

近一个月市场流动性保持边际稳定

——流动性观察 2021 年七月第 2 周



曲一平

分析师

2021 年 07 月 12 日

SAC 执业证书编号: S1660521020001

quyiping@shgsec.com

宋婷

研究助理

SAC 执业证书编号: S1660120080012

songting@shgsec.com

摘要

货币市场利率继续边际稳定略有宽松:

本周, DR3M (5 日均线) 比上周比-0.024%, 和六月比-0.045%; DR1M (5 日均线) 比上周比-0.047%, 和六月比-0.072%; DR007 (5 日均线) 比上周比-0.023%, 和六月比-0.062%。R3M (5 日均线) 比上周比 0.01%, 和六月比-0.20%; R1M (5 日均线) 比上周比-0.01%, 和六月比-0.06%; R007 (5 日均线) 比上周比 0.00%, 和六月比 0.08%。总体来讲, 货币市场利率 6 月初至今继续边际宽松, 和上周相比宽松度进一步扩大。

从今年 2 月末至今 6 月末, DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线) 变化基本和中债国债十年到期收益率一致, 同步分别下降 18bp、25bp、24bp, 同时 DR 利率的提前预测作用好于 R 利率, 在 4 月中旬就完成了后续国债收益率下行的提前反馈, 近期流动性依然十分稳定。

我们认为央行短期以中美利差 150bp 作为“锚”来操作流动性, 目前美国十年期国债收益率目前降至 1.5% 以下区间, 近期中国十年期国债收益率也-150BP 降至 3% 以下。

本周, 央行累计开展 500 亿元逆回购操作, 因本周有 1100 亿元逆回购到期, 本周实现净回笼 600 亿元。此外, 下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期, 周一至周五均到期 100 亿元; 此外周四 (7 月 15 日) 还有 4000 亿元 MLF 到期。

本周五, 央行宣布, 决定于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点 (不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构), 本次下调后, 金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。降准释放长期资金约 1 万亿元。央行表示, 此次降准的目的是优化金融机构的资金结构, 提升金融服务能力, 更好支持实体经济。一是在保持流动性合理充裕的同时, 增强金融机构资金配置能力, 为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。二是调整中央银行的融资结构, 有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源, 引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。三是此次降准降低金融机构资金成本每年约 130 亿元, 通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。

首先, 从总量经济来看, 目前主要发达国家疫苗接种较快, 生产逐步恢复, 中国出口替代的逻辑在逐步弱化, 下半年总量经济面临一定的下行压力。从经济结构来看, 目前中国的 PPI 呈现输入性通胀特征, 但内需不足, PPI 向 CPI 传导不畅, 导致下游企业和中小微企业受到明显的挤压, 通过降准支持中小微企业。其次, 2021 年一季度和二季度 MLF 到期量分别为 6000 亿和 3000 亿, 而三季度和四季度到期量分别为 17000 亿和 24500 亿, 三季度和四季度 MLF 到期量明显增加, 通过降准置换 MLF, 能达到降低企业融资成本的目的。

债券市场流动性: 本周 (7.05 -7.09) 发行 5,127.77 亿元 (较上周增加 2923.68 亿元), 到期 4,202.91 亿元, 净融资额 924.9 亿元 (较上周增加 1238.4 亿元)。上周 (6.28-7.04) 发行 2,261.59 亿元, 到期 2,517.63 亿元。本周三国常会提出“适时运用降准等货币政策工具, 进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持, 促进综合融资成本稳中有降”本周国债期货价格大幅收涨, 国债收益率全线下行。

股票市场流动性: 本周北上资金净流入 83.19 亿元, 上周净流入-157.97 亿元。本周沪股通净买入 29.87 亿元, 深股通净买入 53.32 亿元。北上资金本周交投大幅活跃, 全周合计成交 6225 亿元, 创近 5 个月来新高。本周北上资金在电气设备、有色金属、化工等行业流入较多。个股方面, 北上资金净买入规模较高的为万华化学、亿纬锂能、五粮液。

