

证券研究报告 / 宏观数据

国债期限利差走阔，关注存款利率的市场化改革

——流动性周度观察（2020年第15周）

报告摘要：

货币市场：上周公开市场操作净回笼 700 亿元，当周短端资金利率先降后升，R007、DR007 当周分别上行 8.19BP、7.57BP。3 月金融数据显示，M2 增速较 2 月提升 1.3 个百分点至 10.1%，银行体系超储率为 2.1%，比上年同期高 0.8 个百分点，显示出银行体系流动性继续保持充裕。对于存款利率的调整，目前央行的态度是优先选择借助市场化的力量让银行主动降低其存款利率，并加强利率自律机制管理，对一些不规范存款创新产品进行整治，逐步实现市场利率与存款利率两轨合一轨。

实体经济：上周票据转贴现利率继续下行。截至 4 月 10 日，6 个月国股银票转贴现利率较上周末下行 7.60BP 至 2.3633%。各期限中票利率均大幅走低，短端下行幅度更深。1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别下行 36.77BP、31.47BP、18.48BP，对应信用利差分别走高 4.71BP、走低 6.86BP、走高 1.44BP。

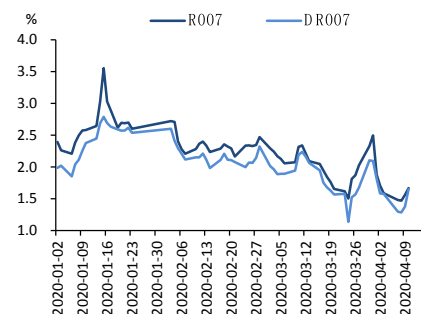
债券市场：上周利率债发行量环比增加 199.53 亿元，净供给环比减少 1174.00 亿元。上周利率债成交量环比下降 1389.70 亿元。受超准利率的意外调降，债市短端利率大幅走低，长端利率走势偏谨慎，政策刺激预期抑制长端债市的下行空间。1 年期、10 年期国债到期收益率分别下行 41.48BP、5.62BP，期限利差走阔至 130.03BP。往后看，国内基本面的修复情况以及是否会出台超预期的财政政策可能是决定长端债市走向的主要因素。

股票市场：上周资金供给小幅增加。杠杆资金增加 91.31 亿元（环比+247.73 亿）；北向资金净流入 92.21 亿（环比+10.73 亿）；新发偏股型基金 34.29 亿（环比-2.63 亿）。上周资金需求回落。股市募集资金 312.28 亿（环比-328.88 亿）；限售股解禁规模 441.79 亿（环比-316.71 亿）；重要股东净减持 48.75 亿（环比+34.86 亿）。

海外市场：上周美元指数回落，带动人民币对美元汇率小幅升值。预计二季度中国与海外经济将出现明显的增速差，同时国内货币宽松程度也要弱于美国，人民币可能将进入升值通道。上周美国新增疫情的趋缓、市场对刺激政策的预期和美联储兜底态度的认可，带动美债收益率明显回升，10 年期美债收益率上行 11BP，3 个月美债收益率上行 15BP。德国、日本 10 年期国债收益率分别上行 15.0BP、2.3BP。

风险提示：海外疫情持续恶化，国内经济修复不及预期。

相关数据



相关报告

《降息降准落地，4 月流动性继续向好——流动性周度观察（2020 年第 14 周）》

20200405

《料 4 月流动性中性偏松，货币政策重在款信用——3 月流动性观察及展望》

20200330

《债市恐慌情绪缓和，4 月降息预期升温——流动性周度观察报告（2020 年第 12 周）》

20200323

《全球流动性风险攀升，货币宽松加码在即——流动性周度观察（2020 年第 11 周）》

20200316

《全球降息持续加码，国内利率有望继续下探——流动性周度观察（2020 年第 10 周）》

20200309

证券分析师：沈新风

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. 货币市场：短期资金利率小幅抬升，关注后续存款利率的市场化改革.....	5
1.1. 公开市场操作：资金面小幅回笼，流动性继续充裕.....	5
1.2. 资金利率：隔夜利率先降后升，中长端利率继续下行.....	5
2. 实体流动性：票据利率继续下行，信用利差先升后降.....	7
2.1. 票据利率：转贴现利率继续下行.....	7
2.2. 信用利差：中票利率大幅走低，信用利差先升后降.....	7
3. 债市流动性：利率债净供给下降，国债期限利差大幅走阔.....	8
3.1. 一级市场：利率债发行量增加，净供给下降.....	8
3.2. 二级市场：国债成交量环比上升，国债期限利差大幅走阔.....	9
4. 股市流动性：资金供给小幅增加，资金需求下降.....	11
4.1. 资金供给：杠杆资金小幅回升，北向资金净流入扩大.....	11
4.2. 资金需求：股权融资、限售股解禁规模下降，净减持规模小幅上升.....	12
5. 海外：美元指数回落，美日德长端国债收益率上升.....	13
5.1. 汇率：美元指数回落，人民币贬值压力缓解.....	13
5.2. 海外：长端国债收益率全面回升.....	13

