

证券研究报告 / 宏观数据

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）

报告摘要：

上周五政府工作报告落地，财政政策力度基本符合市场预期，打消了市场此前对于强刺激的担忧，同时货币政策继续维持宽松取向，当日10年期国债利率快速下行6.74BP至2.62%。短期来看，最大的利空因素出尽，市场情绪快速修复，但今年三季度以前债市供给高企仍将对利率下行带来一定约束。长期来看，经济基本面虽处于修复路线，但整体依然偏弱，且三季度预计外需压力将逐步凸显，货币政策维持宽松取向，利率也不具备持续上行的基础。当前债市仍处于多空交织的状态。待市场充分消化两会信息后，长端利率或将向上小幅调整，但长期来看，利率震荡仍有顶。

货币市场：本周无公开市场操作，因5月MLF利率未降，本月1年期及5年期LPR报价也未作调降。受一级市场利率债放量所致，短端资金利率中枢有所上行，上周DR007上行2.01BP，中长端利率继续走平。

实体经济：上周6个月国股银票转贴现利率较前一周大幅上行15.75BP，同期限AAA+同业存单利率上行10.00BP。各期限中票利率小幅上行，上周1年期、3年期、5年期AAA中票到期收益率分别上行0.33BP、3.19BP、1.30BP，对应信用利差分别被动收窄17.04BP、2.49BP、6.18BP。

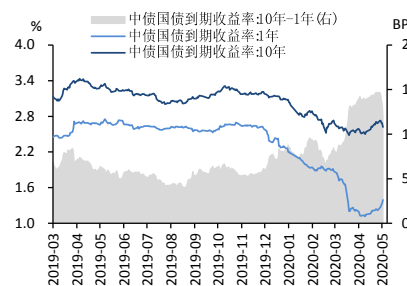
债券市场：上周利率债供给继续放量，发行量环比增加1330.15亿元，净供给环比下降54.90亿元。上周地方政府债发行3028.41亿元，下周计划发行7292.30亿元，地方债供给压力显著。上周各期限国债利率走势分化，1/3/5年国债收益率分别上行17.37BP/5.68BP/7.48BP，10/15/20年国债收益率分别下行6.44BP/5.87BP/5.87BP。

股票市场：上周资金供给继续增加。杠杆资金增加43.20亿元（环比-111.24亿）；北向资金当周净流入79.47亿元（环比+38.85亿）；新发偏股型基金213.46亿元（环比+128.93亿）。上周资金需求回落。股票市场募集资金232.28亿元（环比-120.79亿）；限售股解禁规模为654.21亿元（环比-18.06亿）；重要股东净减持209.06亿元（环比+75.16亿）。

海外市场：上周美元指数继续高位波动收于99.78，人民币兑美元中间价调贬3点收于7.0939。上周10年期美债收益率上行2BP至0.66%，中美利差继续保持高位。10年期德国、日本国债收益率上行8BP、0.3BP。

