

央行收短放长，未来存款基准利率有望下调

——流动性周度观察（2020年第8周）

报告摘要：

货币市场：上周央行公开市场延续缩量操作，净回笼 9200 亿元，中长期资金利率延续下行趋势。央行节后维稳市场的目标已经达成，近期将以价格调控为主，未来将着重加强中长期流动性的补充，同时央行表态将适时适度调整存款基准利率。上周 R007、DR007 先升后降，呈低位震荡，DR007 上行 9.5BP、R007 下行 7.0BP 至 2.1654%。上周 SHIBOR1 个月及 3 个月利率分别下行 7.3BP、7.6BP。

实体经济：中长期信用利差继续收窄，票据利率低位震荡。上周 3 年期及 5 年期 AAA 中票信用利差分别收窄 3.52BP、4.07BP，1 年期 AAA 中票信用利差走阔 2.27BP。上周 3 年期 AAA 中票利率继续下行 5.09BP，1 年期及 3 年期品种保持低位震荡，与前一周基本持平。

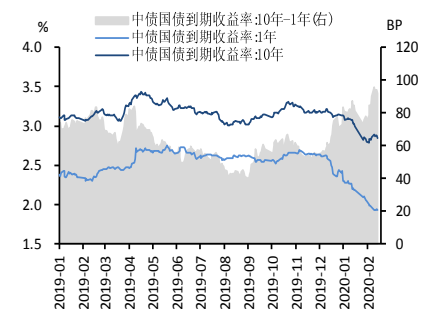
债券市场：利率债净供给规模继续增加，国债长端利率震荡走低。根据目前计划，2 月地方债计划发行规模达 4421 亿元，目前剩余约 6209 亿元提前下发额度大概率将于 3 月份发行完毕。上周 1 年期、10 年期国债收益率小幅回落至 1.9309%、2.8470%，分别下行 3.04BP、1.61BP。上周，在经济基本面依然走弱的情况下，MLF 利率的如期调降，与股市行情强劲、复工及稳增长政策的推动、社融信贷的超预期等多重利空因素叠加，导致债市陷入纠结局面。由于当前流动性仍处于宽松局面，在政策利率仍将继续下调的情况下，短端利率仍有下行空间，长端利率转熊的局面尚未到来，但其下行幅度则要取决于预期差，海外疫情的发酵和演化、3 月份地方债供给也将成为近期的关注点。

股票市场：杠杆、机构、海外资金持续发力，资金供给充裕。具体来看，北向资金净流入 64.9 亿（环比+21.2 亿）；两融余额增加 387.3 亿（环比+235.5 亿）；新发偏股型基金 341.0 亿（环比+167.7 亿）。上周资金需求也小幅回升，股票市场募集资金 119.7 亿（环比+57.7 亿）；限售股解禁规模 796 亿（环比+240.0 亿）；重要股东净减持 83.5 亿（环比-15.0 亿）。

海外市场：上周人民币对美元汇率小幅贬值。海外避险情绪发酵，带动美元指数持续走强，同时受 2 月 PMI 数据走弱影响，美债长端收益率快速下行，10 年期美债收于 1.46%，下行 13BP，同 3 个月美债再度形成倒挂。

风险提示：海外疫情持续发酵，财政政策超预期带来债市供给压力。

相关数据



相关报告

《市场风险偏好修复，信用利差主动收窄——流动性周度观察（2020年第7周）》

20200217

《短期流动性向好，预计 2 月 LPR 报价下移——流动性周度观察（2020年第6周）》

20200210

《美债收益率再倒挂，市场担忧中国疫情冲击外溢——海外宏观周度观察（2020年第4、5周）》

20200203

《从 SARS 看本次新冠肺炎疫情影响有多大？》

20200130

《中美签订第一阶段协议，人民币升值短期或已到位——海外宏观周度观察（2020年第3周）》

20200121

《1 月是合适的降准窗口》

20191224

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

目 录

1. 货币市场：短期流动性投放收敛，中长期资金利率延续下行	4
1.1. 公开市场操作：央行延续缩量操作，将以中长期投放为主	4
1.2. 资金利率：隔夜利率低位震荡，中长期品种延续下行	4
2. 实体流动性：票据利率低位震荡，中长期信用利差继续收窄	6
2.1. 票据利率：转贴现利率低位运行	6
2.2. 信用利差：中长期信用利差继续收窄	6
3. 债市流动性：利率债净供给增加，长端利率震荡走低	7
3.1. 一级市场：地方政府债重启发行，同业存单发行保持高位	7
3.2. 二级市场：国债长端利率震荡走低，3个月理财产品收益率走高	8
4. 股市流动性：资金供给持续充裕，资金需求小幅回升	9
4.1. 资金供给：杠杆及机构资金持续发力，北向资金继续流入	9
4.2. 资金需求：股市募集资金继续加速，限售解禁压力相对较小	10
5. 海外：人民币小幅贬值，美债长端利率快速下行	11
5.1. 汇率：人民币对美元汇率小幅贬值，美元指数继续走强	11
5.2. 美债：长端收益率快速下行，倒挂情况复现	12