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况.....	5
图 2: 货币政策工具净投放情况.....	5
图 3: 银行间隔夜利率先降后升.....	6
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走低.....	6
图 5: 7 天质押式回购利率先降后升.....	6
图 6: 各期限同业存单到期收益率走势分化.....	6
图 7: 票据转贴现利率下行.....	7
图 8: 中票利率继续走低.....	8
图 9: 中票信用利差先升后降.....	8
图 10: 利率债发行量环比增加.....	8
图 11: 利率债净供给环比下降.....	8
图 12: 同业存单净供给环比下降.....	9
图 13: 同业存单发行利率大幅下行.....	9
图 14: 利率债成交量环比下降.....	9
图 15: 同业存单成交量持续下降.....	9
图 16: 国债期限利差大幅走阔.....	10
图 17: 国开债利率期限利差大幅走阔.....	10
图 18: 国债收益率曲线.....	10
图 19: 理财端显示出存贷款利率持续倒挂.....	10
图 20: 两融余额小幅回升.....	11
图 21: 融资买入额持续下降.....	11
图 22: 北向资金流入规模扩大.....	11
图 23: 上周机构资金发行量维持低位.....	11
图 24: IPO 与再融资新增规模环比下降.....	12
图 25: 限售股解禁规模环比下降.....	12
图 26: 重要股东净减持压力小幅上升.....	12
图 27: 人民币对美元小幅升值.....	13
图 28: 美元指数回落.....	13
图 29: 美债收益率曲线.....	14
图 30: 中美利差收窄.....	14
图 31: 10 年期德国国债利率大幅上行.....	14

图 32: 10 年期日本国债利率小幅回升.....	14
图 33: Ted 利差.....	15
图 34: 美国高收益债利差.....	15

1. 货币市场：短期资金利率小幅抬升，关注后续存款利率的市场化改革

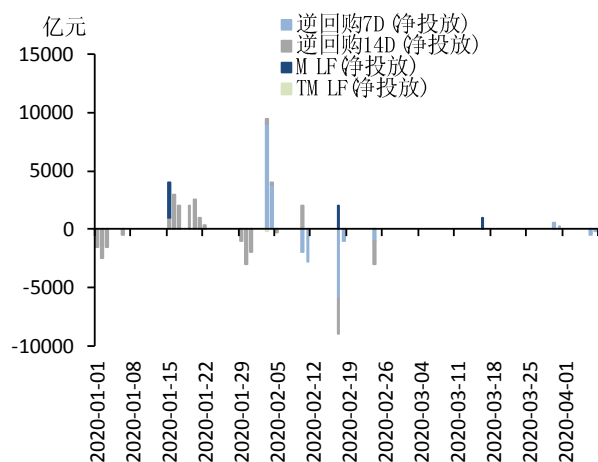
1.1. 公开市场操作：资金面小幅回笼，流动性继续充裕

本周央行无公开市场操作，周一和周二（4月6日和4月7日）分别有500亿和200亿7天逆回购到期，净回笼700亿元。

上周五，3月金融数据公布，M2增速较2月提升1.3个百分点至10.1%。3月末银行体系超储率为2.1%，比上年同期高0.8个百分点，货币乘数也处于6.55的较高水平。整体上看，银行体系流动性继续保持充裕。

