

证券研究报告 / 宏观数据

如何理解央行最新政策信号？

——流动性周度观察（2020年第28周）

报告摘要：

央行发布会明确下一步货币政策方向，一是总量适度，信贷的投放要和复苏的节奏相匹配，下半年信贷和社融规模环比或将放缓，但同比保持稳定。这意味着应对疫情采取的非常规货币政策操作暂告一段落，但也并不意味着货币宽松的完全退出，下一步仍将保持合理充裕的流动性环境，匹配当前经济需求。二是利率适当下行但也不能过低。一方面，国务院提出1.5万亿让利要求，需要引导融资成本的进一步降低，更多关注贷款利率的变化；另一方面，利率也不能过低，如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利和资源错配的问题，意味着2.2%的逆回购利率或是近期中枢。

货币市场：上周逆回购到期1900亿元，央行未进行续作，净回笼1900亿元。7月15日当日，有一笔2000亿MLF到期，关注央行当日续作行为。上周DR001、DR007分别大幅上行83.30BP、38.15BP至2.17%、2.21%。3个月AAA同业存单到期收益率也上行39.01BP至2.19%。

实体经济：6个月国股银票转贴现利率较前一周上行19.45BP至2.5445%。中票信用利差上行。各期限中票利率大幅上行，带动1年期、3年期、5年期AAA中票信用利差分别上行30.52BP、40.51BP、23.39BP。

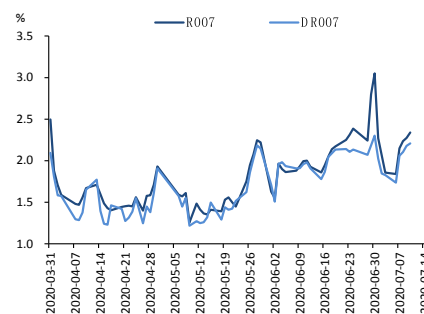
债券市场：上周利率债净供给大幅回落，发行量环比下降1258.25亿元，净融资额环比下降4053.31亿元。下周利率债计划发行3658.76亿元。上周各期限国债收益率先升后降，股债跷跷板效应持续力度减弱。10年期国债利率当周上行13.31BP，周四破3.1%后回落至3.03%。

股票市场：上周资金流入加速。杠杆资金大幅流入1233.98亿（环比）；北向资金当周净流入282.07亿（环比-21.01亿）；新发偏股型基金517.51亿（环比+402.19亿）。上周资金需求环比上升。股市募集资金315.91亿（环比+263.35亿）；限售股解禁规模为891.78亿（环比+13.88亿）；重要股东净减持212.95亿（环比+78.67亿）。

海外市场：上周美元指数持续回落收于96.67，人民币汇率大幅升值，人民币兑美元中间价调升695点至6.99。上周美国国内疫情加重，就业市场持续承压，10年期美债利率下行3BP至0.65%，日德10年期国债收益率维持低位。

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

《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

《资金利率大幅抬升，债市持续承压——流动性周度观察（2020年第23周）》

20200607

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：利率仍将适当下行但不会过低.....	5
1.1. 如何理解一行一会发布会信号？	5
1.2. 公开市场操作：暂停逆回购操作.....	5
1.3. 资金利率：DR007 上行至 2.2%附近.....	6
2. 实体流动性：票据利率大幅上行，信用利差同步上行	7
2.1. 票据利率：转贴现利率大幅上行.....	7
2.2. 信用利差：中票利率大幅上行，各期限信用利差同步上行.....	7
3. 债市流动性：利率债净供给回落，国债收益率先升后降.....	8
3.1. 一级市场：利率债净供给大幅回落，同业存单发行利率小幅上行.....	8
3.2. 二级市场：利率债成交回温，国债收益率先升后降.....	9
4. 股市流动性：资金流入加速，资金需求大幅增加.....	10
4.1. 资金供给：杠杆资金大幅流入，机构资金流入加速.....	10
4.2. 资金需求：解禁高峰来袭，股市募资规模明显发力.....	11
5. 海外：人民币大幅升值，美债收益率小幅下行.....	12
5.1. 汇率：美元指数持续回落，人民币大幅升值.....	12
5.2. 债市：美债收益率小幅下行，中美利差持续走阔.....	13