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况.....	4
图 2: SHIBOR 隔夜利率低位震荡.....	5
图 3: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续下行.....	5
图 4: 7 天质押式回购利率低位震荡.....	5
图 5: 各期限同业存单到期收益率继续下行.....	5
图 6: 票据转贴现利率低位震荡.....	6
图 7: 3 年期及 5 年期中票信用利差继续收窄.....	7
图 8: 利率债发行继续放量.....	7
图 9: 利率债净供给规模环比增加.....	7
图 10: 同业存单净供给回落.....	8
图 11: 3M 及 6M 同业存单发行利率回落.....	8
图 12: 10 年期国债到期收益率震荡走低.....	9
图 13: 1 年期国开债到期收益率快速上行.....	9
图 14: 3 个月、6 个月理财产品收益率继续上行.....	9
图 15: 两融余额继续上升.....	10
图 16: 融资买入额环比上升.....	10
图 17: 北向资金流入规模环比小幅增加.....	10
图 18: 机构资金发行节奏继续加快.....	10
图 19: IPO 与再融资规模小幅加速.....	11
图 20: 限售股解禁规模环比小幅增加.....	11
图 21: 重要股东净减持规模环比回落.....	11
图 22: 人民币对美元小幅贬值.....	12
图 23: 美元指数继续走强.....	12
图 24: 美债倒挂情况再现.....	12
图 25: 中美利差小幅走阔.....	12

1. 货币市场：短期流动性投放收敛，中长期资金利率延续下行

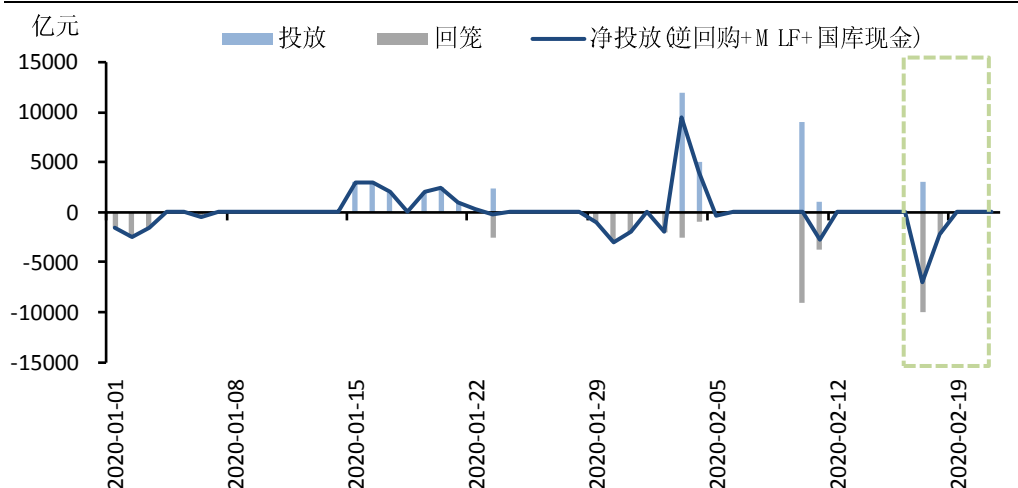
1.1. 公开市场操作：央行延续缩量操作，将以中长期投放为主

上周（2月17日-2月23日），央行延续前一周的缩量操作，共投放资金3000亿元，到期12200亿元，净回笼9200亿元。上周一，央行定期展开MLF操作，投放2000亿元，并于当日投放1000亿元7天逆回购资金。2月19日，央行公告称，“随着央行逆回购不断到期，春节后央行通过公开市场操作投放的短期流动性已基本收回。”同时四季度货币政策执行报告中也提到，春节后大量流动性的投放主要目的在于“应对疫情对市场流动性的影响，稳定市场预期”。近期银行体系流动性总量处于较高水平，央行维稳的目标已经达成，未来公开市场操作将以缩量的方式进行，以价格调控为主，着重增强中长期流动性的补充，以达到引导短端利率向中长期实体融资成本的传导。

