

证券研究报告 / 宏观数据

拐点尚未到来，债市延续震荡走弱

--流动性周度观察（2020年第42周）

报告摘要：

货币市场：国庆节后由于银行间流动性较充裕，央行连续5日未开展逆回购操作，7天逆回购净投放1000亿元、14天逆回购净回笼2100亿元。资金面由宽松转向收敛，短端利率多数上行。DR007上行25BP至2.19%，但非银和银行流动性分层情况缓和，R007及DR007利差收窄至12.54BP。本月MLF继续超量续作，周四开展5000亿1年期MLF操作，净投放3000亿元，但仍不改银行负债端成本压力，中长期利率小幅上行，3个月AAA同业存单到期收益率上行24.05BP至2.85%。孙国峰在金融数据发布会提出“利率水平与当前经济基本面总体匹配”，年内货币进一步收紧的概率走低，未来央行仍将继续以MLF和逆回购作为主要流动性调节工具。

债券市场：月初利率债供给压力不小，成交规模尚待恢复。上周利率债共发行5119亿元，净融资额4049亿元。下周国债、地方债分别计划发行2330亿元、1024亿元，净融资规模明显回落，整体来看供给压力逐步缓和。上周利率债成交规模与节前两周相比，各品种均有不同程度下滑，同业存单成交量仅回升至节前的70%。

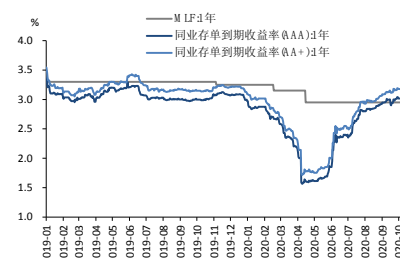
上周进出口、金融数据超预期上行，债市持续承压，各期限国债利率普遍上行。其中，3/5/7/10年国债收益率较前一周分别上行2.87BP/4.13BP/1.09BP/3.04BP，1年期国债收益率较前一周下行0.56BP。基本面来看，国内经济仍然保持稳中向好态势；资金面来看，短期内货币政策基调暂不会转变，资金面维持紧平衡；供需面来看，月初供给压力略大，但鉴于地方债发行接近尾声，后续供给压力逐步缓和。综合来看，债市拐点尚未到来，预计年内延续震荡走弱格局。

股票市场：上周杠杆流入规模扩张、北向资金转为流入，机构资金流入回升；股市募资需求反弹，净减持规模缩量。杠杆资金流入390亿（环比+257亿），北向资金净流入111亿（环比+152亿），新发偏股型基金492亿（环比+372亿）；重要股东净减持117亿（环比-43亿），股市募资376亿（相比节前一周+40亿），限售股解禁847亿（相比10月4日-50亿）。

海外市场：欧洲疫情反复态势拉低欧元区经济复苏预期，财政刺激协议暂未有明确进展，美元指数小幅反弹0.70至93.71，10年期美债利率小幅下行2BP至0.76%。人民币汇率方面，央行调降外汇风险准备金率短期内将延缓人民币快速升值的节奏，但中长期来看，从中美基本面和货币政策的相对表现来看，人民币汇率仍然处于主动升值通道，上周人民币对美元中间价调升464点至6.73。

风险提示：海外疫情反复，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《10月资金面延续紧平衡，流动性缺口仍需央行呵护——9月流动性观察及10月展望》