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况	6
图 2: MLF 利率与同业存单利率	6
图 3: 隔夜利率大幅上行	6
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率小幅上行	6
图 5: 7 天质押式回购利率上行	7
图 6: 同业存单到期收益率大幅上行	7
图 7: 票据转贴现利率再度上行	7
图 8: 各期限中票利率大幅上行	8
图 9: 中票信用利差同步上行	8
图 10: 利率债发行量环比下降	8
图 11: 利率债净供给环比大幅下降	8
图 12: 同业存单净供给环比下降	9
图 13: 同业存单发行利率小幅上行	9
图 14: 利率债成交量环比上升	9
图 15: 同业存单成交量环比小幅下降	9
图 16: 10 年期国债收益率小幅上行	10
图 17: 10 年期国开债收益率大幅上行	10
图 18: 国债收益率曲线走平	10
图 19: 理财产品收益率走势分化	10
图 20: 杠杆资金持续流入	11
图 21: 融资买入额大幅走高	11
图 22: 北向资金流入节奏放缓	11
图 23: 机构资金流入环比增加	11
图 24: IPO 与再融资新增规模环比上升	12
图 25: 限售股解禁规模环比上升	12
图 26: 重要股东净减持规模环比上升	12
图 27: 人民币汇率调升	13
图 28: 美元指数下降	13
图 29: 10 年期美债收益率小幅下行	14
图 30: 中美利差持续走阔	14
图 31: 10 年期德国国债利率与上周持平	14

图 32: 10 年期日本国债利率下行.....	14
表 1: 上周美国重要政策新闻回顾.....	13

1. 货币市场：利率仍将适当下行但不会过低

1.1. 如何理解一行一会发布会信号？

1) 下一步货币政策方向：一是总量适度，信贷的投放要和经济复苏的节奏相匹配。这意味着应对疫情采取的非常规货币政策操作暂告一段落，但也并不意味着货币宽松的完全退出，下一步仍将保持合理充裕的流动性环境，匹配当前经济需求。

二是利率适当下行但也不能过低。一方面，国务院提出 1.5 万亿让利要求，需要引导融资成本的进一步降低，更多关注贷款利率的变化；另一方面，利率也不能过低，意味着 2.2% 的逆回购利率或是近期中枢。央行认为利率如果严重低于和潜在经济增长率相适应的水平，就会产生套利和资源错配的问题。

2) 明确提出让利 1.5 万亿的具体构成部分。一是，利率的下行大约让利 9300 亿元，包括贷款利率、债券利率的下行，以及通过再贷款、再贴现政策支持等优惠利率贷款的发放。二是，延期还本付息工具大约让利 2300 亿。三是，银行减少收费 3200 亿元。

3) 下一步加强风险管控，引导资金“脱虚向实”。银保监会指出，未来一段时期内潜在风险依然较大，要保持清醒，冷静研判，未雨绸缪。一是不良资产上升压力加大。预计在今后一段时期不良贷款会陆续呈现和上升，部分中小金融机构问题较为严重。二是，部分金融机构风险不断积累。部分银行、保险或信托公司，存在大股东操纵和内部人控制，公司治理机制失效，资产负债基础在原本就比较脆弱的基础上将加速劣变。三是，加强金融乱象整治，督促引导资金“脱虚向实”，但并非打击牛市，意在推动资本市场健康发展。银保监会提出，要强化资金流向监管，依法严厉打击资金空转和违规套利行为，规范跨市场资金往来和业务合作，严禁银行保险机构违规参与场外配资，严查乱加杠杆和投机炒作行为。

4) 资管新规会延期操作，但预计时间不会太长。此前吴晓灵研究团队提出建议资管新规过渡期延长到 2022 年底，我们认为央行态度表明不会延长这么久。发布会上央行官员明确提出，因为今年疫情冲击资管新规应该延期。但也有机构、学者建议不能延太长，可能延一年是比较合适的。此外，不管实际延长多久，关键是必须要转型的，再回到过去大搞表外业务、以钱炒钱、制造金融乱象是不可能。

1.2. 公开市场操作：暂停逆回购操作

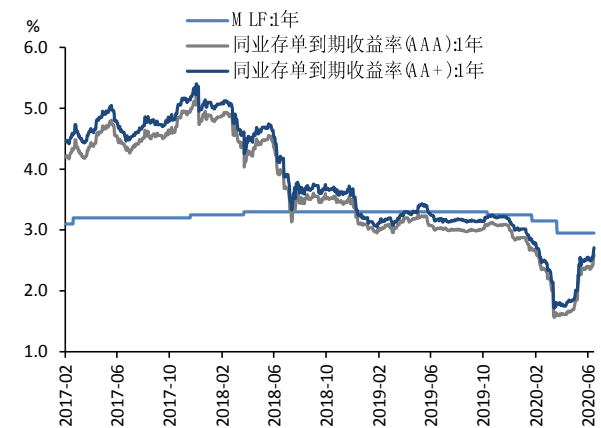
上周(7月5日-7月12日)逆回购到期 1900 亿元，央行未进行续作，净回笼 1900 亿元。其中 7 月 6 日、7 日分别有 800 亿、1100 亿 14 天逆回购到期。7 月 15 日当日，有一笔 2000 亿 MLF 到期，关注央行当日续作行为。