上周人民银行表示将适时适度调整存款基准利率，未来的LPR下行将通过MLF利率及存款基准利率的下调共同引导。2月22日，央行副行长刘国强表示，“人民银行将继续保持流动性合理充裕，推进LPR改革继续释放金融机构降低贷款利率的潜力，促进贷款实际利率水平明显下降，确保解决小微企业融资难融资贵有明显进展。存款基准利率是我国利率体系的“压舱石”，将长期保留。未来人民银行将按照国务院部署，综合考虑经济增长、物价水平等基本面情况，适时适度进行调整。”

本周（2月24日-3月1日）共计有3000亿逆回购资金到期，均发生在2月24日当天，央行将大概率采取不续作的形式。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：隔夜利率低位震荡，中长期品种延续下行

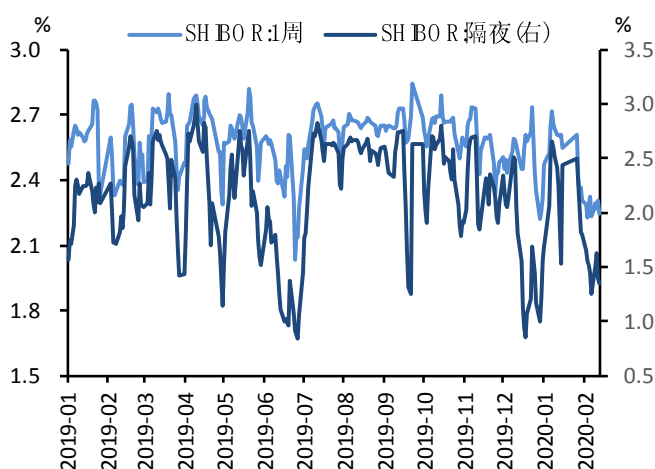
上周SHIBOR长短端利率走势分化，隔夜利率低位震荡，1个月及3个月利率继续下行。上周短期流动性小幅收紧，SHIBOR隔夜及1周利率先升后降，分别较前期（2月14日）上行9.9BP、1.2BP至1.3550%、2.2450%；SHIBOR1个月及3个月利率则分别较前期（2月14日）下行7.3BP、7.6BP至2.3430%、2.4890%，降幅较

前一周分别收窄 13.9BP、11.2BP。

上周 7 天质押式回购利率先升后降，保持低位震荡。上周前两个交易日内，受央行展开缩量操作影响，向银行间市场小幅收回流动性，R007 及 DR007 均上行，后续三天逐步回落。R007 较前期（2 月 14 日）下行 7.0BP 至 2.1654%，DR007 较前期（2 月 14 日）上行 9.5BP 至 2.0780%。

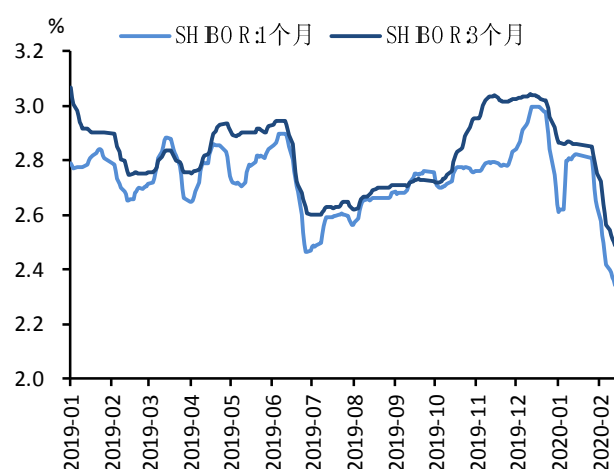
上周各期限同业存单到期收益率继续下行。截至 2 月 21 日，1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别为 2.1004%、2.4004%、2.5589%，较前期（2 月 14 日）分别下行 11.6BP、2.4BP、3.0BP。