本周两融余额为 16,33.67 亿元, 占 A 股流通市值为 2.61%; 上周两融余额为 16,16.05 亿元, 占 A 股流通市值为 2.59%。6 月两融余额为 17,84.20 万亿元, 占 A 股流通市值为 2.55%。从行业偏好来看, 本周融资余额增加较多的行业包括电子、电气设备、化工等。

风险提示: 货币政策收紧风险

内容目录

| | |
|--|----|
| 1. 7月至今流动性保持边际稳定 | 4 |
| 1.1 国内货币政策：央行短期以中美利差 150bp 作为“锚” | 4 |
| 1.2 有根据的预测 1：DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线)：边际宽松保持平稳 | 4 |
| 1.3 有根据预测的 2：通过近 20 次平均公开市场操作利率进行流动性方向判断：难有普涨行情 | 7 |
| 2. 短期资金面：保持边际稳定 | 8 |
| 2.1 公开市场操作：年中流动性平稳跨季 | 8 |
| 2.2 货币市场利率：6 月初至今继续边际宽松 | 10 |
| 3. 债市运行 | 12 |
| 3.1 利率债（国债+地方债+政金债）供给节奏：本周总发行量和净融资额分别比上周变化 2923.68、1238.4 亿元 | 12 |
| 3.2 债市二级市场：周国债期货价格大幅收涨，国债收益率全线下行。 | 13 |
| 4. 权益市场 | 14 |
| 4.1 一级市场和二级市场资金流动性总体概况 | 14 |
| 4.1.1 一级市场融资规模区间统计 | 14 |
| 4.1.2 二级市场行业板块表现及成交走势 | 15 |
| 4.2 一级市场流动性情况 | 17 |
| 4.2.1 资金募集情况及募集家数 | 17 |
| 4.3 二级市场流动性情况 | 18 |
| 4.3.1 海外资金：北上资金活跃度提升，加仓高景气度行业 | 18 |
| 4.3.2 机构资金：基金发行市场热度持续升温 | 19 |
| 4.3.3 杠杆资金：融资融券持续净流入 | 20 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图 1：中美利差评估 | 4 |
| 图 2：3 月至今 DR 和 R 利率对于十年期国债收益率预测作用 | 5 |
| 图 3：R 利率和国债收益率（收紧周期回顾） | 5 |
| 图 4：DR 利率和国债收益率（收紧周期） | 6 |
| 图 5：2010 年至今公开市场操作总量和利率变化 | 7 |
| 图 6：公开市场逆回购操作，亿元 | 9 |
| 图 7：公开市场逆回购操作，亿元 | 9 |
| 图 8：逆回购利率情况，% | 9 |
| 图 9：中期借贷便利（MLF）利率，% | 9 |
| 图 10：中期借贷便利（MLF）月度操作情况，亿元 | 9 |
| 图 11：抵押补充贷款（PSL）月度操作情况，亿元 | 10 |
| 图 12：DR 利率周度变化 | 10 |
| 图 13：R 利率周度变化 | 10 |
| 图 14：DR001、DR007 与 DR0014，% | 11 |
| 图 15：R001、R007 与 R0014，% | 11 |
| 图 16：SHIBOR1D、1W 和 2W，% | 11 |
| 图 17：SHIBOR1M、3M 和 6M，% | 12 |
| 图 18：同业存单利率 1M、3M 和 6M，% | 12 |
| 图 19：发行利率债的净供给月度状况，亿元 | 12 |
| 图 20：国债净融资额，亿元 | 13 |
| 图 21：地方债净融资额，亿元 | 13 |