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

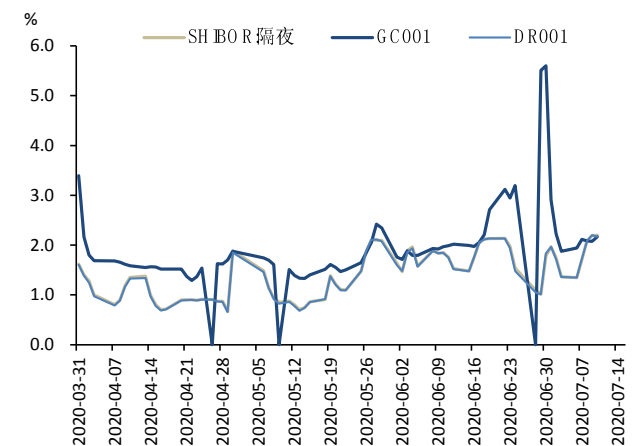
1.3. 资金利率：DR007 上行至 2.2%附近

上周央行持续回笼流动性，隔夜利率大幅上行。上周 SHIBOR 隔夜、DR001、GC001 分别大幅上行 83.30BP、80.69BP、28.90BP 至 2.1970%、2.1665%、2.1670%。上周 7 天质押式回购利率大幅上行。上周 R007、DR007 分别上行 41.65BP、38.15BP 至 2.3385%、2.2074%。

上周中长端资金利率小幅上行。上周 1 个月、3 个月 SHIBOR 利率较前一周环比上行 2.40BP、3.80BP，利率分别 2.0350%、2.1430%。

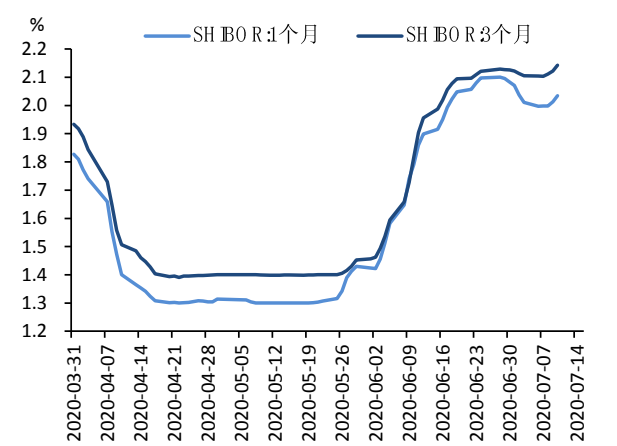
上周同业存单收益率大幅上行。上周 1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别上行 56.93BP、39.01BP、33.78BP 至 2.1501%、2.1909%、2.4021%。

图 3: 隔夜利率大幅上行



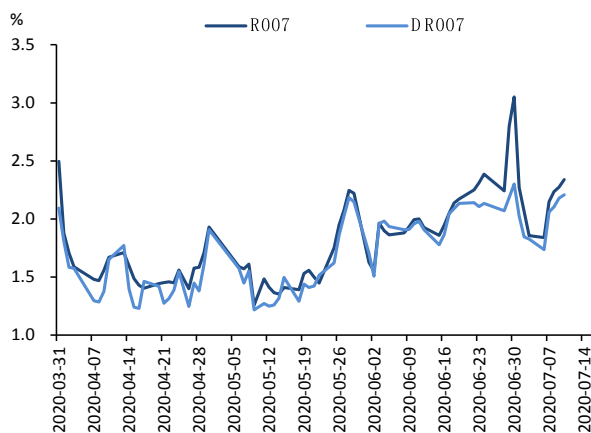
数据来源：东北证券，Wind

图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率小幅上行



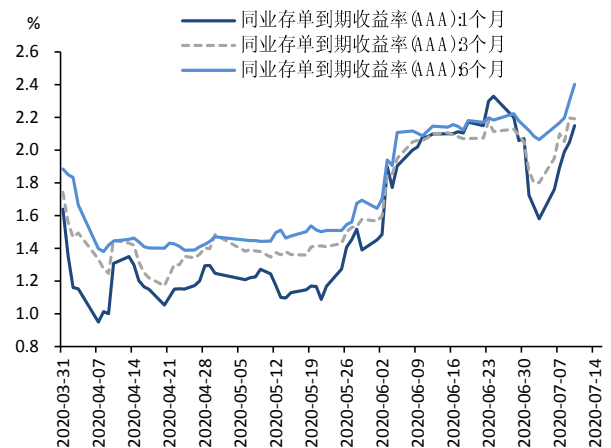
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 7 天质押式回购利率上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 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: 票据利率大幅上行, 信用利差同步上行