风险提示：货币宽松不及预期，外需持续承压。

相关数据



相关报告

《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

《债市迎来大幅调整，短期步入震荡格局——流动性周度观察（2020年第19周）》

20200510

《5月流动性缺口走高，二季度再将降准可期——4月流动性观察及5月展望》

20200505

《期限利差高企，收益率曲线有所走平——流动性周度观察（2020年第17周）》

20200426

《流动性回归充裕，长端国债利率低位震荡——流动性周度观察（2020年第16周）》

20200419

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003
15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶.....	5
1.1. 财政强刺激的担忧消除，长端利率快速回落.....	5
1.2. 三季度以前债市供给压力仍存，利空因素暂未消除.....	5
1.3. 预计未来利率震荡有顶.....	6
2. 货币市场：一级市场供给压力导致资金中枢有所上移	6
2.1. 公开市场操作：LPR 报价未降	6
2.2. 资金利率：隔夜利率明显上行，中长端利率继续走平.....	7
3. 实体流动性：票据利率大幅上行，短端信用利差明显收窄	8
3.1. 票据利率：转贴现利率大幅上行.....	8
3.2. 信用利差：中票利率继续小幅上行，信用利差被动收窄.....	8
4. 债市流动性：利率债供给继续放量，长端国债收益率下行.....	9
4.1. 一级市场：利率债供给继续放量，同业存单发行利率低位震荡.....	9
4.2. 二级市场：利率债成交量小幅下降，长端国债收益率下行.....	10
5. 股市流动性：资金供给持续增加，资金需求回落.....	11
5.1. 资金供给：杠杆、北向资金、机构资金均继续流入.....	11
5.2. 资金需求：股权融资及限售股解禁规模小幅下行，净减持环比上升.....	12
6. 海外：人民币汇率持续承压，美日德长端收益率上行	13
6.1. 汇率：美元指数高位运行，人民币汇率继续承压.....	13
6.2. 债市：美日德长端国债收益率均上行.....	14

图表目录

图 1: 2019 年以来政府债券净供给规模.....	6
图 2: 公开市场操作与到期情况	7
图 3: MLF 利率与同业存单利率.....	7
图 4: 隔夜利率先升后降.....	7
图 5: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走平.....	7
图 6: 7 天质押式回购利率小幅上行	8
图 7: 同业存单到期收益率小幅上行	8
图 8: 票据转贴现利率大幅上行	8
图 9: 各期限中票利率继续上行	9
图 10: 中票信用利差被动收窄	9
图 11: 利率债发行量环比继续增加	9
图 12: 利率债净供给环比小幅下降	9
图 13: 同业存单净供给环比上升.....	10
图 14: 同业存单发行利率低位震荡	10
图 15: 利率债成交量小幅下降	10
图 16: 同业存单成交量小幅上升.....	10
图 17: 国债收益率走势分化.....	11
图 18: 国债收益率曲线.....	11
图 19: 理财产品收益率上行.....	11
图 20: 3 个月理财产品收益率小幅走高.....	11
图 21: 两融余额环比继续上升	12
图 22: 融资买入额环比下降.....	12
图 23: 北向资金继续流入	12
图 24: 机构资金流入规模提速	12
图 25: IPO 与再融资新增规模放缓.....	13
图 26: 限售股解禁规模环比小幅下行.....	13
图 27: 重要股东净减持规模环比上升.....	13
图 28: 离岸人民币兑美元继续走贬	14
图 29: 美元指数高位震荡	14
图 30: 美债收益率曲线.....	15
图 31: 中美利差高位运行.....	15

图 32: 10 年期德国国债利率上行.....	15
图 33: 10 年期日本国债利率上行.....	15
图 34: Ted 利差.....	15
图 35: 美国高收益债利差.....	15
表 1: 上周美国重要政策新闻回顾.....	14

1. 债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶

1.1. 财政强刺激的担忧消除，长端利率快速回落

5月22日，政府工作报告落定，财政政策力度基本符合市场预期，打消了市场此前对于强刺激的担忧，提出“今年赤字率拟按3.6%以上安排，财政赤字规模比去年增加1万亿元；今年拟安排地方政府专项债券3.75万亿元，比去年增加1.6万亿，同时发行1万亿元抗疫特别国债”。同时货币政策维持宽松取向，未来仍有降准降息空间，提出要“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。创新直达实体经济的货币政策工具，推动利率持续下行。”