图 2: SHIBOR 隔夜利率低位震荡



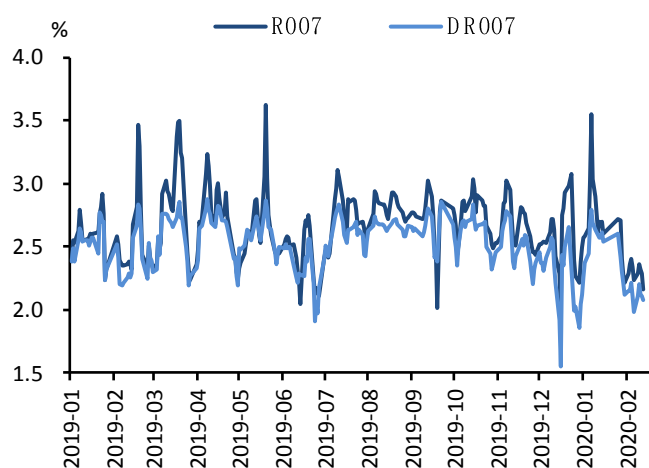
数据来源：东北证券，Wind

图 3: SHIBOR 1 个月及 3 个月利率继续下行



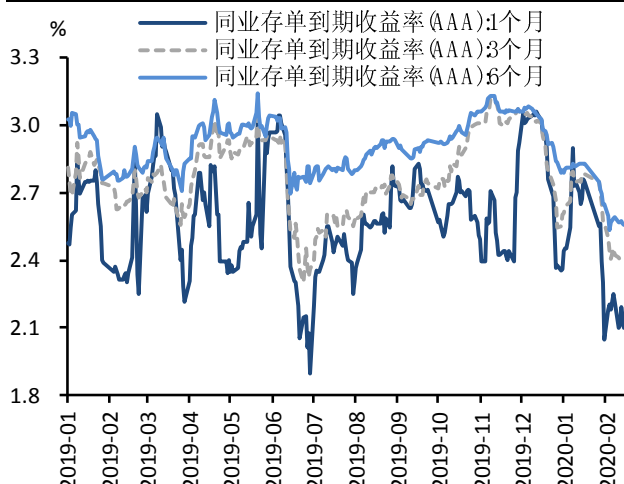
数据来源：东北证券，Wind

图 4: 7 天质押式回购利率低位震荡



数据来源：东北证券，Wind

图 5: 各期限同业存单到期收益率继续下行



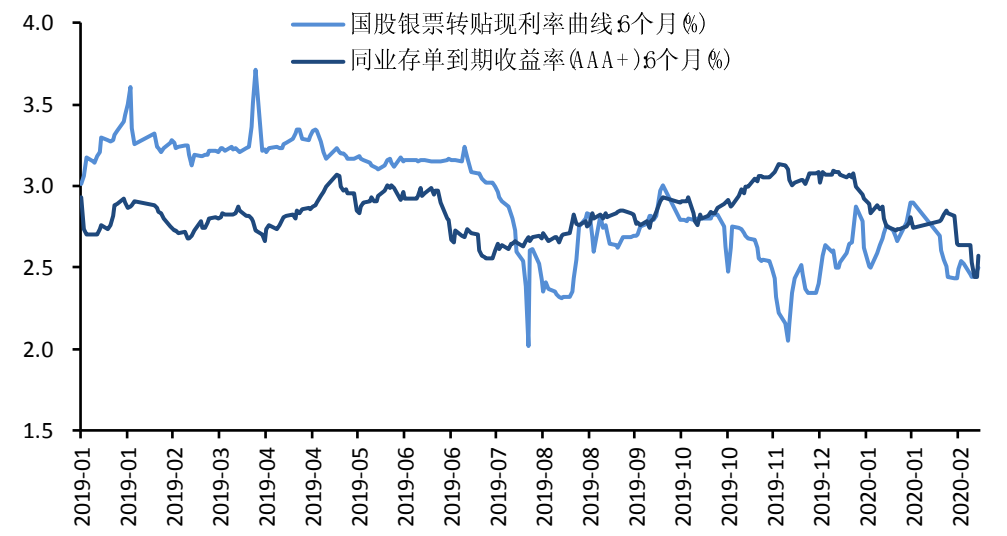
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率低位震荡，中长期信用利差继续收窄

2.1. 票据利率：转贴现利率低位运行

上周票据市场利率先降后升，保持低位运行。截至2月21日，6个月国股银票转贴现利率为2.5000%，较前期（2月14日）小幅下行2.5BP。同期限AAA+同业存单利率较前期（2月14日）小幅下行6.6BP至2.5731%。

