

证券研究报告 / 宏观数据

存单利率持续回落，收益率曲线回归陡峭化

---流动性周度观察（2020年第51周）

报告摘要：

货币市场：上周央行净投放 5600 亿元，其中 MLF 投放 9500 亿，逆回购保持回笼状态。本月 MLF 净投放 3500 亿元，缓解中长期资金利率上行局面，AAA 同业存单到期收益率已回落至 MLF 利率附近。上周短端利率先降后升，DR007 下行 1.44BP 至 2.1137%，持续低于 7 天逆回购利率。

上周五，中央经济工作会议指出，明年宏观政策总基调是连续性、稳定性和可持续性，政策操作上强调更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。我们认为这一表述意味着总量层面退出节奏预计相对缓和，收紧幅度相对可控。更多是审时度势下的相机抉择，边走边看，以结构性政策为主要抓手。货币政策方面，更加强调精准性，但基于宏观杠杆率保持基本稳定以及保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的说法，目前并没有释放明显收紧信号。

实体经济：上周 6 个月国股银票转贴现利率较前一周下行 20.89BP 至 2.50%，3 个月理财产品收益率较前一周回落 13.83BP 至 3.68%。中票利率多数下行，信用利差基本走平。

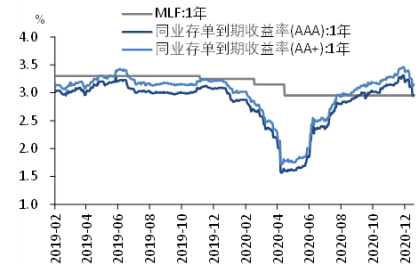
债券市场：上周国债发行量保持高位，但利率债供给总体下降。上周利率债净融资 1623 亿元，环比下降 375 亿元。同业存单发行规模大幅回落，各期限存单利率同步走低，显示出银行负债端压力的缓和。近期存单利率的回落带动国债利率暂缓上行，短端利率回落幅度明显，带动利率曲线持续趋陡。截至上周五，1 年期、10 年期国债利率收于 2.73%、3.29%，10Y-1Y 期限利差继续上行 10.18BP 至 56.35BP。其中，1/3/5/7/10 年国债收益率分别下行 10.7BP/3.3BP/3.0BP/2.0BP/0.5BP。

股票市场：上周杠杆、北向、机构资金流入加快。杠杆资金流入 138 亿（环比+221 亿），北向资金净流入 85 亿（环比+15 亿），新发偏股型基金 555 亿（环比+163 亿）。上周资金需求明显回升。重要股东净减持 224 亿（环比+24 亿），股市募资 242 亿（环比+46 亿），限售股解禁 1889 亿（环比+981 亿）。

海外市场：上周美元指数跌破 90，美元兑人民币中间价收于 6.53。上周美联储公布 12 月利率会议决议，会议结果符合市场的普遍预期，但之后鲍威尔新闻发布会上提到对未来加快 QE 及调整债券购买期限持敞开态度，加之美国财政刺激谈判方面传出利好消息，上周 10 年期美债收益率小幅上行。10 年期美债利率较前一周上行 5BP 至 0.95%。中美利差较前一周下行 5.49BP 至 234.02BP。

风险提示：海外疫情持续反复，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《政策的温和退坡与重心调整》