-20201008

《存单利率再度上行，债市情绪走弱——流动性观察（2020年第39周）》

-20200927

《资金面扰动缓和，债市维持弱势震荡——流动性观察（2020年第38周）》

-20200920

《信用扩张尚未结束，债市仍在调整期——流动性观察（2020年第37周）》

-20200913

《货币谨慎投放，债市空头情绪释放——流动性周度观察（2020年第36周）》

-20200906

《9月流动性缺口边际收敛，资金面持续收紧概率走低——8月流动性观察及9月展望》

-20200830

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 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：MLF 再度超额续作，中长期利率继续上行.....	4
1.1. 公开市场操作：MLF 再度超额续作，流动性紧平衡格局不变.....	4
1.2. 资金利率：短端利率多数上行，中长端利率小幅上行.....	4
2. 实体流动性：票据利率上行，信用利差总体收窄.....	5
2.1. 票据&理财：票据转贴现利率回升，各期限理财收益率大幅回落.....	5
2.2. 信用利差：中票利率小幅下行，信用利差总体收窄.....	6
3. 债市流动性：债市持续承压，国债收益率普遍上行.....	6
3.1. 一级市场：月初供给压力不小，存单融资需求大幅回升.....	6
3.2. 二级市场：利率债成交尚待恢复，国债收益率普遍上行.....	7
4. 股市流动性：资金大幅流入，净减持规模持续缩量.....	9
4.1. 资金供给：杠杆、北向资金快速回流，机构资金同步回升.....	9
4.2. 资金需求：股市募资需求上升，净减持规模继续缩量.....	10
5. 海外：美元指数小幅反弹，10 年期美债利率回落.....	11
5.1. 汇率：美元指数反弹，人民币汇率仍处升值通道.....	11
5.2. 债市：美国财政刺激暂无定数，10 年期美债收益率小幅下行.....	12

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况.....	4
图 2: 节后同业存单利率上行.....	4
图 3: 隔夜利率走势分化.....	5
图 4: DR007 回升至 7 天逆回购利率附近.....	5
图 5: 银行和非银流动性分层情况缓解.....	5
图 6: 同业存单到期收益率小幅上行.....	5
图 7: 票据转贴现利率小幅上行.....	6
图 8: 各期限理财收益率较前一周回落.....	6
图 9: 各期限中票利率小幅下行.....	6
图 10: 1 年期中票信用利差小幅走阔.....	6
图 11: 利率债发行量回升至九月中旬水平.....	7
图 12: 利率债净融资规模.....	7
图 13: 同业存单净融资规模回升.....	7
图 14: 各期限同业存单发行利率分化.....	7
图 15: 各品种利率债成交量与节前相比均下滑.....	8
图 16: 同业存单成交量回升至节前 70% 水平.....	8
图 17: 10 年期国债收益率小幅上行.....	9

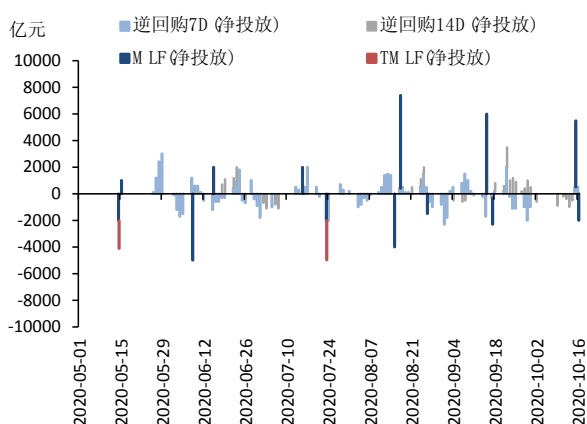
图 18: 国债收益率曲线.....	9
图 19: 两融余额回升	9
图 20: 融资买入额明显反弹.....	9
图 21: 北向资金保持净流入.....	10
图 22: 机构资金流入规模回升	10
图 23: 股票市场募资规模小幅回升	10
图 24: 限售股解禁规模小幅回落.....	10
图 25: 重要股东净减持规模较节前收缩	11
图 26: 人民币汇率升值趋势延续.....	11
图 27: 美元指数本周小幅反弹	11
图 28: 10 年期美债收益率回落	12
图 29: 中美利差小幅走阔	12
图 30: 10 年期德国国债利率继续下行.....	12
图 31: 10 年期日本国债利率小幅回落.....	12

1. 货币市场：MLF 再度超额续作，中长期利率继续上行

1.1. 公开市场操作：MLF 再度超额续作，流动性紧平衡格局不变

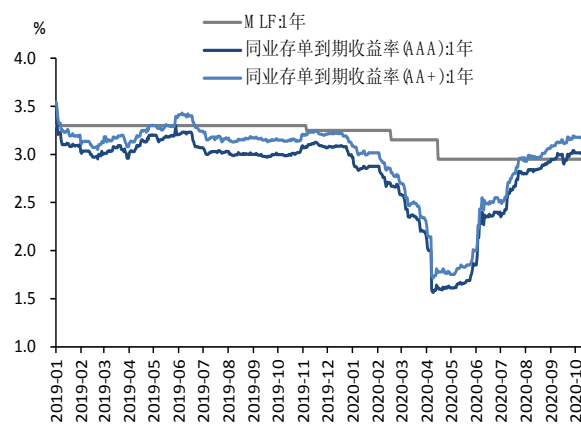
上周(10月10日-10月18日)，央行单周净投放1900亿元(含国库定存)，其中7天逆回购净投放1000亿元、14天逆回购净回笼2100亿元，MLF净投放3000亿元。国庆节后由于银行间流动性较充裕，央行连续5日未开展逆回购操作，本月MLF继续超量续作，周四开展5000亿1年期MLF操作，再度呵护中长期流动性。孙国峰在金融数据发布会提出“利率水平与当前经济基本面总体匹配”，年内货币进一步收紧的概率走低，未来央行仍将继续以MLF和逆回购作为主要流动性调节工具。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：节后同业存单利率上行