图 6：票据转贴现利率低位震荡

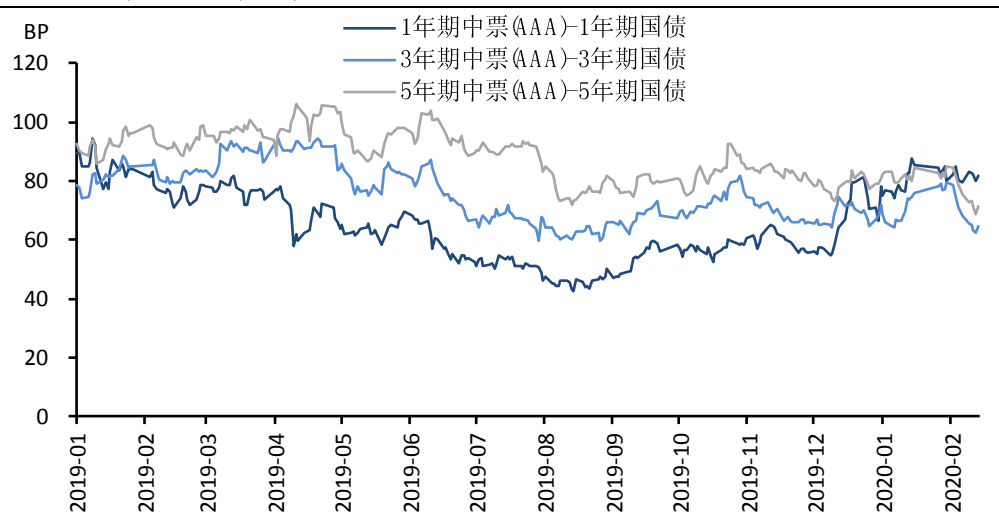


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中长期信用利差继续收窄

3年期及5年期中票信用利差继续收窄，1年期中票信用利差小幅走阔。截至2月21日，1年期中票信用利差为81.93BP，较前期（2月14日）小幅走阔2.27BP；3年期、5年期AAA中票信用利差分别为64.71BP、71.41BP，较前期（2月14日）分别收窄3.52BP、4.07BP。从中票利率来看，上周3年期AAA中票到期收益率下行幅度最大，为5.09BP；1年期及5年期AAA中票到期收益率低位震荡，与前一周期基本持平。截至2月21日，1年期、3年期、5年期AAA中票信用利差分别处于2010年以来的25.4%、7.3%、5.9%历史分位数水平。

图 7: 3 年期及 5 年期中票信用利差继续收窄



数据来源: 东北证券, Wind

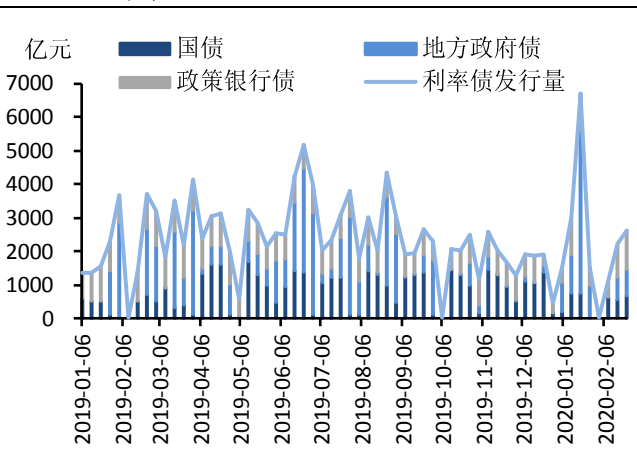
3. 债市流动性: 利率债净供给增加, 长端利率震荡走低

3.1. 一级市场: 地方政府债重启发行, 同业存单发行保持高位

上周利率债净供给规模继续增加。上周利率债共发行 2623.3 亿元, 到期 151.5 亿元, 净融资额为 2774.8 亿元。较前一周 (2 月 10 日-2 月 16 日) 相比, 发行量环比上升 421.7 亿元, 净融资额环比上升 823.2 亿元。分品种来看, 上周国债发行 680.0 亿元, 到期 151.5 亿元; 政策银行债发行 1190.0 亿元, 无到期; 地方政府债发行 753.3 亿元, 无到期。