--20201220

《美联储未加码宽松，但持敞开态度》

--20201217

《预计四季度 GDP 有望升破 6%》

--20201216

《欧央行如期加码宽松，海外流动性难以收紧》

--20201214

《政治局会议释放哪些关键信号？》

--20201213

《社融拐点确认，但信用收紧仍待时日》

--20201210

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 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：流动性合理充裕，中长端利率持续回落	4
1.1.	公开市场操作：央行大额投放 MLF，资金面较为宽松	4
1.2.	资金利率：短端利率先降后升，中长端利率保持回落	5
2.	实体流动性：票据利率小幅下行，信用利差走窄	6
2.1.	票据&理财：票据转贴现利率下行，3M 理财收益率回落明显	6
2.2.	信用利差：中票利率多数下行，信用利差基本走平	6
3.	债市流动性：利率债供给下降，各期限国债收益率持续下行	7
3.1.	一级市场：利率债净融资持续回落，同业存单融资需求大幅放缓	7
3.2.	二级市场：利率债成交升温，各期限国债收益率下行	8
4.	股市流动性：资金流入全面提速，资金需求明显回升	8
4.1.	资金供给：杠杆、北向、机构资金流入加快	8
4.2.	资金需求：股市募资、净减持规模小幅上升，解禁规模大幅抬升	10
5.	海外：美元指数持续走低，美债利率再度回升	11
5.1.	汇率：美元指数跌破 90，人民币汇率延续升值趋势	11
5.2.	债市：美德国债收益率同步上行，日债收益率小幅下行	12

图表目录

图 1:	公开市场操作与到期情况	4
图 2:	上周同业存单利率从高位持续回落	4
图 3:	DR001 和 GC001 先降后升	5
图 4:	DR007 持续低于逆回购利率	5
图 5:	银行和非银流动性分层情况缓解	5
图 6:	各期同业存单到期收益率同步回落	5
图 7:	票据转贴现利率持续回落	6
图 8:	3M 理财收益率下行至 1M 收益率之下	6
图 9:	中票利率多数小幅下行	6
图 10:	短期、长期中票信用利差走阔	6
图 11:	利率债发行规模持续回落	7
图 12:	利率债净融资规模同步下行	7
图 13:	同业存单发行规模大幅回落	7
图 14:	各期限同业存单发行利率小幅走低	7
图 15:	国债、地方债成交量小幅回升	8
图 16:	同业存单成交量小幅下降	8
图 17:	国债期限利差持续回升	8
图 18:	国债收益率曲线趋陡	8
图 19:	两融余额流入小幅增加	9

图 20: 融资买入额小幅下滑	9
图 21: 上周北向资金流入规模同步加速	9
图 22: 机构资金流入规模持续回升	9
图 23: 股票市场募资规模小幅上升	10
图 24: 限售股解禁规模大幅抬升	10
图 25: 重要股东净减持规模小幅上升	10
图 26: 人民币汇率升值趋势延续	11
图 27: 美元指数继续走弱	11
图 28: 10 年期美债收益率趋陡	12
图 29: 中美利差高位运行	12
图 30: 10 年期德国国债利率上行	12
图 31: 10 年期日本国债利率小幅下行	12

1. 货币市场：流动性合理充裕，中长端利率持续回落

1.1. 公开市场操作：央行大额投放 MLF，资金面较为宽松

上周(12月14日-12月20日)，央行单周净投放5600亿元，为维护银行体系流动性合理充裕，12月15日央行开展9500亿元MLF操作，单次中期借贷便利(MLF)操作规模创新高，单月净投放3500亿元。受益于资金面宽松，同业存单收益率维持11月末以来的下行趋势，同业存单到期收益率(AAA)已回落至MLF利率。

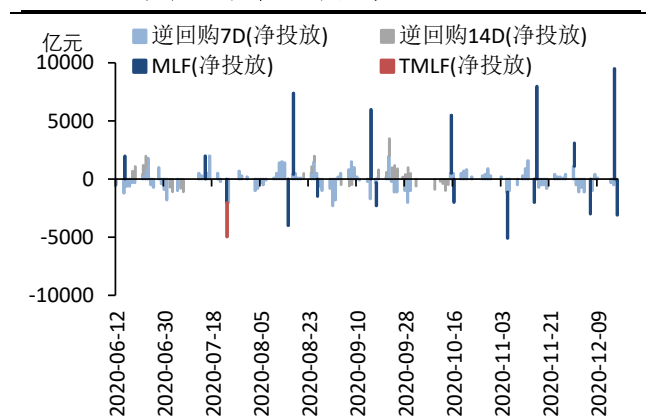
我们认为央行此举主要有两方面的考虑：

一是跨年资金需求较大，资金面需要及时呵护。这也与三季度货币政策报告中继续坚持“流动性合理充裕”、“引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行”的表达相一致。尽管单次MLF操作规模较大，但12月当月公开市场操作仍是净回笼状态，这与过去两年12月净投放7000-8000亿元仍有较大差距。考虑到当前超储率较低，我们认为本次MLF放量并不指征货币放松信号。