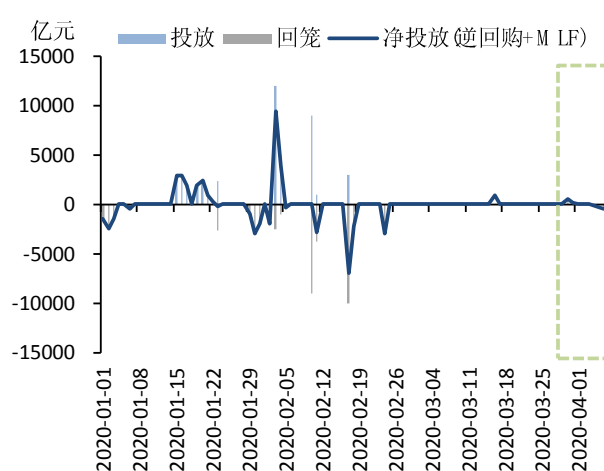
从上周官方表态可以看出，对于存款基准利率的下调短期内不要过度期待。中央首份要素市场化配置文件中提出“稳妥推进存贷款基准利率与市场利率并轨”，“稳妥推进”意味着还需要再做权衡，短期内不会出台相关措施。央行的态度目前也是优先选择借助市场化的力量让银行主动降低其存款利率，逐步实现市场利率与存款利率两轨合一轨。4月10日，央行货币政策司司长孙国峰表示，“存款基准利率是我国利率体系的压舱石，要长期保留。实际上存款利率的上下限都已经放开了，银行可以自主的浮动定价，近期已经有部分银行存款实际执行利率下降”。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：货币政策工具净投放情况



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：隔夜利率先降后升，中长端利率继续下行

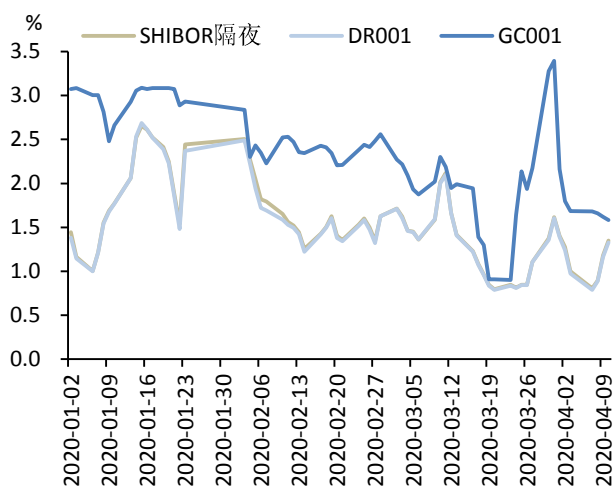
上周 SHIBOR 隔夜利率先降后升。上周二，受央行降低超准利率的消息影响，资金面较为充裕，资金利率快速走低，SHIBOR 隔夜、DR001 当日分别下行 19.50BP、18.65BP 至 0.8060%、0.7865%，上周四周五资金面有所收敛，隔夜利率快速走高。当周 SHIBOR 隔夜上行 34.80BP 至 1.3490%、DR001 上行 35.35BP 至 1.3265%。相反，GC001 当周下行 10.30BP，说明非银机构资金依然较为充裕。导致银行间流动性收紧的原因可能是大行资金融出意愿的问题。一般来说，超准利率的下调能够打开银行间短端利率下行的空间，从 2008 年的情况来看，调降超准利率之后，隔夜

利率逐步向其靠拢。从当前利率水平来看，短端利率还有较为充足的下行空间。

上周 7 天质押式回购利率先降后升。上周 R007 及 DR007 分别回升至 1.6689%、1.6511%，当周分别上行 8.19BP、7.57BP。上周中长端资金利率继续下行。1 个月及 3 个月 SHIBOR 利率分别较前一周下行 34.1BP、33.7BP 至 1.4000%、1.5070%。

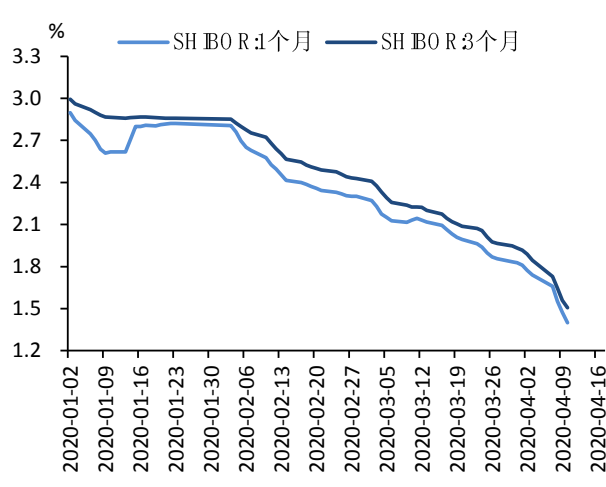
上周同业存单到期收益率先降后升，整体走势出现分化。上周 1 个月 AAA 同业存单到期收益率较前期（4 月 3 日）回升 15.53BP 至 1.3080%，3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别下行 4.36BP、22.00BP 至 1.4502%、1.4443%。

