

证券研究报告 / 宏观数据

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）

报告摘要：

如何理解近期货币政策信号：短期表态偏鸽，长期做好退出准备。国常会表态意味着短期内货币条件并未收紧，但重心转为引导宽信用和降成本，而货币政策的退出我们认为最快也要到四季度再考虑。从总量层面来看，降准预计近期最快下周将会出现，主要为对冲大量政府债券发行造成的流动性压力。今年社融和贷款新增规模的表述有所收敛，意味着流动性大量投放的时期已过。从价格层面来看，国常会虽然删去了“降息”表述，但从企业让利、引导债券利率下行的角度来看，背后实质上隐含着降低利率信号，这意味着近期利率快速上行有顶，债市未彻底转向，维持区间震荡。

货币市场：周一央行缩量续作 MLF 2000 亿元，利率持平。周四为维护半年末流动性平稳，央行重启 700 亿 14 天逆回购，利率调降 20BP 多是一轮补降，不一定意味着降息的开启，但凸显出央行的呵护态度。本周 DR007 上行 22.74BP 至 2.1340%。

实体经济：6 个月国股银票转贴现利率较前一周大幅上行 13.81BP。各期限中票信用利差收窄。1 年期、3 年期、5 年期中票信用利差较前一周下行 5.05BP、6.76BP、9.03BP 至 47.59BP、67.99BP、96.72BP。

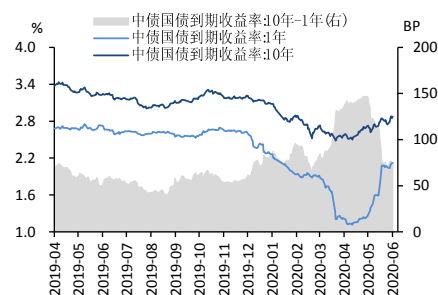
债券市场：本周迎来特别国债市场化发行。利率债净供给增加，发行量环比上升 1351 亿元，净融资额环比上升 1364 亿元。其中，国债/政策银行债/地方债分别发行 2623/1395/752 亿元。下周利率债计划发行 1421 亿元。各期限国债利率大幅上行，10 年期国债利率逼近 2.9%。1/3/5 年国债利率分别上行 7/11/15BP，10/15/20 年国债利率分别上 13/12/12BP。

股票市场：本周资金流入加速。杠杆资金增加 224.38 亿（环比+105.68 亿）；北向资金当周净流入 203.69 亿（环比+154.53 亿）；新发偏股型基金 657.55 亿（环比+154.03 亿）。本周资金需求环比上升。股市募集资金 330.65 亿（环比+18.97 亿）；限售股解禁规模为 584.35 亿（环比+91.05 亿）；重要股东净减持 286.68 亿（环比+109.98 亿）。

海外市场：本周美元指数先降后升收于 97.69。人民币汇率保持稳定，人民币兑美元中间价调升 48 点收于 7.09。本周 10 年期美债收益率环比下行 1BP，德、日 10 年期国债收益率分别下行 1BP、上行 0.1BP。

风险提示：全球疫情反复，货币政策收紧，测算结果和实际存在偏差。

相关数据



相关报告

《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

《6月降准降息可期，短期债市维持牛平格局——5月流动性观察及6月展望》

20200531

《债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶——流动性周度观察（2020年第21周）》

20200524

《债市维持震荡，收益率曲线将进一步陡峭化——流动性周度观察（2020年第20周）》

20200517

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 如何理解近期货币政策信号？	5
1.1. 短期表态偏鸽，长期做好退出准备	5
1.2. 总量层面：流动性边际收紧，降准着重对冲	5
1.3. 价格层面：利率上行有顶，债市未彻底转向	6
2. 货币市场：流动性持续呵护，资金利率继续上行	7
2.1. 公开市场操作：重启 14 天逆回购，政策利率补降 20BP	7
2.2. 资金利率：隔夜、中长端利率继续上行	7
3. 实体流动性：票据利率上行，信用利差继续收窄	8
3.1. 票据利率：转贴现利率上行	8
3.2. 信用利差：中票利率小幅上行，信用利差继续收窄	9
4. 债市流动性：利率债净供给增加，国债收益率大幅上行	9
4.1. 一级市场：利率债净供给增加，同业存单发行利率上行	9
4.2. 二级市场：利率债成交放缓，国债收益率大幅上行	11
5. 股市流动性：资金流入加速，资金需求环比上升	12
5.1. 资金供给：杠杆及机构资金流入加速，北向资金被动流入	12
5.2. 资金需求：资金需求环比上升	13
6. 海外：人民币汇率保持稳定，美债收益率保持低位	14
6.1. 汇率：美元指数先降后升，人民币汇率保持稳定	14
6.2. 债市：美债收益率保持低位	15