二是进入8月份之后央行加大MLF的投放力度，逆回购操作呈现缩量状态。我们认为一方面由于MLF资金可以直接进入商业银行的资产负债表，从而直接影响贷款数量和贷款利率，能够替代一部分降准的功能，同时也能够缓解中长期存单利率持续上行的压力，防止对于贷款利率的持续传导。另一方面在保持结构性流动性短缺的前提下，可以调节金融机构从央行获取基础货币的边际成本，减少逆回购投放，相当于抬升短期利率中枢，挤压债市加杠杆空间。

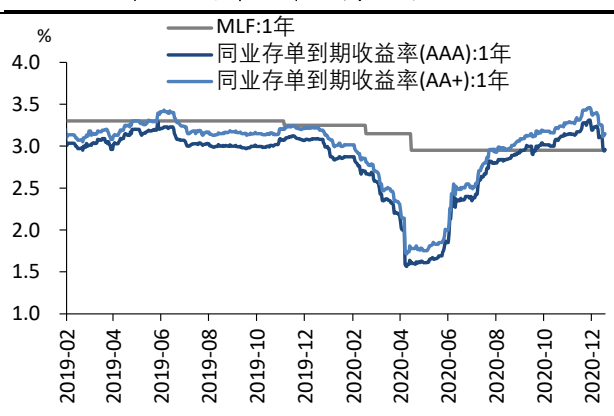
上周五，中央经济工作会议指出，明年宏观政策总基调是连续性、稳定性和可持续性，政策操作上强调更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。我们认为这一表述意味着总量层面退出节奏预计相对缓和，收紧幅度相对可控。更多是审时度势下的相机抉择，边走边看，以结构性政策为主要抓手。货币政策方面，总基调为“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”。与去年中央经济会议相比，更加强调精准性，但总量层面没有释放明显收紧信号。首先，宏观杠杆率依旧是保持基本稳定，打消市场对于明年去杠杆的担忧。同时“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，较今年三季度货币执行报告中提出的“反映潜在名义GDP增速”而言，态度上出现一定缓和。我们预计明年社融增速将回落至10%-11%附近。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：上周同业存单利率从高位持续回落



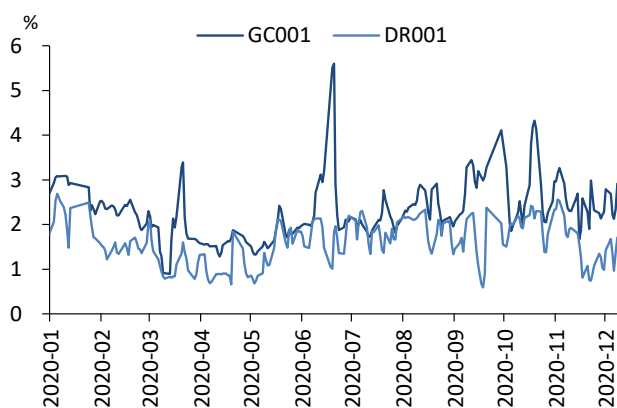
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：短端利率先降后升，中长端利率保持回落

上周短端利率先降后升，周二央行单次 MLF 操作规模创新高，资金面相对宽松，此后随着逆回购的持续回笼，资金利率整体上行。与上一周相比，上周 DR001 上行 28.88BP 至 1.7111%，GC001 上行 12.30BP 至 2.9160%。流动性分层情况缓和，R007 及 DR007 利差缩小至 17.69BP。DR007 下行 1.44BP 至 2.1137%，R007 下行 4.85BP 至 2.2906%。

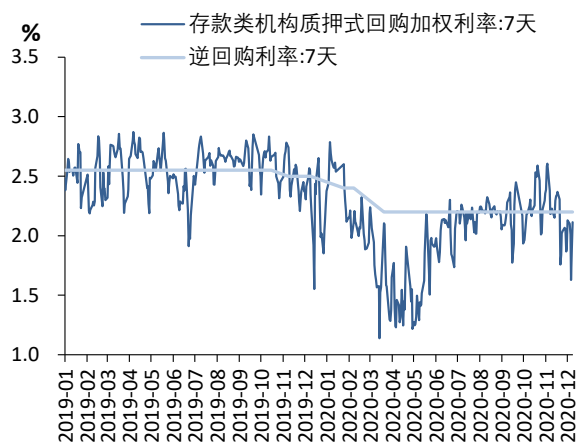
上周各期限同业存单利率均大幅回落。1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别下行 18.18BP、23.59BP、14.29BP 至 2.6148%、2.6500%、2.8118%。