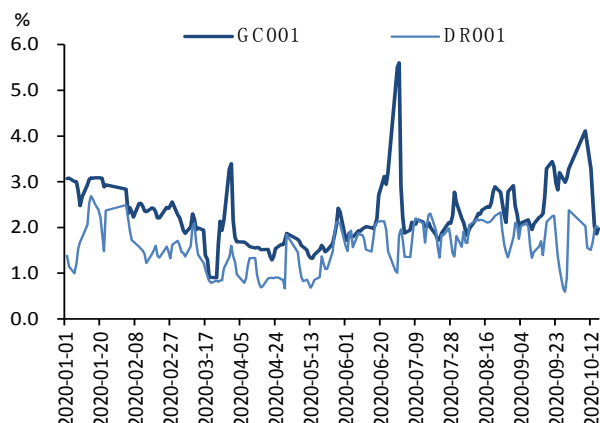
数据来源：东北证券，Wind

1.2. 资金利率：短端利率多数上行，中长端利率小幅上行

节后一周银行间资金面由宽松转向收敛，短端利率多数上行。与前一周期相比，上周DR001上行44.13BP至1.9965%，GC001下行213.90BP至1.9740%。非银和银行流动性分层情况缓和，R007及DR007利差收窄至12.54BP。DR007上行25.14BP至2.1867%，R007上行30.06BP至2.3121%。

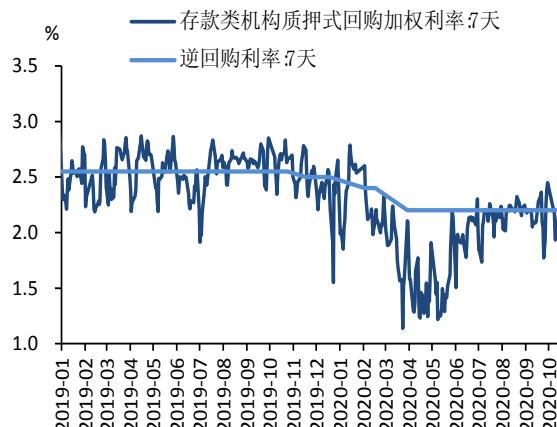
上周MLF虽超量续作，但仍不改银行负债端成本压力，中长期利率小幅上行。1个月、3个月、6个月AAA同业存单到期收益率较前一周期分别上行10.35BP、24.05BP、6.82BP至2.3683%、2.8508%、2.9619%。