| | |
|---|----|
| 图 22: 政金债净融资额, 亿元 | 13 |
| 图 23: 利率债净融资额, 亿元 | 13 |
| 图 24: 本周国债期货价格大幅收涨 | 13 |
| 图 25: 1 年国债、国开债收益率, % | 14 |
| 图 26: 3 年国债、国开债收益率, % | 14 |
| 图 27: 5 年国债、国开债收益率, % | 14 |
| 图 28: 10 年国债、国开债收益率, % | 14 |
| 图 29: 一级市场融资规模区间统计, 亿元 | 15 |
| 图 30: 年初至今成长股和中小盘表现优异 | 15 |
| 图 31: 申万一级行业涨跌幅 | 16 |
| 图 32: 二级市场成交走势 (周度) | 16 |
| 图 33: 募集资金情况 (周度) | 17 |
| 图 34: IPO 融资规模 (周度) | 17 |
| 图 35: 增发融资规模 (周度) | 17 |
| 图 36: 北上资金净流入 (周度) | 18 |
| 图 37: 行业北上资金净流入 (周度) | 18 |
| 图 38: 最新一周北上资金净买入额前 20 大股票的净增持强度与涨幅 | 19 |
| 图 39: 股票型+混合型基金发行规模 (月度) | 20 |
| 图 40: 融资融券余额情况 (周度) | 20 |
| 图 41: 近一周行业融资余额变动 | 20 |
| | |
| 表 1: 短期流动性溢价预测中债 10 年期国债到期收益率 | 4 |
| 表 2: R 利率收紧周期对比国债特征 | 6 |
| 表 3: DR 利率收紧期对比十年期国债收益率特征 | 7 |
| 表 4: 公开市场操作细分操作, 亿元 | 8 |
| 表 5: 国债、国开债收益率对比变化 | 14 |
| 表 6: 近一周新发基金 (股票型+混合型) 情况 | 19 |

1. 7月至今流动性保持边际稳定

1.1 国内货币政策：央行短期以中美利差 150bp 作为“锚”

中美无风险收益率在最近两年有着高度联动效应：在 2019.11-2020.3 期间中国十年期国债收益率主要跟随美国无风险收益率下行但幅度不及美国；2020.4 开始中国先于美国收紧，两国无风险收益率同时在 2021 年 3 月到顶；最近一个季度两国无风险收益率呈现同步变动，共同下行 20bp 以上。

我们认为央行短期以中美利差 150bp 作为“锚”来操作，目前美国十年期国债收益率目前降至 1.5% 以下区间，近期中国十年期国债收益率也-150BP 降至 3% 以下。

图1：中美利差评估



资料来源：Wind，申港证券研究所

1.2 有根据的预测 1：DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线)：边际宽松保持平稳

R 利率是全市场机构的加权平均回购利率，包括银行间市场所有的质押式回购交易，不限定交易机构和标底资产，存在交易对手风险和质押品风险，被认为是综合的资金价格。DR 利率全称为银行与银行间以利率债为质押物的加权平均利率，参与者仅限于银行，而质押品种仅限于利率债，交易对手风险和质押风险被有效控制。

从今年 3 月 1 日至今，DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) 和 R3M(60 均线)-R007(60 均线) 变化基本和中债国债十年到期收益率一致，同步分别下降 18bp、25bp、24bp，同时 DR 利率的提前预测作用好于 R 利率，在 4 月中旬就完成了后续国债收益率下行的提前反馈，近期流动性依然保持边际平稳。

