



Research and
Development Center

全面降准后资金缺口仍然略高 债基久期上升分歧下降

—— 流动性与市场久期周度跟踪

2021年12月19日

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人
联系电话: +86 13636449361
邮箱: zhouljijun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

债券市场周度跟踪

2021年12月19日

- **货币市场:** 央行全面降准落地, 续作 MLF 的规模高于预期, 资金利率前紧后松。本周有 500 亿逆回购与 9500 亿 MLF 到期。而央行延续每日 100 亿逆回购投放, 周三央行降准释放 1.2 万亿流动性, 同时续作 5000 亿 MLF, 全周净释放流动性 7500 亿元, 高于市场预期。降准前非银机构需求走高, 但央行并未额外投放, 推动资金利率有所走高, 而降准日受到税期叠加政府债券缴款扰动, 资金面也并未显著宽松, 直到缴税缴款因素影响减弱, 周五利率明显转松。隔夜利率再度回到 2% 下方。
- **本周质押回购成交量再创新内新高, 日均达 5.4 万亿。尽管央行降准大规模释放了流动性, 但非银机构正回购余额也普遍上升, 我们追踪资金缺口维持在中性水平之上。在目前非银资金缺口持续走高的背景下, 流动性平稳对于央行的依赖度上升, 关注央行在跨年前后的逆回购操作。**
- **下周公开市场到期规模、政府债缴款规模均较小, 考虑年末流动性需求较大, 预计下周央行将适度增投跨年流动性。**
- **存单市场:** 本周 1M 期 Shibor 利率继续上行, 而 3M 以上基本持平于上周, 1Y 期 Shibor 利率维持在 2.74%。本周同业存单发行规模小幅增加, 到期规模下滑, 存单净融资规模上升。发行期限方面, 国有行 1Y 存单发行占比进一步上升 63%; 股份行 1Y 期存单发行占比降至 50%, 增加 1M 期存单发行; 城农商行发行期限分布较为均匀, 城商行相对偏好 1Y, 农商行相对偏好 6M, 此外城农商行均小幅增加发行 3M 期存单。股份行、城商行存单发行成功率继续上行, 城商行与股份行利差收窄。
- **债券基金久期跟踪:** 12月13日-12月17日, 中长期纯债基金久期震荡回升, 市场离散指数继续下行。本周我们所跟踪的中长期纯债基金久期中位数震荡回升, 截至 12 月 17 日, 久期中位数升至 2.23 左右, 但仍处于 2019 年以来 14% 的分位数; 而市场离散指数则持续下行, 周五降至 0.32, 处于 2019 年以来的约 63.9% 分位数。
- **现券二级交易跟踪:** 本周, 非银机构在二级市场上净买入债券规模较上周有所上升, 其中, 基金公司、境外机构净买入规模均大幅上升, 而证券公司净卖出规模基本持平于上周; 利率债期限上, 证券公司、基金公司和境外机构均以增加净买入中短期利率债为主, 此外基金公司、境外机构还大幅增加超长期国债的净买入。
- **风险因素:** 政策不及预期

目录

一、货币市场.....	4
二、中长期纯债基金久期震荡回升，离散指数持续下行.....	7
三、现券二级交易跟踪.....	8
风险因素.....	9

图目录

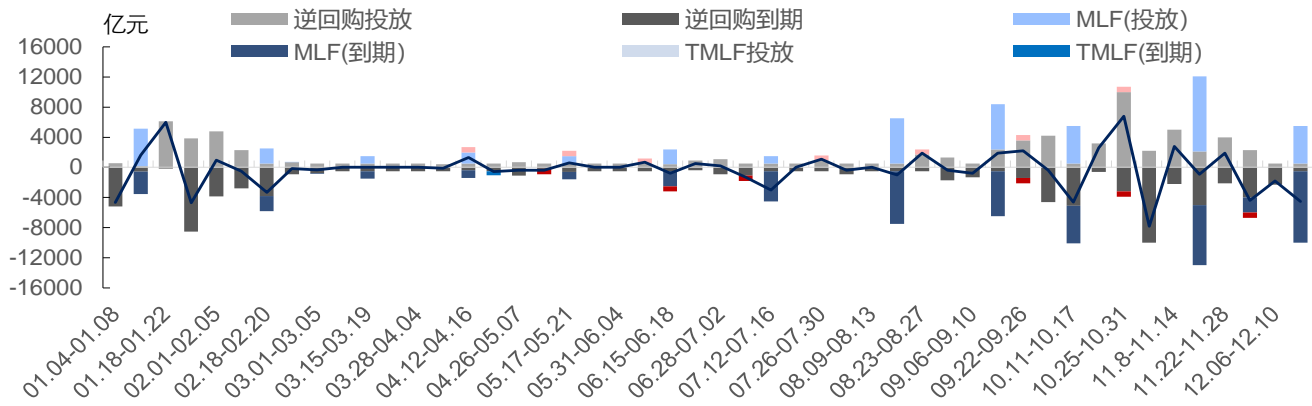
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元)	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP)	4
图 3: R001 与 R007 成交量走势 (单位: 亿元、%)	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元)	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元)	5
图 6: 非银资金缺口再创春节后新高 (单位: 亿元)	5
图 7: SHIBOR 利率走势 (单位: %)	6
图 8: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)	6
图 9: 国有行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元)	7
图 10: 股份行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元)	7
图 11: 城商行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元)	7
图 12: 农商行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元)	7
图 13: 各类型银行存单发行成功率	7
图 14: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄	7
图 15: 债基久期与分歧指数走势.....	8
图 16: 各机构主要现券二级市场净买入情况.....	8
图 17: 主要非银机构国债二级市场净买入期限分布	9
图 18: 主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布	9