图 3: 隔夜利率走势分化



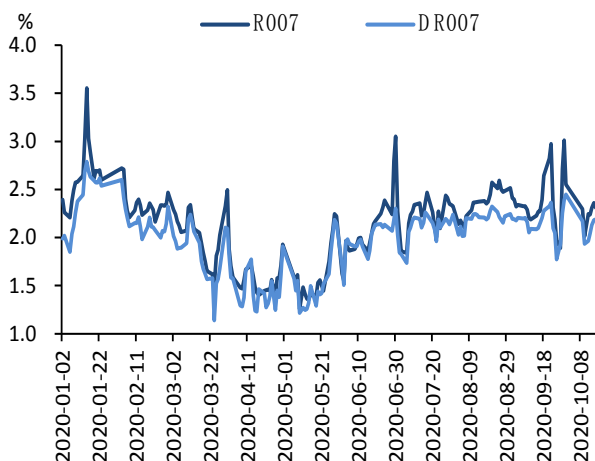
数据来源：东北证券，Wind

图 4: DR007 回升至 7 天逆回购利率附近



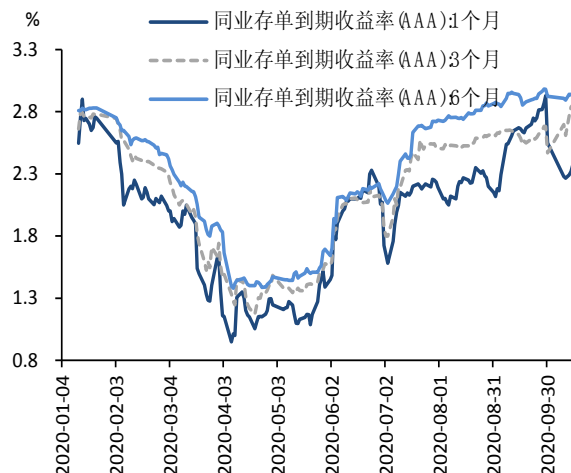
数据来源：东北证券，Wind

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: 同业存单到期收益率小幅上行



数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率上行，信用利差总体收窄

2.1. 票据&理财：票据转贴现利率回升，各期限理财收益率大幅回落

上周票据转贴现利率小幅上行。截至10月16日，6个月国股银票转贴现利率较前一周上行13.85BP至3.0385%，同期限AAA+同业存单利率小幅上行1.04BP至2.9014%。

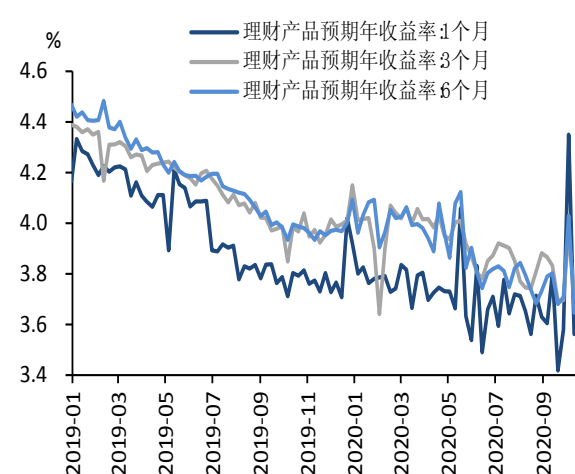
各期限理财产品收益率回落，其中1个月理财收益率跌幅明显。截至10月16日，3个月、6个月理财产品收益率分别为3.71%和3.65%，较前一周分别下行25.21BP和38.42BP。1个月理财产品收益率为3.56%，较前一周下行78.80BP。

图 7: 票据转贴现利率小幅上行



数据来源：东北证券，Wind

图 8: 各期限理财收益率较前一周回落

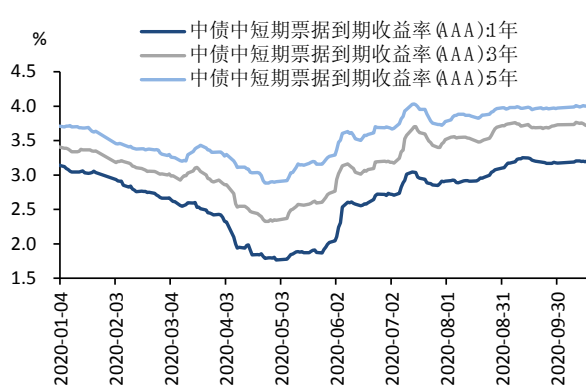


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率小幅下行，信用利差总体收窄

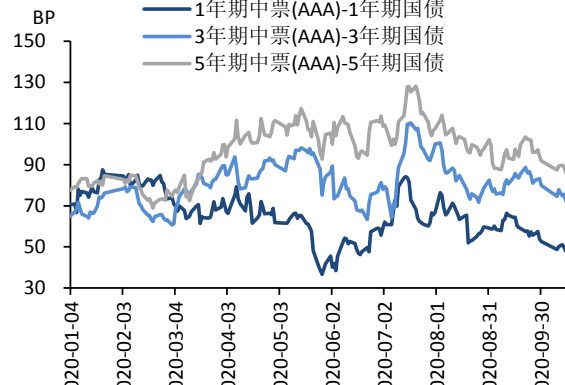
上周中票利率小幅下行，3年期中票利率回落幅度相对较大。截至10月16日，1年期AAA中票到期收益率下行0.08BP，对应1年期国债收益率下行0.56BP。3年期、5年期AAA中票到期收益率分别下行4.93BP和0.31BP，对应国债收益率分别上行2.87BP和4.13BP。上周受国债收益率走高影响，3年和5年中票信用利差同步收窄，但1年中票信用利差稍稍走阔。上周1年期较前一周走阔0.48BP，3年期、5年期AAA中票信用利差较上周分别收窄7.80BP、4.44BP。