2.1. 票据利率: 转贴现利率大幅上行

上周票据转贴现利率恢复上行。截至 7 月 3 日, 6 个月国股银票转贴现利率较前一周上行 19.45BP 至 2.5445%, 同期限 AAA+ 同业存单利率上行 29.08BP 至 2.3641%。

图 7: 票据转贴现利率再度上行

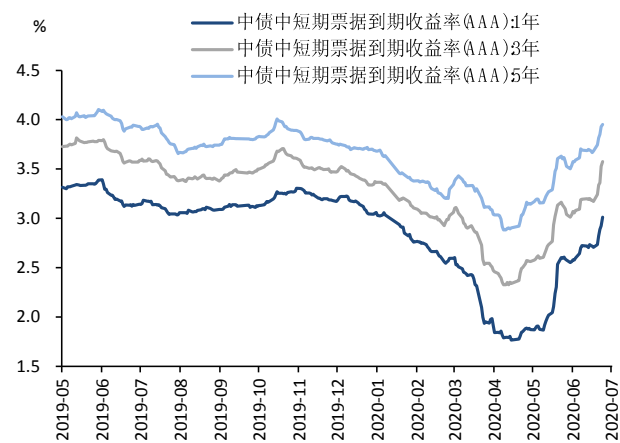


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 中票利率大幅上行, 各期限信用利差同步上行

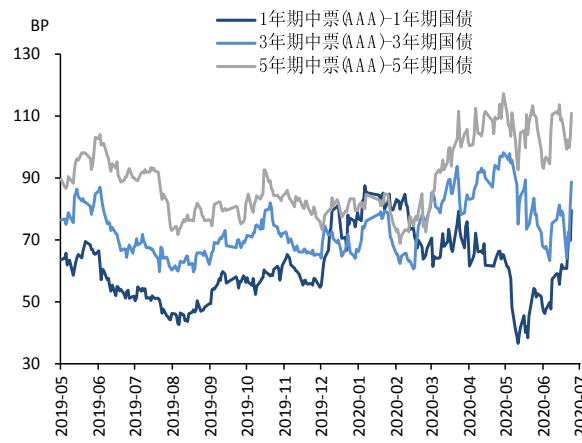
上周各期限中票利率大幅上行。上周 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别上行 30.52BP、40.51BP、27.10BP。1 年期、3 年期、5 年期国债收益率上行 11.89BP、30.16BP、23.39BP。上周各期限中票信用利差同步上行。上周 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差较前一周分别上行 18.63BP、10.35BP、3.71BP。

图 8: 各期限中票利率大幅上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 中票信用利差同步上行



数据来源: 东北证券, Wind

3. 债市流动性: 利率债净供给回落, 国债收益率先升后降

3.1. 一级市场: 利率债净供给大幅回落, 同业存单发行利率小幅上行

上周利率债净供给规模环比大幅下降。上周利率债共发行 3894.73 亿元, 到期 3226.31 亿元, 净融资额为 668.42 亿元。较前一周 (6 月 29 日-7 月 5 日) 相比, 发行量环比下降 1258.25 亿元, 净融资额环比下降 4053.31 亿元, 主要受国债大规模到期影响。分品种来看, 上周国债发行 2423.40 亿元, 到期 2285.60 亿元; 政策银行债发行 1168.90 亿元, 到期 0.00 亿元; 地方政府债发行 302.43 亿元, 到期 940.71 亿元。

下周利率债共计发行 3658.76 亿元。其中, 国债计划发行 1600.00 亿元, 政策银行债计划发行 132.00 亿元, 地方债计划发行 755.35 亿元。

图 10: 利率债发行量环比下降

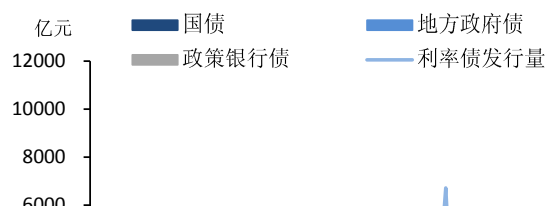
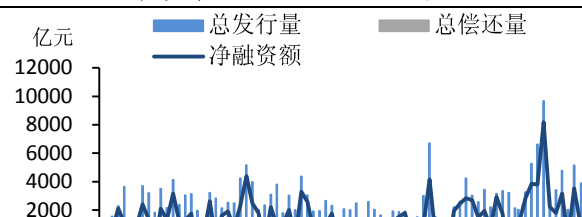


图 11: 利率债净供给环比大幅下降



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_3979