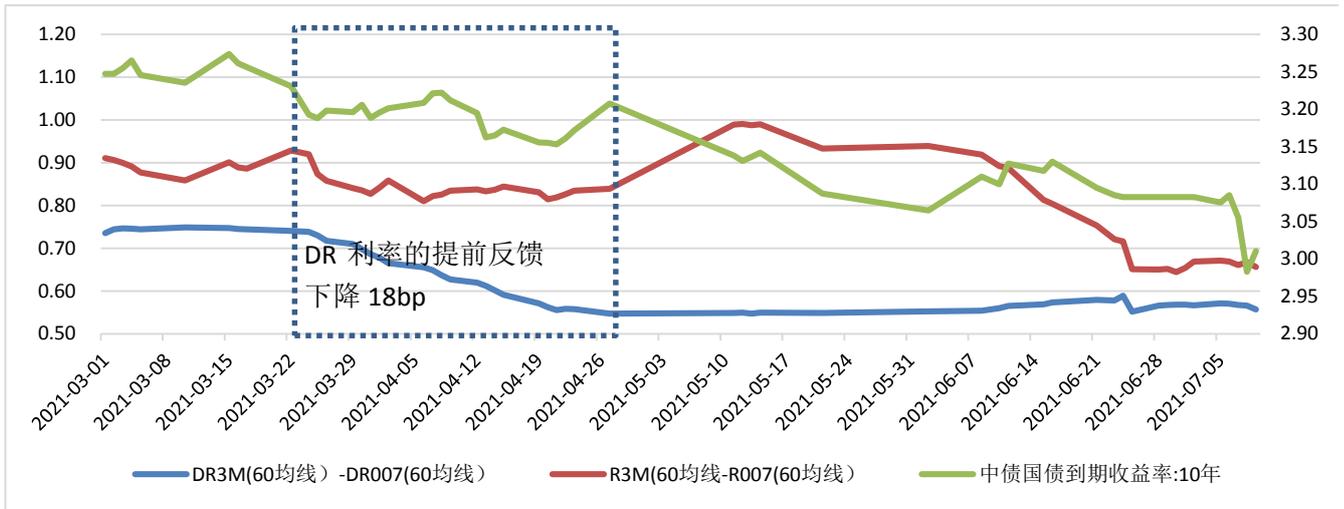
表1：短期流动性溢价预测中债 10 年期国债到期收益率

| | DR3M(60 均线) -DR007(60 均线) | R3M(60 均线)-R007(60 均线) | 中债国债到期收益率:10 年 |
|----------------|---------------------------|------------------------|----------------|
| 2021 年 3 月 1 日 | 0.74 | 0.91 | 3.25 |
| 2021 年 7 月 2 日 | 0.56 | 0.66 | 3.01 |
| 变化情况 | (0.18) | (0.25) | (0.24) |