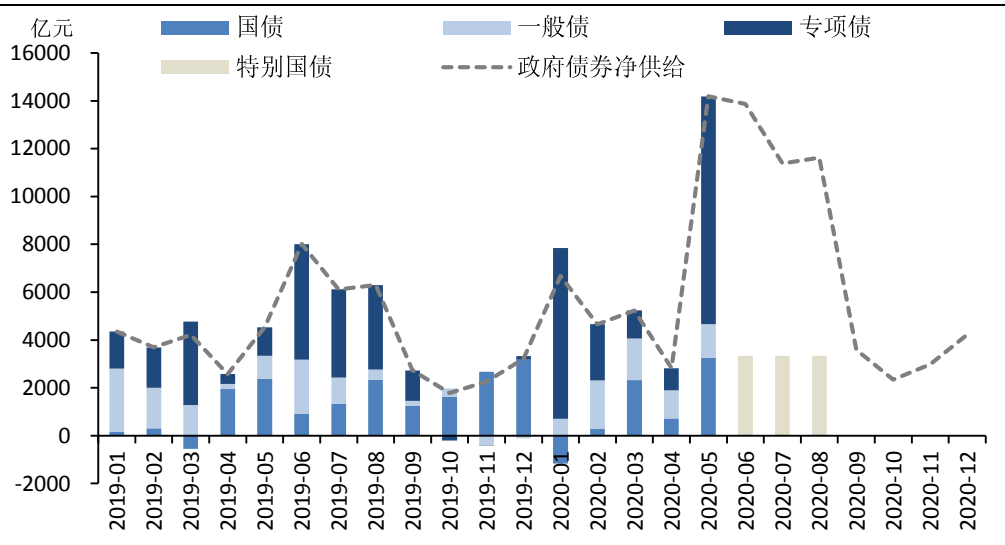
导致本轮利率快速上行的因素一方面源于货币政策进入空窗期，流动性投放出现边际放缓，5月降息预期落空，同时一级市场供给压力凸显，近期资金利率明显上行。另一方面，两会前对于财政强刺激带来的债市供给压力的担忧也被计入市场预期之中。利空因素消除后，当日债市出现快速上涨。5年期、10年期国债利率快速下行11.26BP、6.74BP至2.05%、2.62%。

1.2. 三季度以前债市供给压力仍存，利空因素暂未消除

尽管本轮财政政策的实施力度基本符合市场预期。但需要注意的是未来三个月内债市实际的供给压力并不小，6月份预计政府债券的供给将出现年内另一个高点，此后逐步放缓，但6-8月债市供给压力远高于上年同期水平。

根据今年的财政预算安排，国债及一般债预计3.76万亿，专项债预计3.75万亿，特别国债1万亿。即政府债券净供给为8.51万亿，总体较去年增加3.6万亿。从今年1-5月的发行情况来看，国债净供给约5400亿元，一般债净供给约7000亿元，专项债净供给约21000亿元，整体上1-5月政府债券净供给为3.36万亿，即剩余5.15万亿的额度需要在后续7个月内使用完毕，平均每月净供给高达7000多亿。而从历年发行节奏来看，四季度是全年的发行淡季，这也意味着三季度以前多数将发行完毕。我们根据2019年整体的发行节奏推算，并假设1万亿的特别国债将于6-8月内平均发行完毕。则6月份将迎来另一个发行高峰，规模仅次于5月，6-8月单月的债券供给或将超过1万亿，将对长端利率形成一定的上行压力，预计央行将通过降准进行一定的对冲。

图 1: 2019 年以来政府债券净供给规模



数据来源: 东北证券, Wind

1.3. 预计未来利率震荡有顶

前期流动性推动的债牛行情难以复现，货币宽松对债市的利好效应逐步消退，债市将回归基本面的主逻辑。货币政策虽处于宽松周期内，但流动性极度宽裕的时期已过，货币政策宽松的目的在于配合财政政策的使用，引导宽货币向宽信用的传导，同时防止资金“空转”套利，这也是政府工作报告中强调的内容。预计未来资金利率中枢将有所上移，带动债市短端利率向上调整，收益率曲线或将有所走平。

两会未设定经济增长目标，整体透露出务实克制的基调，着重稳定经济基本盘，并非强刺激以实现 GDP 的翻番目标。从设定的就业和赤字率目标也能够大致推测出今年 3% 左右的 GDP 增速水平，一定程度上显示政府的悲观预期。尽管二季度以来生产、投资和消费逐步修复，但当前经济仍面临较大的不确定性，我们预计外需压力将在三季度逐步显现。