图 9: 各期限中票利率小幅下行



数据来源：东北证券，Wind

图 10: 1年期中票信用利差小幅走阔



数据来源：东北证券，Wind

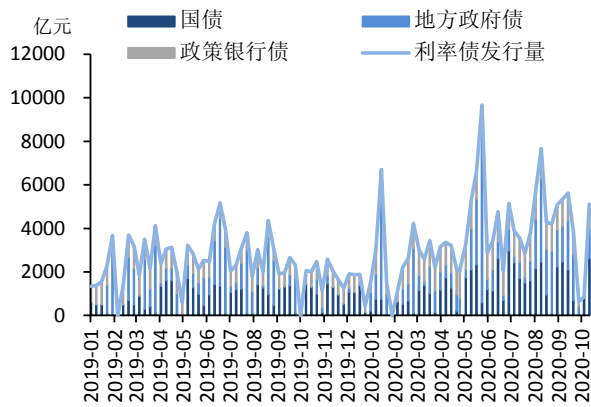
3. 债市流动性：债市持续承压，国债收益率普遍上行

3.1. 一级市场：月初供给压力不小，存单融资需求大幅回升

上周国债发行明显反弹，利率债单周发行量和净融资规模均回升至九月中上旬水平，月初供给压力不小。上周利率债共发行5118.51亿元，到期1069.03亿元，净融资额为4049.48亿元。分品种来看，上周国债发行2613.10亿元，到期414.56亿元。

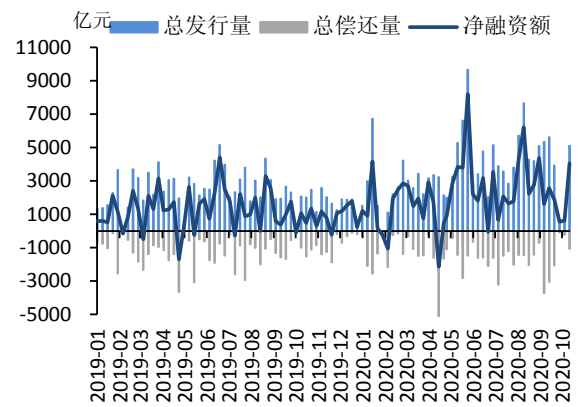
元；地方政府债券发行 1326.51 亿元，到期 574.47 亿元；政策银行债发行 1178.90 亿元，到期 80 亿元。下周国债和地方债发行规模较稳定，整体来看供给压力逐步缓和。下周国债计划发行 2330 亿元，对应净融资额 359 亿元；地方债计划发行 1024.33 亿元，对应净融资额 257.97 亿元。

图 11: 利率债发行量回升至九月中旬水平



数据来源：东北证券，Wind

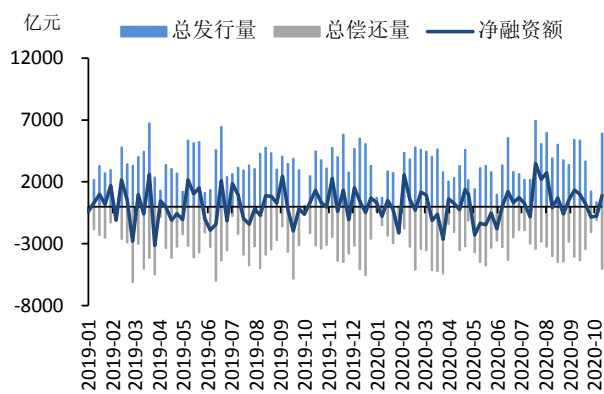
图 12: 利率债净融资规模



数据来源：东北证券，Wind

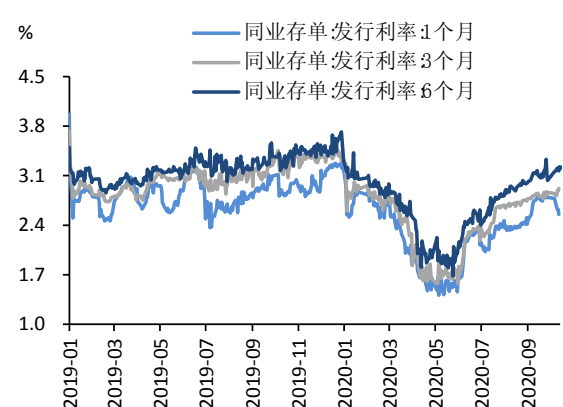
上周同业存单融资需求大幅回升，发行利率出现分化。上周同业存单发行 5916.70 亿元，到期 5031.7 亿元，净融资 885.00 亿元，净融资与节前相比增 684.10 亿元。截至 10 月 16 日，1 个月同业存单发行利率较前一周下行 10.00BP 至 2.5211%，3 个月、6 个月同业存单发行利率分别较前一周上升 7.36BP、6.84BP 至 2.9643%、3.2270%。