图 3：DR001 和 GC001 先降后升



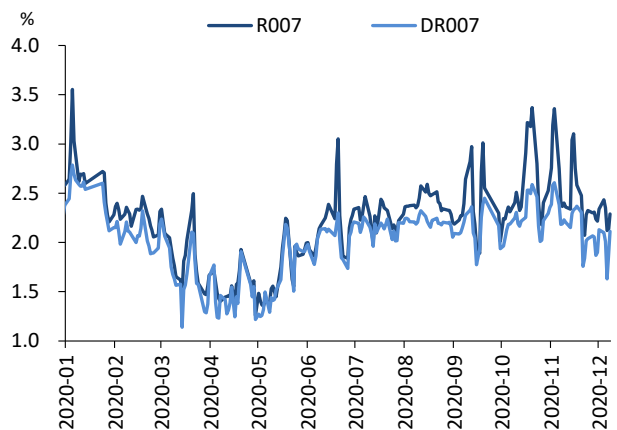
数据来源：东北证券，Wind

图 4：DR007 持续低于逆回购利率



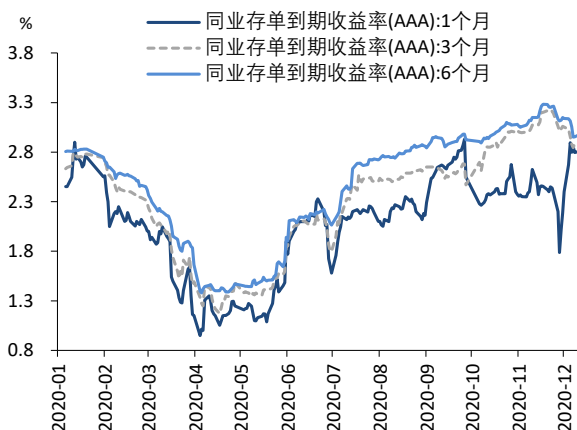
数据来源：东北证券，Wind

图 5：银行和非银流动性分层情况缓解



数据来源：东北证券，Wind

图 6：各期同业存单到期收益率同步回落



数据来源：东北证券，Wind

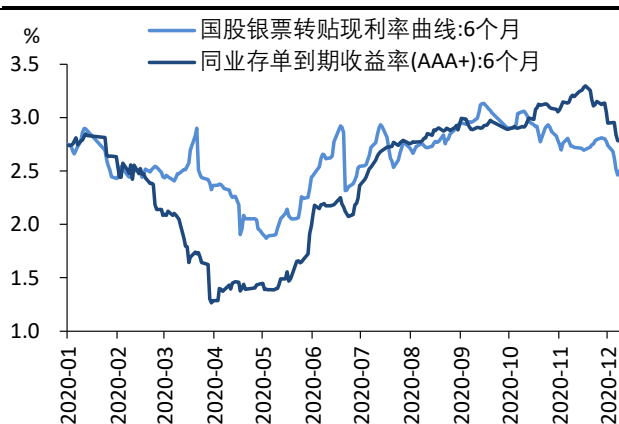
2. 实体流动性：票据利率小幅下行，信用利差走窄

2.1. 票据&理财：票据转贴现利率下行，3M 理财收益率回落明显

上周票据转贴现利率持续回落。截至 12 月 18 日，6 个月国股银票转贴现利率较前一周下行 20.89BP 至 2.4992%，同期限 AAA+同业存单利率小幅下行 16.66BP 至 2.7815%。