图表目录

图 1: DR007 与 10 年期国债收益率	6
图 2: 10 年期国债收益率与实体融资成本	6
图 3: 公开市场操作与到期情况	7
图 4: MLF 利率与同业存单利率	7
图 5: 隔夜利率大幅上行	8
图 6: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续上行	8
图 7: 7 天质押式回购利率上行	8
图 8: 同业存单到期收益率走势分化	8
图 9: 票据转贴现利率先升后降	9
图 10: 各期限中票利率整体上行	9
图 11: 中票信用利差收窄	9
图 12: 利率债发行量环比上升	10
图 13: 利率债净供给环比上升	10
图 14: 同业存单净供给环比上升	10
图 15: 同业存单发行利率继续大幅上行	10
图 16: 利率债成交量环比下降	11
图 17: 同业存单成交量环比上升	11
图 18: 10 年期国债收益率大幅上行	11
图 19: 10 年期国开债收益率大幅上行	11
图 20: 国债收益率曲线走平	12
图 21: 理财产品收益率同步回落	12
图 22: 杠杆资金持续流入	12
图 23: 融资买入额环比小幅回落	12
图 24: 北向资金继续流入	13
图 25: 机构资金流入加速	13
图 26: IPO 与再融资新增规模环比上升	13
图 27: 限售股解禁规模环比上升	13
图 28: 重要股东净减持规模环比上升	14
图 29: 人民币汇率保持稳定	14
图 30: 美元指数先降后升	14
图 31: 10 年期美债收益率保持稳定	15

图 32: 中美利差环比上行.....	15
图 33: 10 年期德国国债利率下行.....	16
图 34: 10 年期日本国债利率上行.....	16
表 1: 本周美国重要政策新闻回顾.....	15

1. 如何理解近期货币政策信号？

1.1. 短期表态偏鸽，长期做好退出准备

本周国常会和央行领导层接连释放货币政策信号，周五债市波动性明显加大，上午受债券利率下行的利好信号推动，国债期货高开，下午因担忧未来货币政策的退出，国债期货一路下跌，收盘时又出现回升。6月17日，国常会指出，“进一步通过引导贷款利率和债券利率下行，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元；综合运用降准、再贷款等工具。”6月18日，央行领导在陆家嘴论坛发言称，“疫情应对期间的金融支持政策具有阶段性，要关注政策的后遗症，总量要适度，并提前考虑政策工具的适时退出。”

市场不甚理解国常会给出的偏鸽态度和陆家嘴论坛上人民银行行长和银保监会主席偏鹰的态度。我们认为这两大信号并不矛盾，二者只是时间问题。国常会释放短期信号，央行及银保监会领导层更专注长期趋势，未来货币政策有放就有收是很正常的。国常会每周召开，围绕全年的经济工作目标，实时观察当前经济对政策的需要。而作为央行行长和银保监会主席，要更注重政策的独立性，要保持客观，既关注当下，也要关注未来。我们认为市场也不会认为货币政策没有收回，而是在6月份就听到这样的表态，需要提前做出心理准备。我们认为最快也要到四季度再考虑退出问题。

