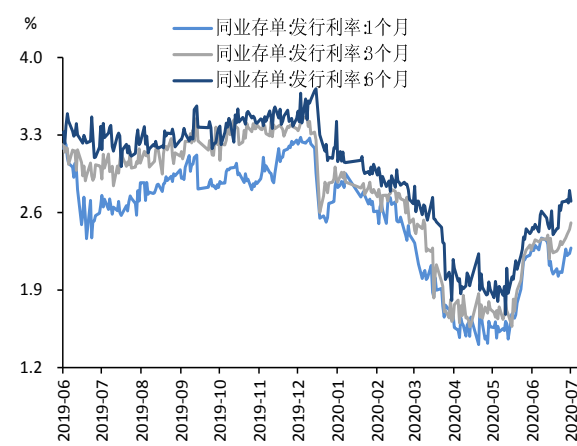
上周中短端同业存单发行利率大幅上行。截至 7 月 17 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率为 2.2784%、2.5057%、2.7033%，较前一周分别上行 21.91BP、19.53BP、0.89BP。

图 12: 同业存单净供给环比下降



数据来源：东北证券，Wind

图 13: 同业存单发行利率继续上行

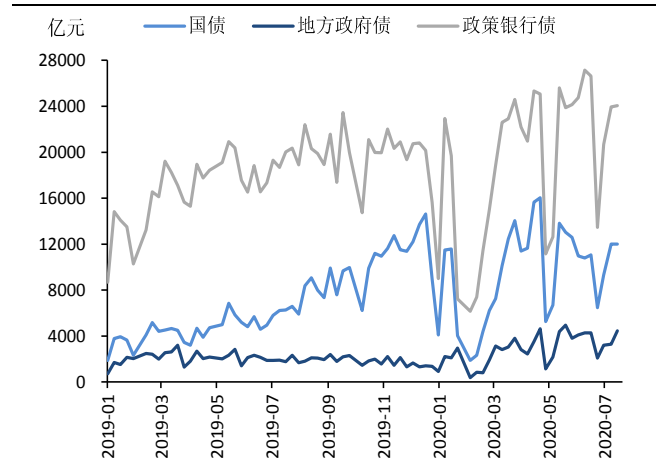


数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：利率债成交继续回升，国债收益率冲高后回落

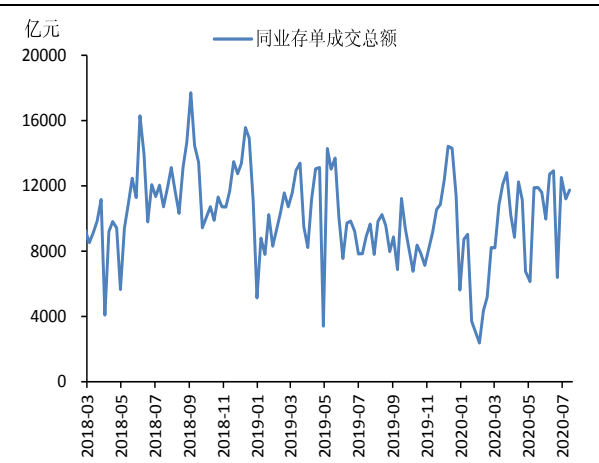
上周利率债成交量继续回升。上周利率债成交量为 40521.06 亿元，较前一周（7 月 6 日-7 月 12 日）相比，成交量环比上升 1288.59 亿元。分品种来看，上周国债成交 12006.47 亿元（环比下降 5.64 亿元）；政策银行债成交 24053.64 亿元（环比上升 116.50 亿元）；地方政府债成交 4460.95 亿元（环比上升 1177.73 亿元）。上周同业存单成交量环比小幅上升。上周同业存单成交量为 11745.29 亿元，较前一周（7 月 6 日-7 月 12 日）相比，环比小幅增加 530.61 亿元。

图 14: 利率债成交量环比上升



数据来源：东北证券，Wind

图 15: 同业存单成交量环比小幅上升



数据来源：东北证券，Wind

上周股市迎来大幅回调，股债跷跷板效应较为明显，前期超调的国债利率相应大幅回落。截至 7 月 17 日，1 年期国债收益率为 2.2256%，较前一周上行 0.91BP，3 年、5 年期国债收益率分别为 2.5141%、2.7022%，较前一周分别下行 17.53BP、14.01BP。10 年期国债利率自周一快速上行后逐步回落，当周下行 7.98BP 至 2.9507%。1 年期、10 年期国开债收益率为 2.5835%、3.4426%，较上周小幅上行 2.81BP、1.75BP。国开债与国债走势相悖，尽管 A 股下跌减缓债市压力，但进出口数据和经济数据好于预期，继续带动国开债利率上行。10 年期国开债-国债利差较前一周大幅上行 9.73BP 至 49.19BP。

近期债券市场在股市高涨情绪的压制下较为弱势，股债跷跷板效应明显，在广义基

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_3791