图 13: 同业存单净融资规模回升



数据来源：东北证券，Wind

图 14: 各期限同业存单发行利率分化



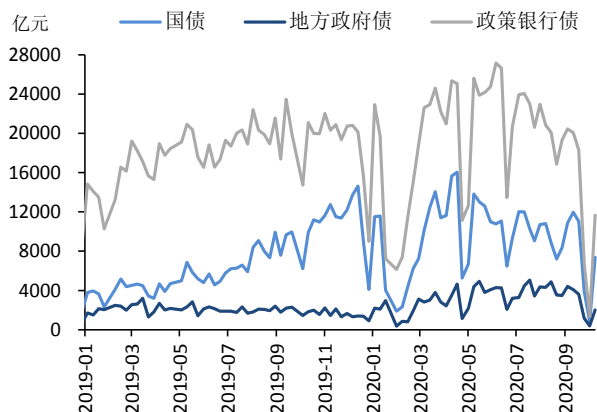
数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：利率债成交尚待恢复，国债收益率普遍上行

上周利率债成交规模与节前两周相比，各品种均有不同程度下滑。上周利率债成交量为 21070.44 亿元，较节前（9 月 25 日）相比，成交量环比下降 11888.80 亿元。分品种来看，上周国债成交 7391.36 亿元（较节前下降 3640.76 亿元）；地方政府债成交 2007.82 亿元（较节前减少 1604.28 亿元）；政策银行债成交 11671.26 亿元（较节前下降 6643.76 亿元）。上周同业存单成交量回升至节前的 70%。上周同业存单

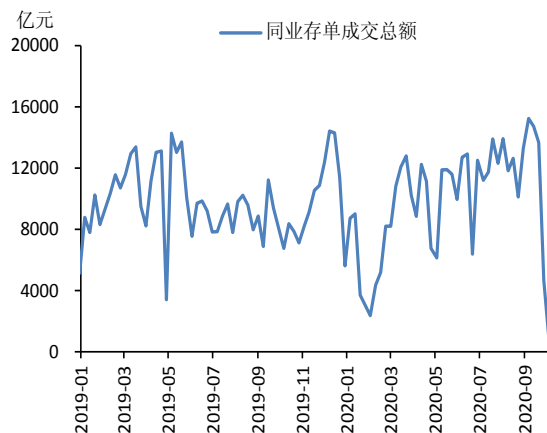
成交量为 9657.69 亿元，相比节前（9 月 25 日）减少 4021.38 亿元。

图 15: 各品种利率债成交量与节前相比均下滑



数据来源：东北证券，Wind

图 16: 同业存单成交量回升至节前 70%水平



数据来源：东北证券，Wind

资金面来看，上周央行逆回购投放收敛，带动短端资金利率普遍上行，MLF 虽延续超额续作，但中长端利率仍在小幅上行。基本面来看，进出口、金融数据超预期上行，债市持续承压，各期限国债利率普遍上行，5 年期上行幅度最大。其中，3/5/7/10 年国债收益率较前一周分别上行 2.87BP /4.13BP/1.09BP/3.04BP，1 年期国债收益率较前一周下行 0.56BP，7 年期与 10 年期国债利率继续倒挂。

周一，虽然 9 月 PMI 公布后市场普遍对经济数据持乐观预期，但美国财政刺激仍无定数，引发风险偏好回落猜测，利率新高也吸引资金配置拉低利率水平，10 年期国债收益率下行 0.37BP。周二，9 月出口数据延续前期势头，进口数据也超预期，带动债市走弱，10 年期国债收益率上行 0.89BP。周三，9 月金融数据公布，新增社融和信贷均超预期，强化了对实体经济复苏的乐观预期，国债利率普遍上行。周四，央行开展 5000 亿 MLF 操作，叠加通胀数据回落，但市场经济预期的方向仍未改变，10 年期利率上行 1.5BP。周五，现券小幅回暖，10 年期国债收益率降 0.98BP。近期债市受国内经济和金融数据带来的影响较大，经济基本面超预期引发债市下挫。在经济基本面稳中向好的预期没有改变的情况下，未来数月需要关注的是美国大选中民主党获胜概率预期增大可能对美国经济复苏速度和中美摩擦带来的影响。资金面上，从三季度金融统计数据新闻发布会上央行表态看，短期内货币政策基调暂不会

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_2021