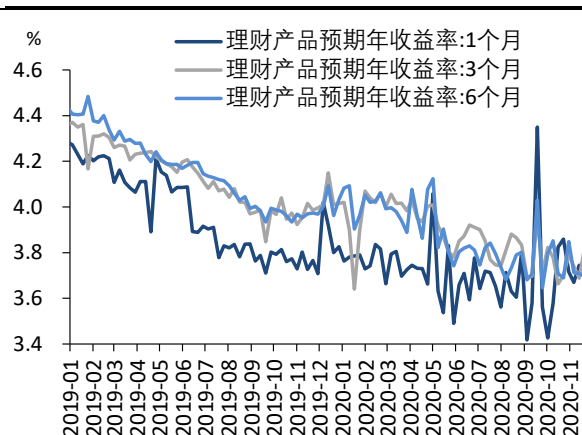
3 个月理财产品收益率回落明显。截至 12 月 13 日，1 个月、6 个月理财产品收益率分别为 3.8034%和 3.7397%，较前一周分别上行 10.15BP 和 4.29BP。3 个月理财产品收益率为 3.6753%，较前一周回落 13.83BP。

图 7：票据转贴现利率持续回落



数据来源：东北证券，Wind

图 8：3M 理财收益率下行至 1M 收益率之下

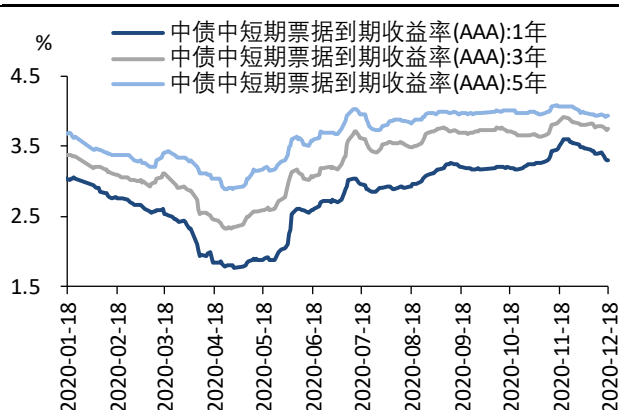


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率多数下行，信用利差基本走平

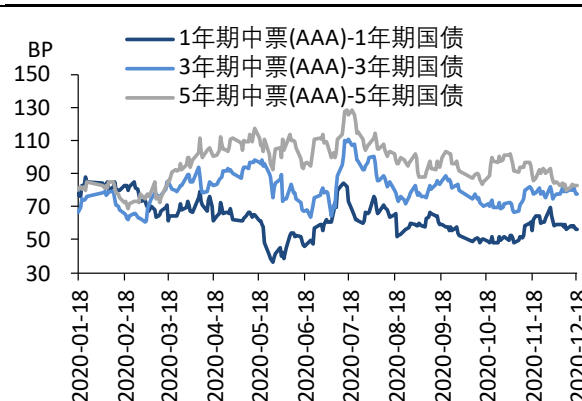
上周信用利差基本走平。1 年期、5 年期中票信用利差走阔 0.30BP、3.21BP，3 年期中票信用利差收窄 1.22BP。截至 12 月 18 日，1 年期、3 年期 AAA 中票利率分别下行 10.37BP、4.49BP，5 年期中票利率上行 0.18BP，对应 1 年期、3 年期、5 年期国债收益率分别下行 10.67BP、3.27BP、3.03BP。