图 3：银行间隔夜利率先降后升



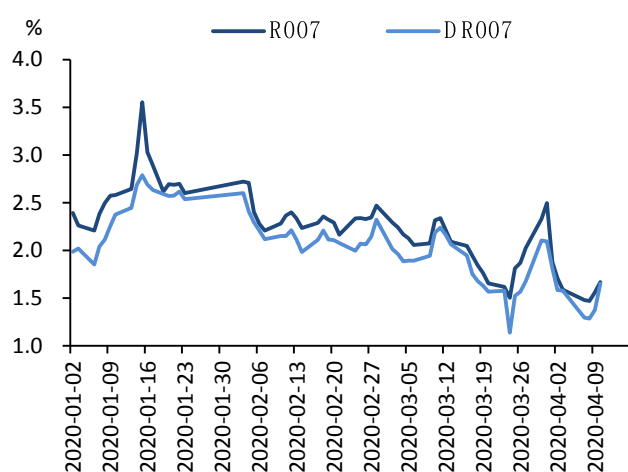
数据来源：东北证券，Wind

图 4：SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走低



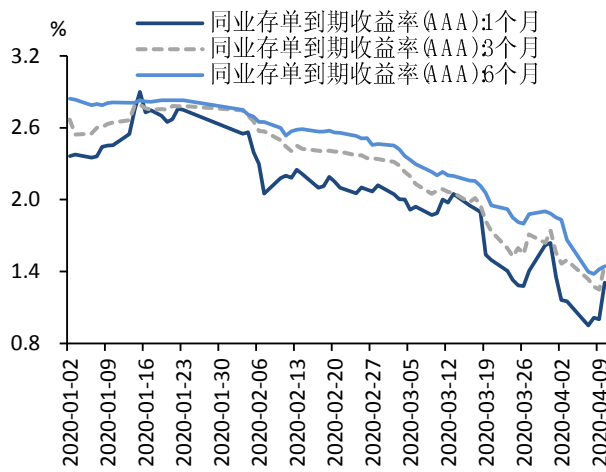
数据来源：东北证券，Wind

图 5：7 天质押式回购利率先降后升



数据来源：东北证券，Wind

图 6：各期限同业存单到期收益率走势分化



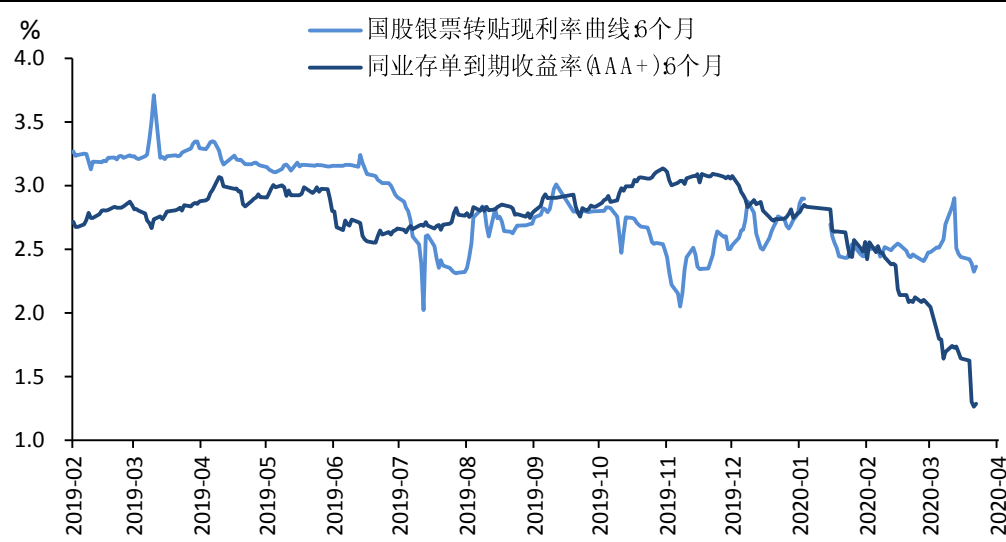
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率继续下行，信用利差先升后降

2.1. 票据利率：转贴现利率继续下行

上周票据转贴现利率继续下行。截至4月10日，6个月国股银票转贴现利率较上周末下行7.60BP至2.3633%，同期限AAA+同业存单利率下行35.58BP至1.2863%。