立足这一出发点，我们认为短期内货币条件并未收紧，但重心转为引导宽信用和降低成本。这也意味着利率虽边际收紧，但上行有顶。

1.2. 总量层面：流动性边际收紧，降准着重对冲

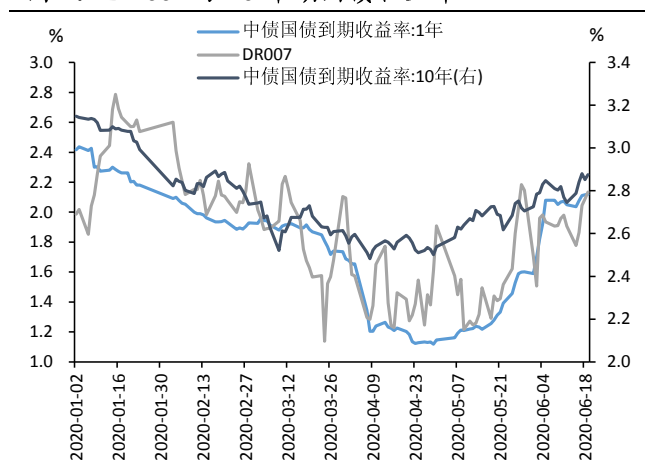
从总量层面来看，降准毫无疑问还会再出现，主要为对冲大量政府债券发行造成的流动性压力。当然这并不改变流动性极度充裕状态结束的基本事实。国常会明确提出综合运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕。此外，财政部6月19日表示，适当放缓6、7月份的一般债券、专项债发行节奏，为特别国债发行腾出空间，减少供给加大对市场造成的冲击。按照经验，国务院或者总理针对降准发声后的当周或者下一周将宣布降准。这次降准是我们预期内的，是缓解大量政府债供给带来流动性压力的对冲工具。

但两大会议对于今年社融和贷款新增规模的表述有所收敛。政府报告指出，“引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。”而国常会指出，全年人民币贷款新增和社会融资新增规模均超过上年。央行行长指出，预计将带动全年的人民币贷款新增近20万亿元，社会融资规模的增量将超过30万亿元。按此计算，今年全年社融增速超过11.9%，而今年5月份已经达到12.5%的增速。或许意味着，下半年社融和信贷难以保持前期的高增水平。一方面与信贷前倾有关，流动性大量投放的时期已过；另一方面与打击空转套利、不放水养鱼带动资金利率中枢上行，导致票据、短贷、信用债等融资规模收缩。

1.3. 价格层面：利率上行有顶，债市未彻底转向

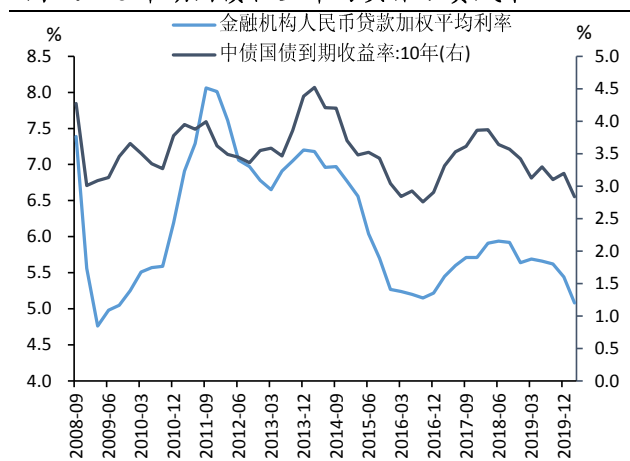
从价格层面来看，国常会虽然删去了“降息”表述，但从企业让利、引导债券利率下行的角度来看，背后实质上隐含着降低利率信号，这意味着近期利率快速上行有顶，债市未彻底转向，维持区间震荡。5月以来货币政策出现边际调整，流动性的边际收紧成为债券市场利率出现大幅调整的导火索。5月中旬央行未作降息，公开市场持续回笼流动性；5月下旬央行开始压降结构性存款打击资金套利空转，6月初推出创新直达货币政策工具意在绕过宽货币推动宽信用。6月中旬MLF量缩价平，银行间资金量虽较为充裕，但资金价格已经明显抬升。DR007由4月末的1.2%以下持续抬升至6月中旬的2%以上。同期10年期国债收益率自2.5%大幅上行至近2.9%。而10年期国债利率的持续抬升最终仍会传导至实体融资成本，违背当前推动宽信用稳实体的初衷，本次国常会的表态也是意在于此。6月18日特别国债发行利率低于二级市场利率水平，可能背后隐含着政府的力量。5年、7年期国债各发行500亿元，发行利率分别为2.41%、2.71%，均较前5个交易日二级市场平均收益率低13个基点。对比6月17日国债发行情况，10年期国债发行利率达到2.86%，远高于2.68%的票面利率。

图 1: DR007 与 10 年期国债收益率



数据来源：东北证券，Wind

图 2: 10 年期国债收益率与实体融资成本



数据来源：东北证券，Wind

国常会提出要全年给企业让利 1.5 万亿元，这实际蕴含这降低利息的明显信号，否则让利 1.5 万亿元较难实现。金融部门向企业让利，主要包括三块：一是通过降低利率让利，二是通过直达货币政策工具推动让利，三是银行减少收费让步。

1) 降低利率让利:

今年新增人民币贷款将超过 20 万亿，去年人民币贷款加权平均利率全年平均水平约 5.6%，今年 1 季度时已经下降约 60BP，预计后续还有下降空间，全年假设按 100BP 估算，新增贷款优惠利息约 2000 亿；存量贷款重新定价也将享受利息降低，2019 年金融机构人民币贷款余额 153.11 万亿，估算利率平均下降 20BP，预计减少利息约 3000 亿。整体贷款优惠利息约 5000 亿元，但由于房贷约定的重定价周期最短为一年，所以今年房贷利息并不会发生变化。考虑到 30 万亿的房贷余额，整体贷款利息优惠规模要更低。

2019 年全年信用债发行超过 9 万亿，今年前 5 月发行 5.44 万亿，预计全年发行超过 10 万亿，前 5 个月平均发行利率下降约 76 个基点，假设全年下降 100 个基点，这部分融资成本减少约 1000 亿；

表外非标，如信托贷款、委托贷款、未贴现银行承兑汇票 2019 年末的存量余额为 22.22 万亿，假设全年收益率下降 100 个基点，则全年融资成本减少约 2200 亿元。

2) 直达货币政策工具让利:

央行此前明确提出尽延尽延到期贷款惠及 3.7 万亿规模贷款，由于涉及的是 6 月到年底的到期贷款，且延到明年一季度，因此优惠的年化利率应该低于目前的普惠小微贷款利率 5.22%，假设按 3.5%，让利约 1300 亿。

3) 银行减少收费让利:

央行预计带动新发放无担保信用贷款 1 万亿，这部分节约了担保费，此外加上国常会明确提出减少银行收费，预计新增和存量的担保费会得到显著减少。我们预计中小贷款利率约 5-6%，担保费率按贷款利率的 50% 执行，新增信用贷款节约保费约 250 亿，存量担保费下降幅度不确定，预计节约几千亿保费。

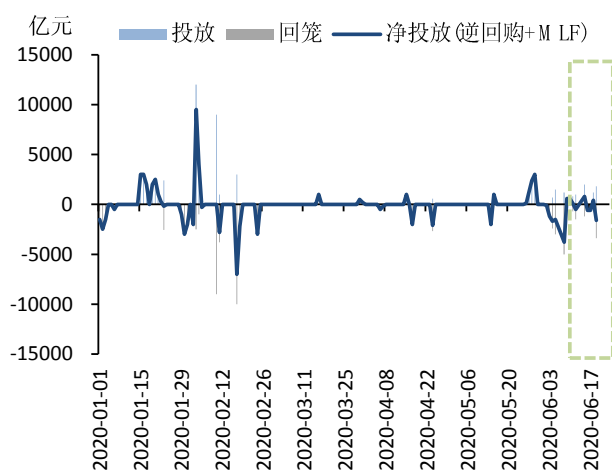
从上述测算来看，金融部门向企业让利很难达到 1.5 万亿，但我们相信最终要达到这个幅度，同时也意味着利率仍然需要下降。(文中测算为估计结果，和实际可能存在偏差。)

2. 货币市场：流动性持续呵护，资金利率继续上行

2.1. 公开市场操作：重启 14 天逆回购，政策利率补降 20BP

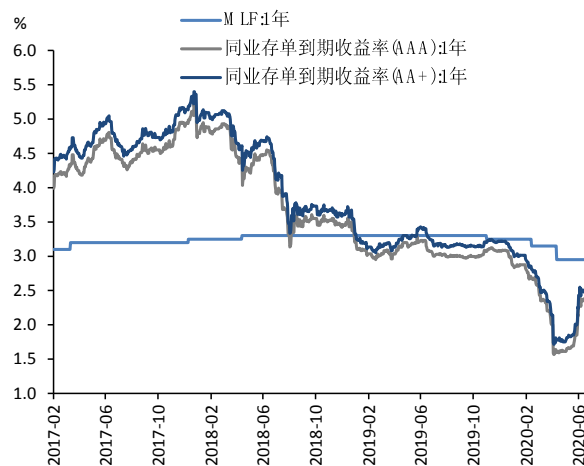
本周(6月15日-6月19日)逆回购到期 4200 亿元，投放 3000 亿元，净回笼 1200 亿元。下周逆回购到期 1200 亿元。周一(6月15日)缩量续作 MLF 2000 亿元，利率维持不变。其中，为维护半年末流动性平稳，周四(6月18日)发行 700 亿 14 天逆回购，利率为 2.35%，下降 20BP。政策利率补降 20BP，跟随 3 月 30 日调降的 7 天逆回购利率调降幅度。