图 9：中票利率多数小幅下行



数据来源：东北证券，Wind

图 10：短期、长期中票信用利差走阔



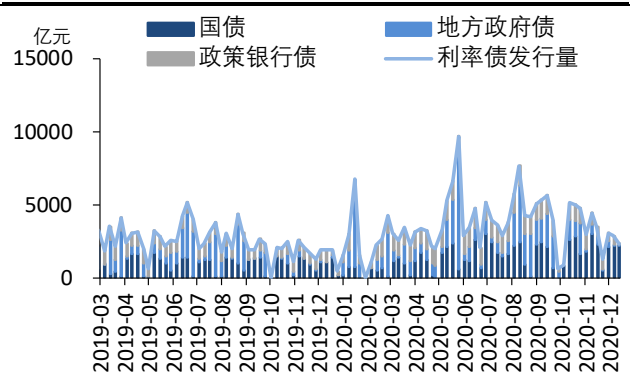
数据来源：东北证券，Wind

3. 债市流动性: 利率债供给下降, 各期限国债收益率持续下行

3.1. 一级市场: 利率债净融资持续回落, 同业存单融资需求大幅放缓

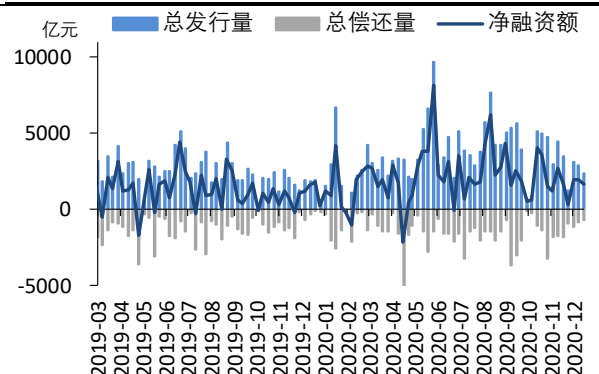
上周国债发行量保持高位, 但利率债供给总体下降。上周利率债共发行 2338.60 亿元, 到期 715.40 亿元, 净融资额为 1623.20 亿元。较前一周相比, 发行量环比下降 512.80 元, 到期环比上升 137.60 亿元, 净融资额环比下行 375.20 亿元。分品种来看, 上周国债发行 2166.70 亿元, 到期 609.60 亿元; 地方政府债发行 71.90 亿元, 到期 15.80 亿元; 政策银行债发行 100.00 亿元, 到期 90.00 亿元。下周国债计划发行 800 亿元。

图 11: 利率债发行规模持续回落



数据来源: 东北证券, Wind

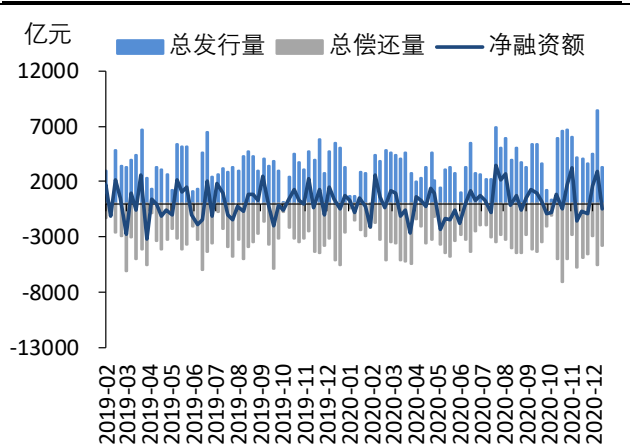
图 12: 利率债净融资规模同步下行



数据来源: 东北证券, Wind

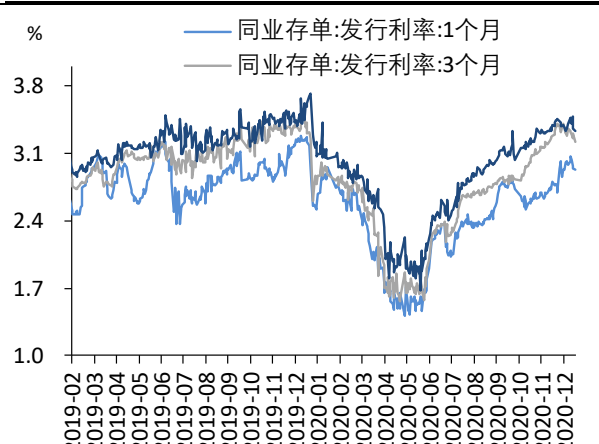
上周同业存单发行规模大幅回落, 各期限存单利率同步走低。上周同业存单发行 3321.70 亿元(环比减少 5087.00 亿元), 到期 5936.30 亿元(环比增加 409.30 亿元), 净融资为 -2614.60 亿元 (环比减少 5496.30 亿元)。截至 12 月 18 日, 1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率较前一周分别下行 3.91BP、6.11BP、4.94BP 至 2.9459%、3.3028%、3.3591%。