资料来源：Wind，申港证券研究所

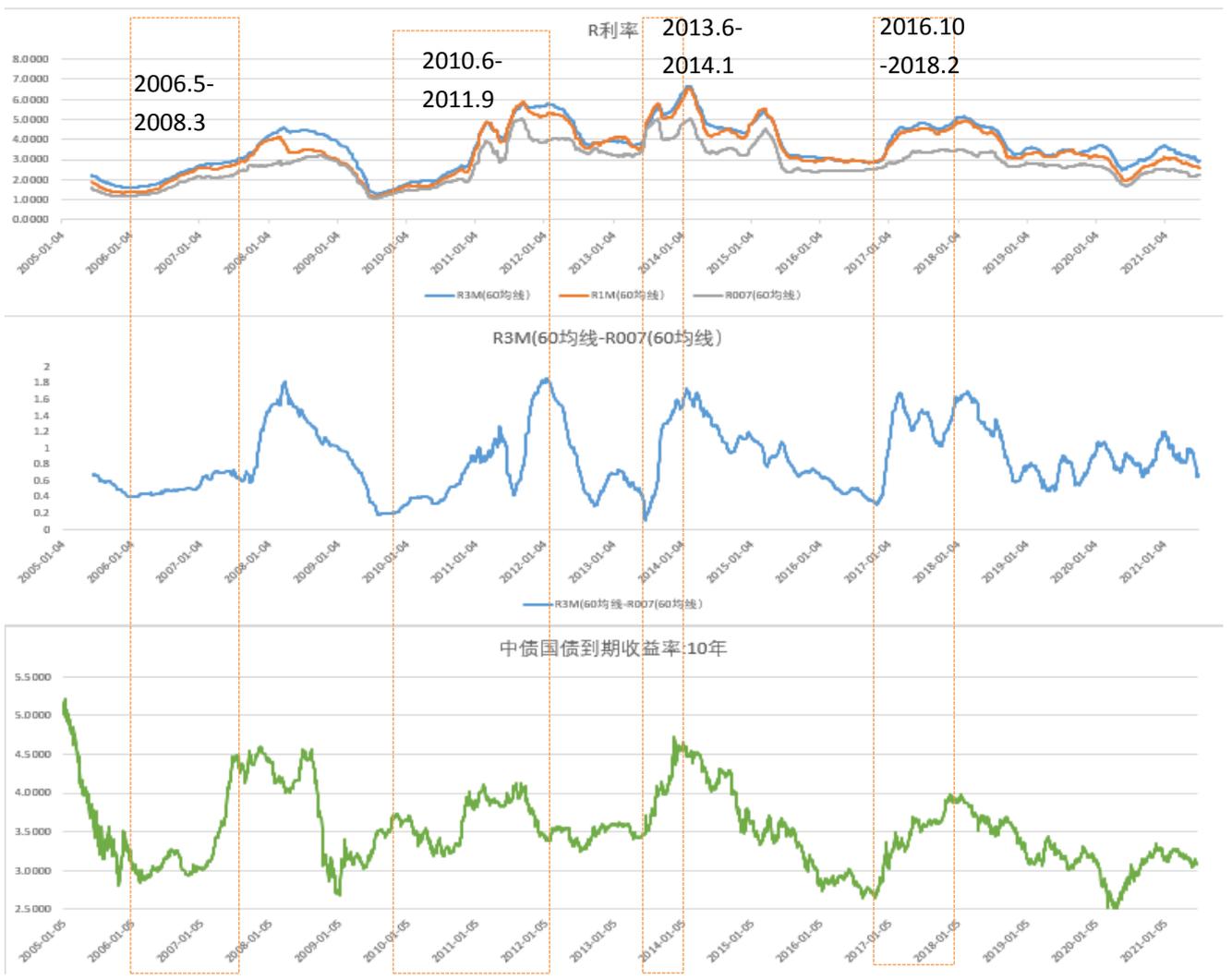
敬请参阅最后一页免责声明

图2：3月至今DR和R利率对于十年期国债收益率预测作用



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图3：R利率和国债收益率（收紧周期回顾）



资料来源: Wind, 申港证券研究所

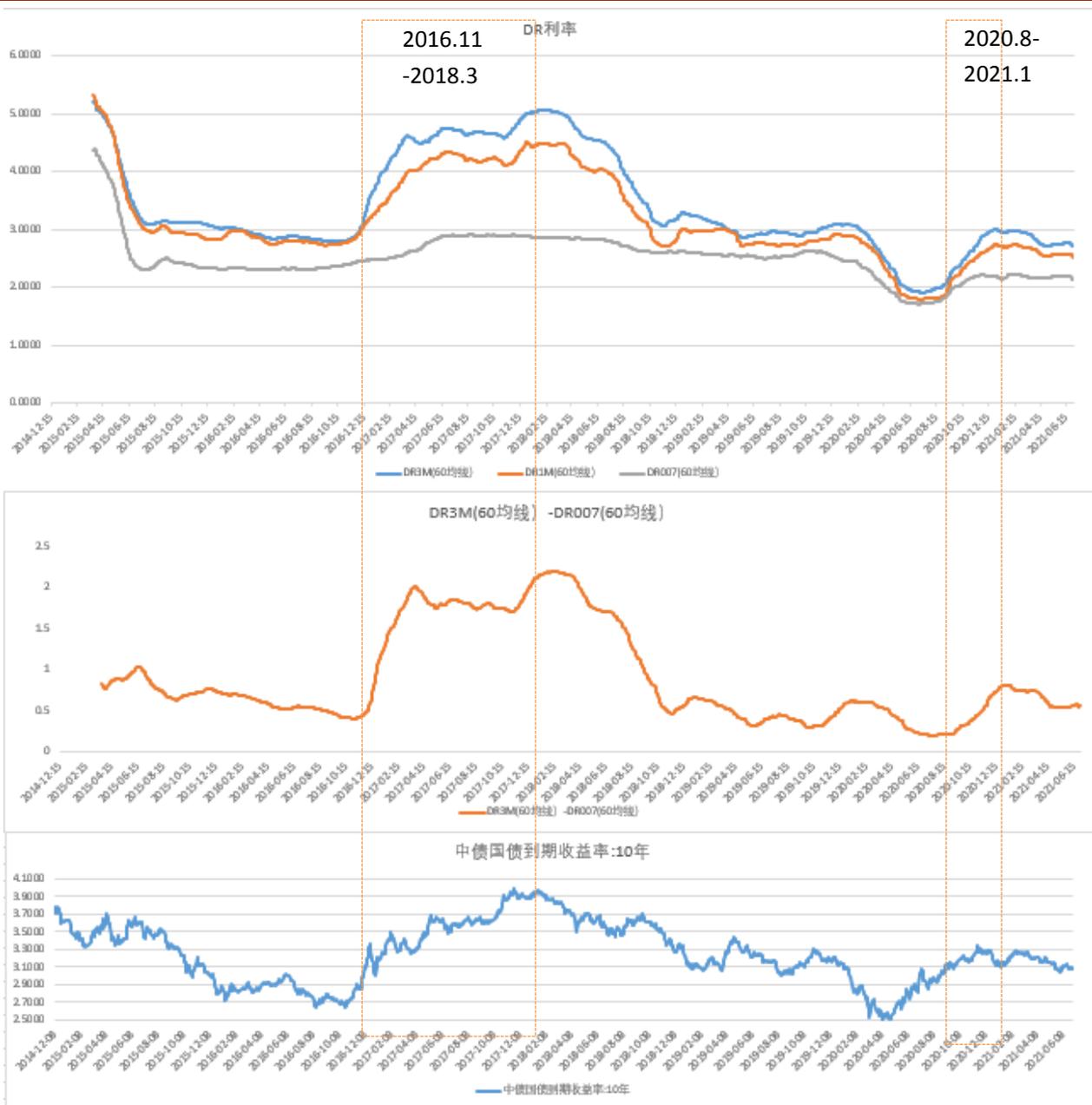
表2: R利率收紧周期对比国债特征

| 区间 | 2006.5-2008.3 | 2010.6-2011.9 | 2013.6-2014.1 | 2016.10-2018.2 |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| R007(60均线) | 153bp | 331bp | 163bp | 103bp |
| R3M(60均线)-R007(60均线) | 133bp | 154bp | 161bp | 134bp |
| 十年期国债收益率 | 147bp | 93bp | 124bp | 128bp |
| 万得全A涨跌幅 | 306% | -11.86% | 5.64% | 3.31% |

资料来源: Wind, 申港证券研究所

从下图, DR 利率从 2014 年才出现, 参与者仅限于银行, 而质押品种仅限于利率债因此波动性小于 R 利率。总体来看, DR3M(60 均线)-DR007(60 均线)的变化和十年期国债收益率变化趋同性最高。

图4: DR 利率和国债收益率(收紧周期)



资料来源: Wind, 申港证券研究所

表3: DR 利率收紧期对比十年期国债收益率特征

| 区间 | 2016. 11-2018. 3 | 2020. 8-2021. 1 |
|----------------------------|------------------|-----------------|
| DR007 (60 均线) | 48bp | 34bp |
| DR3M (60 均线-DR007 (60 均线)) | 180bp | 59bp |
| 十年期国债收益率 | 121bp | 30bp |
| 万得全 A 涨跌幅 | -0.1% | 3.7% |