图 7：票据转贴现利率下行



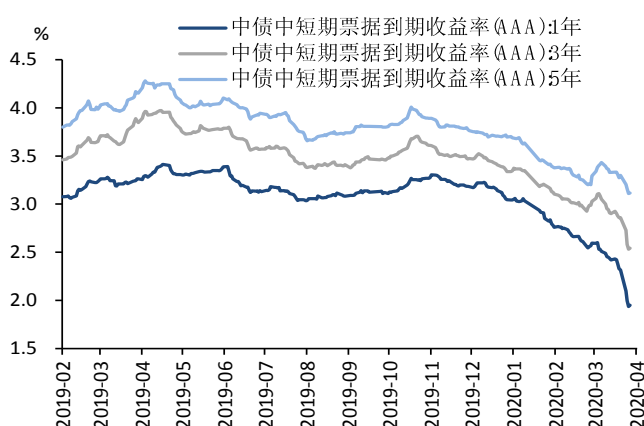
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率大幅走低，信用利差先升后降

上周各期限中票利率均大幅走低，短端下行幅度更深。1年期、3年期、5年期AAA中票到期收益率分别下行36.77BP、31.47BP、18.48BP。对应的国债收益率也继续走低，当周分别下行41.48BP、24.61BP、19.92BP。

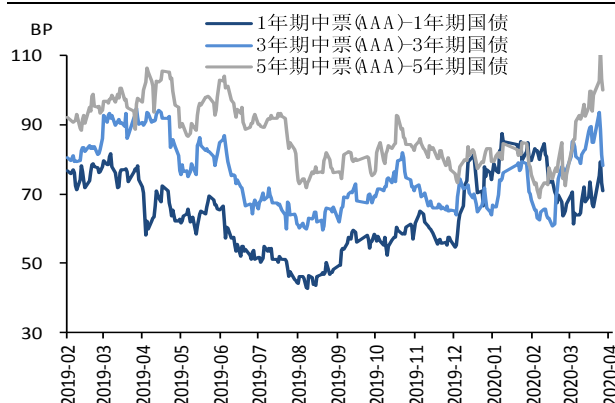
受国债利率大幅下行所致，各期限中票信用利差周二大幅跳升，之后持续走低。截至4月10日，1年期中票信用利差较前一周末上行4.71BP至70.92BP，3年期中票信用利差较前一周末下行6.86BP至78.20BP，5年期中票信用利差较前一周末上行1.44BP至99.98BP。

图 8: 中票利率继续走低



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 中票信用利差先升后降



数据来源：东北证券，Wind

3. 债市流动性：利率债净供给下降，国债期限利差大幅走阔

3.1. 一级市场：利率债发行量增加，净供给下降

上周利率债发行量环比增加，净供给规模环比下降。上周利率债共发行 3359.64 亿元，到期 1616.23 亿元，净融资额为 2917.41 亿元。较前一周（3月30日-4月3日）相比，发行量环比增加 199.53 亿元，净融资额环比减少 1174.00 亿元。分品种来看，上周国债发行 1740.00 亿元，到期 476.13 亿元；政策银行债发行 1019.70 亿元，到期 950 亿元；地方政府债发行 599.94 亿元，到期 190.10 亿元，下周计划发行 692.62 亿元。

图 10: 利率债发行量环比增加

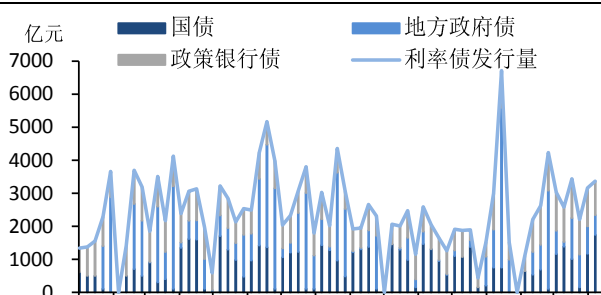
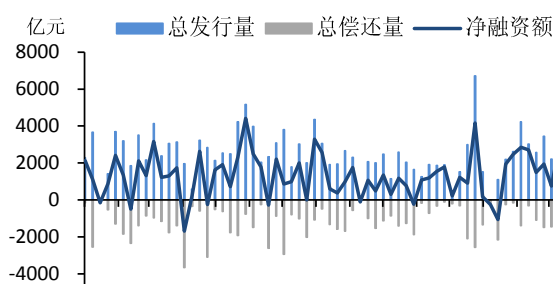


图 11: 利率债净供给环比下降



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_5893