图 3: 公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 4: MLF 利率与同业存单利率



数据来源：东北证券，Wind

2.2. 资金利率：隔夜、中长端利率继续上行

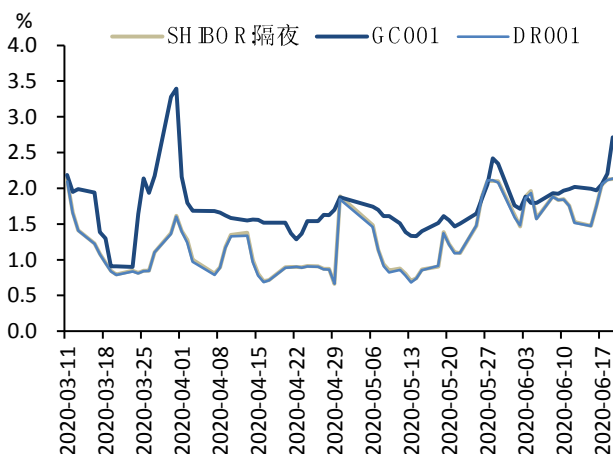
本周隔夜利率大幅上行。本周 SHIBOR 隔夜、DR001 GC001 分别上行 60.20BP、61.88BP、69.50BP 至 2.1310%、2.1349%、2.7130%。本周 7 天质押式回购利率上行。

本周 R007、DR007 分别上行 24.51BP、22.74BP 至 2.1716%、2.1340%。

本周中长端资金利率继续上行。本周 1 个月、3 个月 SHIBOR 利率较前一周环比上行 14.90BP、13.90BP，利率分别为 2.0480%、2.0950%。

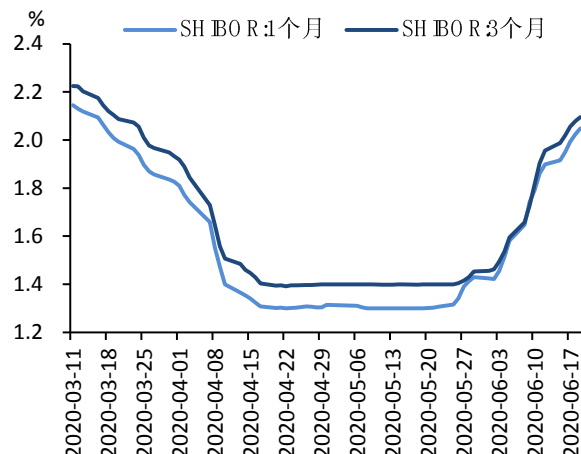
本周同业存单收益率走势分化。本周 1 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别上行 7.30BP、3.44BP 至 2.1715%、2.1810%。3 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周下行 3.01BP 至 2.0699%。

图 5: 隔夜利率大幅上行



数据来源：东北证券，Wind

图 6: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续上行



数据来源：东北证券，Wind

图 7: 7 天质押式回购利率上行

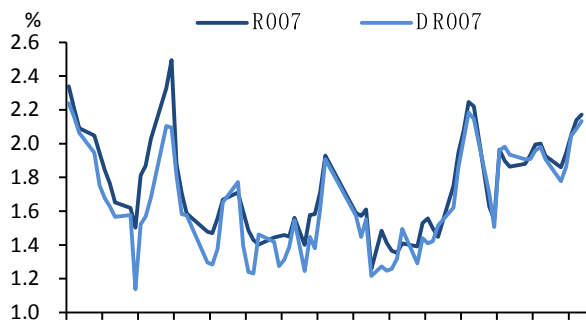
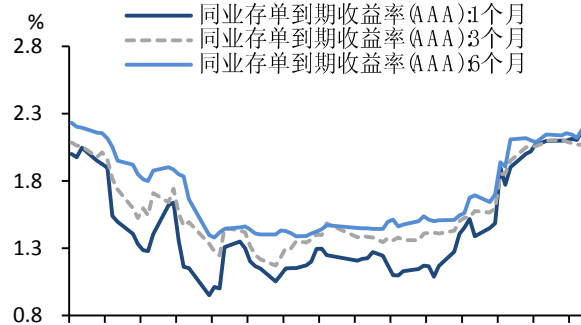


图 8: 同业存单到期收益率走势分化



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_4388