图 13: 同业存单发行规模大幅回落



数据来源: 东北证券, Wind

图 14: 各期限同业存单发行利率小幅走低

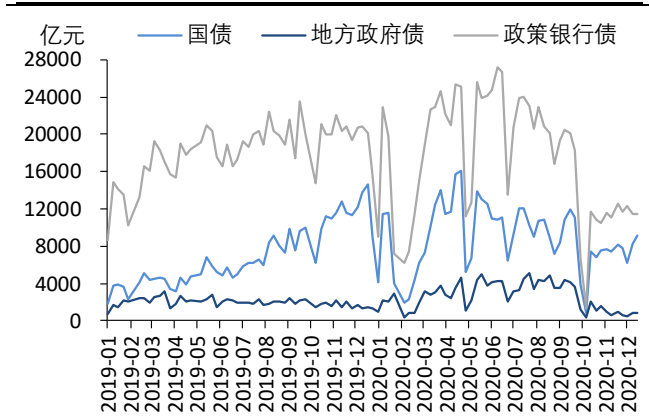


数据来源: 东北证券, Wind

3.2. 二级市场：利率债成交升温，各期限国债收益率下行

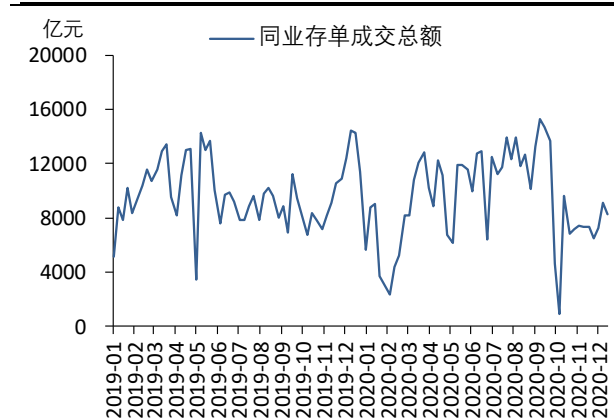
上周利率债成交规模持续升温，同业存单交易量小幅下降。上周利率债成交量为21432.22亿元，较前一周成交量环比增加863.76亿元。分品种来看，上周国债成交9186.12亿元（环比增加927.68亿元）；地方政府债成交813.45亿元（环比减少72.79亿元）；政策银行债成交11432.65亿元（环比增加8.87亿元）。上周同业存单成交量为8253.02亿元，相比前一周减少835.99亿元。

图 15: 国债、地方债成交量小幅回升



数据来源：东北证券，Wind

图 16: 同业存单成交量小幅下降



数据来源：东北证券，Wind

近期存单利率的回落带动国债利率暂缓上行，短端利率回落幅度明显，带动利率曲线持续趋陡。截至上周五，1年期、10年期国债利率收于2.73%、3.29%，10Y-1Y期限利差继续上行10.18BP至56.35BP。其中，1/3/5/7/10年国债收益率分别下行10.7BP/3.3BP/3.0BP/2.0BP/0.5BP。

图 17: 国债期限利差持续回升

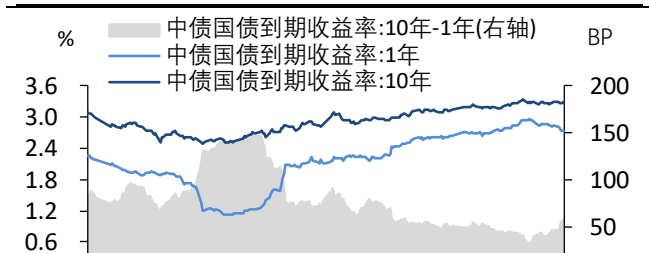
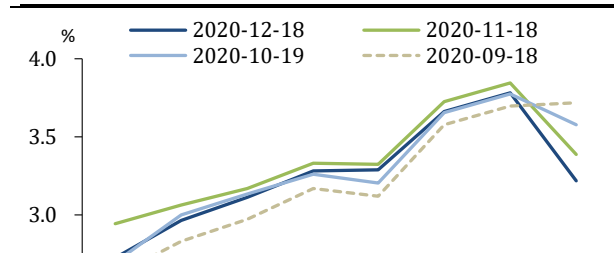


图 18: 国债收益率曲线趋陡



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_700