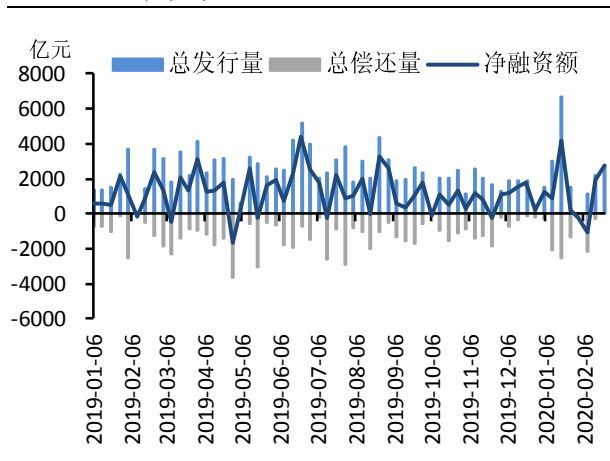
截至 2 月 23 日, 2 月最后一周地方债共计划发行 2975.53 亿元, 2 月合计发行规模达 4420.83 亿元, 超出去年同期的 3641.72 亿元。若将 1 月份发行的 7850.64 亿元地方债计算在内, 今年前两个月共计发行 12271.47 亿元地方债, 远超去年同期的 7821.38 亿元。今年共提前下达新增地方政府债务限额 18480 亿元, 目前剩余 6208.53 亿元额度大概率将于 3 月份发行完毕。

图 8: 利率债发行继续放量



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 利率债净供给规模环比增加

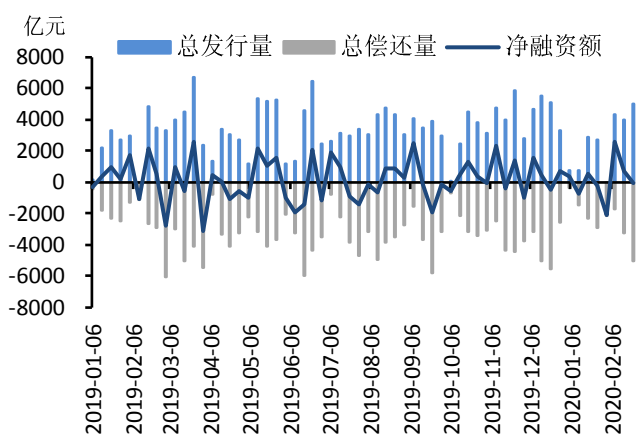


数据来源: 东北证券, Wind

上周同业存单发行量保持高位，但到期量较高导致其净融资规模明显回落。上周同业存单发行 5019.6 亿元(环比增加 1082.2 亿元)，到期 5097.0 亿元(环比增加 1857.3 亿元)，净融资-77.4 亿元(环比下降 775.1 亿元)。

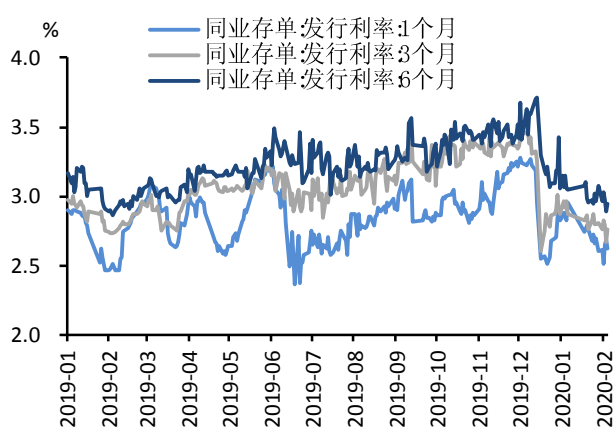
上周同业存单发行利率走势分化，1M 存单发行利率小幅走高，3M 及 6M 存单利率回落。截至 2 月 21 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率分别为 2.6229%、2.7572%、2.9434%。其中，1 个月同业存单发行利率小幅走高，较前期(2 月 14 日)上行 1.60BP；3 个月及 6 个月同业存单发行利率回落，较前期分别下行 5.18BP、13.35BP。

图 10: 同业存单净供给回落



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 3M 及 6M 同业存单发行利率回落



数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：国债长端利率震荡走低，3 个月理财产品收益率走高

上周国债长端利率震荡走低，短端利率小幅回落。截至 2 月 21 日，1 年期、10 年期国债收益率小幅回落至 1.9309%、2.8470%，较前期(2 月 14 日)分别下行 3.04BP、1.61BP，二者期限利差小幅走阔至 91.61BP。国开债收益率曲线表现有所分化，后半周 1 年期国开债收益率持续走高，10 年期国开债收益率则维持震荡态势。截至 2 月 21 日，1 年期国开债收益率较前期(2 月 14 日)大幅上行 12.74BP 至 2.1344%，10 年期国开债收益率则震荡下行 0.93BP 至 3.2727%，二者期限利差小幅收窄至

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_7027