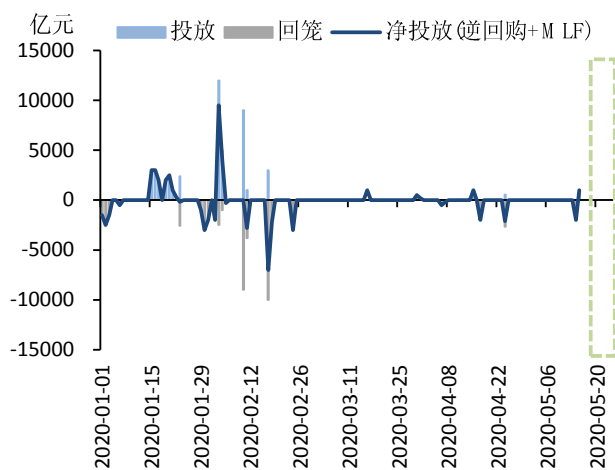
短期来看，最大的利空因素出尽，市场情绪快速修复，但债券供给高企在今年三季度以前也将对债市情绪形成一定压制。长期来看，经济基本面虽处于修复路线，但整体依然偏弱，且外部风险依然较大，货币政策维持宽松取向，利率也不具备持续上行的基础。债市仍处于多空交织的状态。待市场充分消化两会信息后，长端利率或将向上小幅调整，但长期来看，利率震荡有顶。

2. 货币市场：一级市场供给压力导致资金中枢有所上移

2.1. 公开市场操作：LPR 报价未降

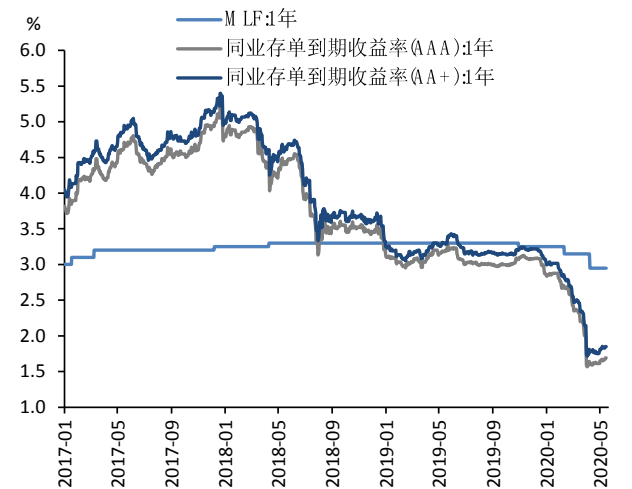
本周央行未进行公开市场操作。因 5 月 MLF 利率未降，本月 1 年期及 5 年期 LPR 报价也未作调降，持平于上月的 3.85%、4.65%。下周无公开市场操作到期。

图 2: 公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 3: MLF 利率与同业存单利率



数据来源：东北证券，Wind

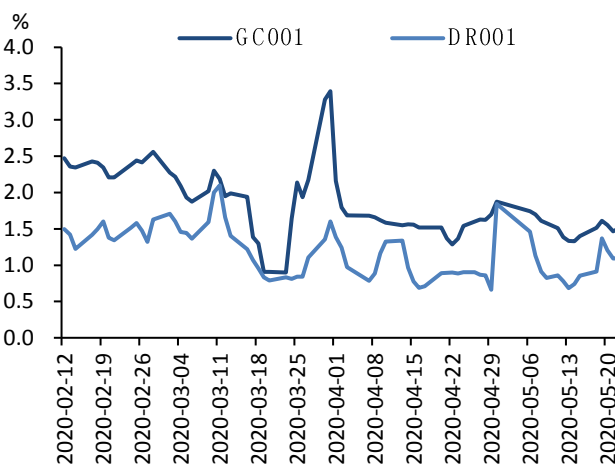
2.2. 资金利率：隔夜利率明显上行，中长端利率继续走平

上周隔夜利率明显上行，呈现先升后降走势。上周 GC001、DR001 分别上行 10.30BP、23.82BP 至 1.5050%、1.0937%。受一级市场利率债放量所致，上周一周二隔夜利率大幅上行，随后持续走低。上周 7 天质押式回购利率整体小幅上行。上周 R007 及 DR007 上行至 1.4472%、1.5159%，当周分别上行 3.80BP、2.01BP。