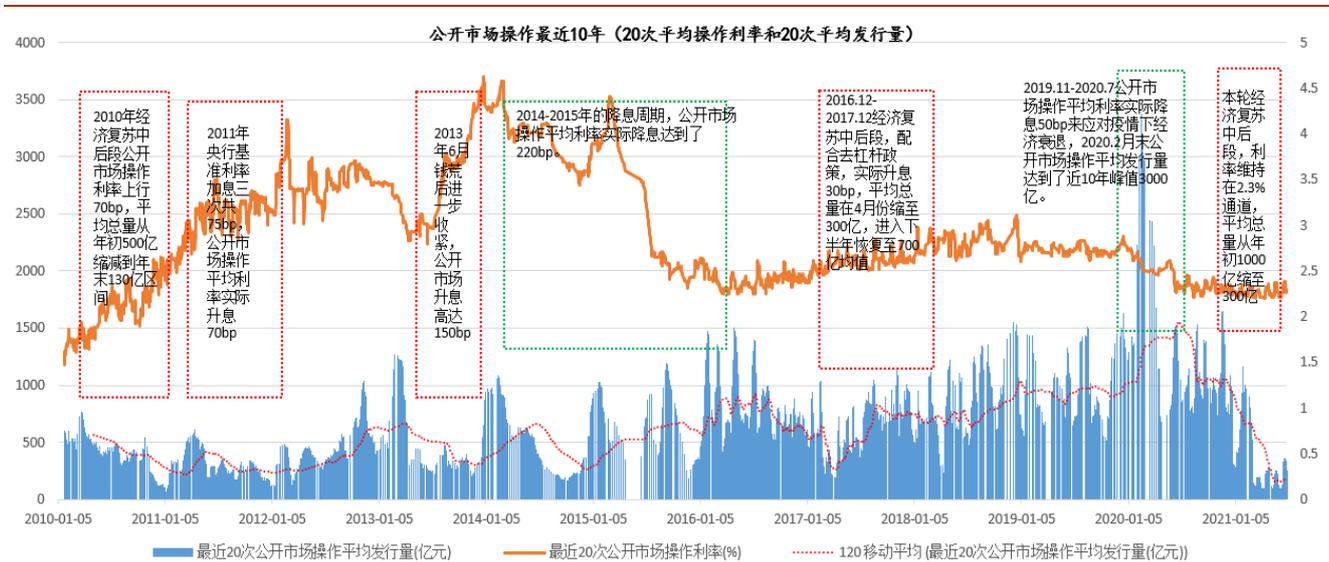
资料来源: Wind, 申港证券研究所

1.3 有根据预测的 2: 通过近 20 次平均公开市场操作利率进行流动性方向判断: 难有普涨行情

中国公开市场操作有着较多工具, 包括逆回购 (7D、14D、28D)、央行票据互换 (3 个月、12 个月)、国库定存 (1 个月、2 个月、3 个月)、MLF 投放和回笼 (365D、366D), TMLF 投放 (365D、366D)。由于各种工具所涉及的利率、期限各不相同, 我们认为核心的评估方式是从近 20 次平均操作利率来进行流动性趋势性判断, 而不是精准利率变化预测。

2021 年初至今。公开市场操作平均利率基本没有变化, 维持在 2.3% 区间, 主要变化发生在量上。从去年四季度平均操作总量 1000 亿缩减至今年 3 月份 300 亿以内区间, 近一个月操作总量略有提升, 但平均仍然只有年初的三分之一。从目前公开市场操作的流动性预测角度, 目前没有看到流动性大幅调整预兆。但在公开市场总量缩窄的季度 A 股较难出现普涨行情。

图5: 2010 年至今公开市场操作总量和利率变化



资料来源: Wind, 申港证券研究所

2. 短期资金面：保持边际稳定

2.1 公开市场操作：年中流动性平稳跨季

本周，央行累计开展 500 亿元逆回购操作，因本周有 1100 亿元逆回购到期，本周实现净回笼 600 亿元。此外，下周央行公开市场将有 500 亿元逆回购到期，周一至周五均到期 100 亿元；此外周四（7 月 15 日）还有 4000 亿元 MLF 到期。

本周五，央行宣布，决定于 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构），本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。降准释放长期资金约 1 万亿元。央行表示，此次降准的目的是优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济。一是在保持流动性合理充裕的同时，增强金融机构资金配置能力，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。二是调整中央银行的融资结构，有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。三是此次降准降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。

我们认为：首先，从总量经济来看，目前主要发达国家疫苗接种较快，生产逐步恢复，中国出口替代的逻辑在逐步弱化，下半年总量经济面临一定的下行压力。从经济结构来看，目前中国的 PPI 呈现输入性通胀特征，但内需不足，PPI 向 CPI 传导不畅，导致下游企业和中小微企业受到明显的挤压，通过降准支持中小微企业。其次，2021 年一季度和二季度 MLF 到期量分别为 6000 亿和 3000 亿，而三季度和四季度到期量分别为 17000 亿和 24500 亿，三季度和四季度 MLF 到期量明显增加，通过降准置换 MLF，能达到降低企业融资成本的目的。

表4：公开市场操作细分操作，亿元

| | 逆回购投放 | 逆回购到期 | MLF 操作 | MLF 到期 | 国库现金定存：中标量 | 国库现金定存：到期量 | 公开市场全口径净投放 |
|-----|-------|-------|--------|--------|------------|------------|------------|
| 6 月 | 3100 | -2100 | 2000 | -2000 | - | -700 | -1000 |
| 上周 | 1100 | -900 | - | - | - | - | -200 |
| 本周 | 500 | -1100 | - | - | - | - | -600 |

资料来源：申港证券研究所

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_20654



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>