上周中长端资金利率继续走平。上周 1 个月、3 个月 SHIBOR 利率与前一周小幅上行 0.70BP、0.10BP，利率分别为 1.3070%、1.4000%。

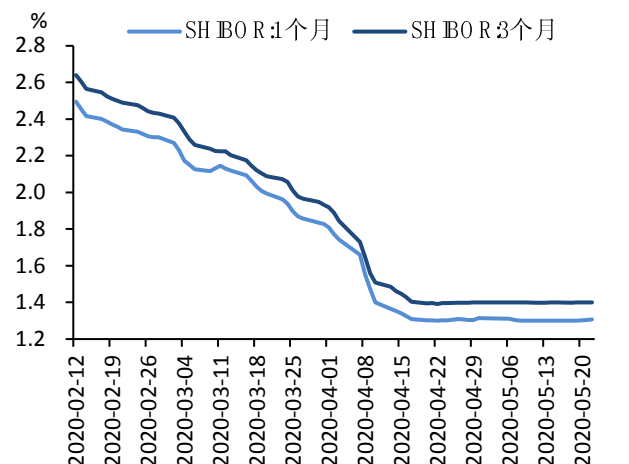
上周同业存单到期收益率上行。上周 1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前期（5 月 15 日）分别上行 3.95BP、4.82BP、3.34BP 至 1.1686%、1.5656%、1.7365%。

图 4: 隔夜利率先升后降



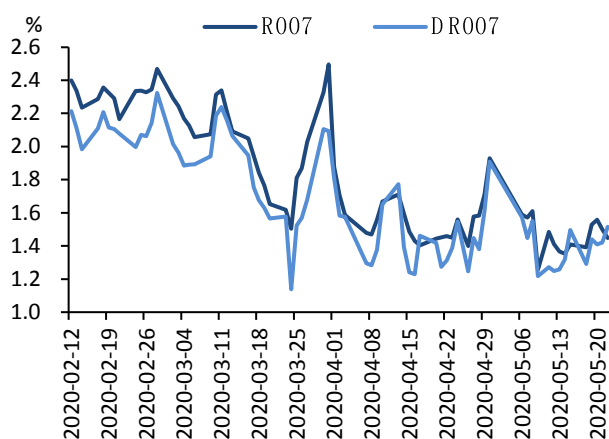
数据来源：东北证券，Wind

图 5: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走平



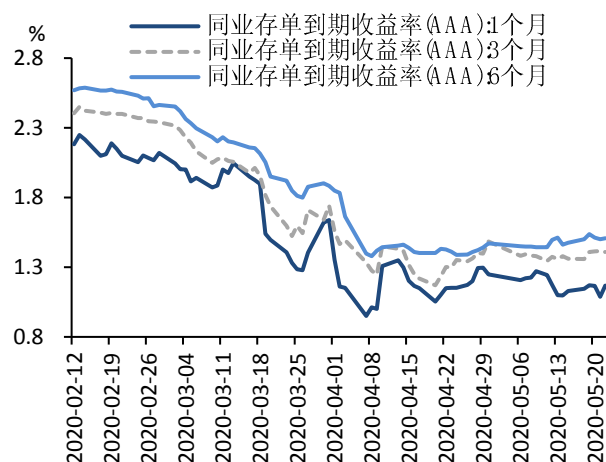
数据来源：东北证券，Wind

图 6: 7 天质押式回购利率小幅上行



数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 同业存单到期收益率小幅上行



数据来源: 东北证券, Wind

3. 实体流动性: 票据利率大幅上行, 短端信用利差明显收窄

3.1. 票据利率: 转贴现利率大幅上行

上周票据转贴现利率上行。截至 5 月 22 日, 6 个月国股银票转贴现利率较前一周上行 15.75BP 至 2.0525%, 同期限 AAA+ 同业存单利率上行 10.00BP 至 1.4885%。

图 8: 票据转贴现利率大幅上行



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_4975