一、货币市场

1.1 货币资金面

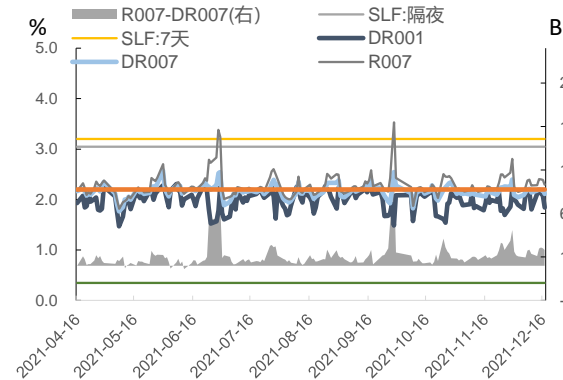
央行全面降准落地，续作 MLF 的规模高于预期，资金利率前紧后松。 本周有 500 亿逆回购与 9500 亿 MLF 到期。而央行对逆回购等额续做，每日投放 100 亿，周三央行降准释放 1.2 万亿流动性，同时续作 5000 亿 MLF，全周净释放流动性 7500 亿元，高于市场预期。而在降准前非银机构需求走高，但央行并未额外投放，推动资金利率反而有所走高，而降准的周三也是税期缴款日，叠加政府债券缴款规模较大，因此降准当日资金面也并未显著宽松，直到缴税缴款因素影响减弱，周五利率明显转松。隔夜利率再度回到 2% 下方。截止周五，DR001 收于 1.84%，相比上周五上行 4BP；DR007、R007 分别较上周五下行 3BP，上行 2BP，收于 2.11%、2.30%，R007-DR007 利差走阔 5BP 至 18.21BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



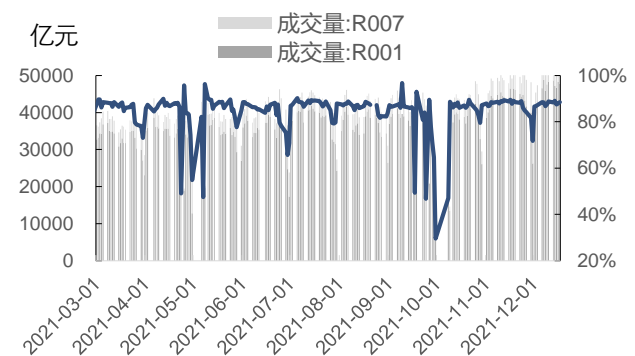
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



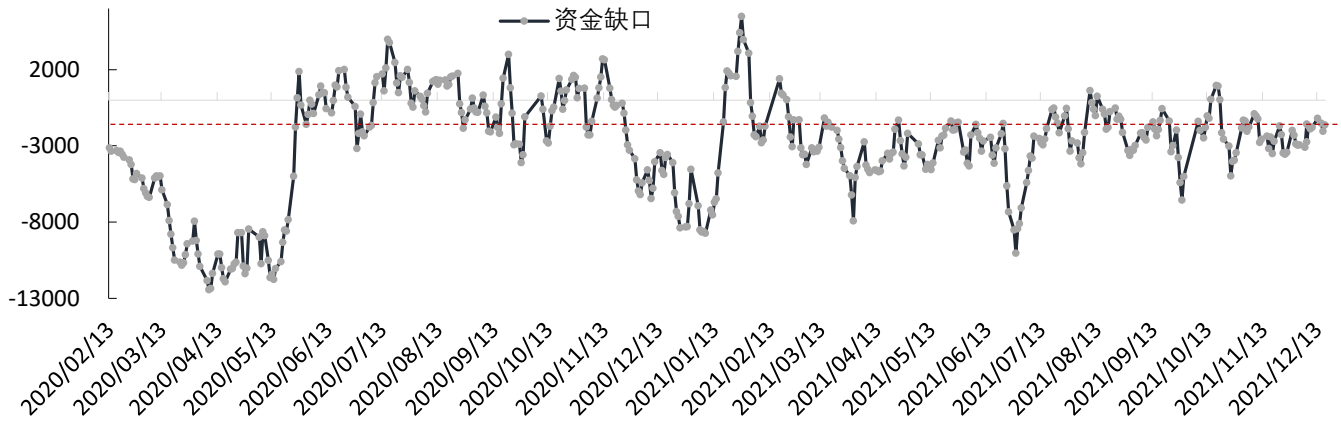
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：R001 与 R007 成交量走势（单位：亿元、%）

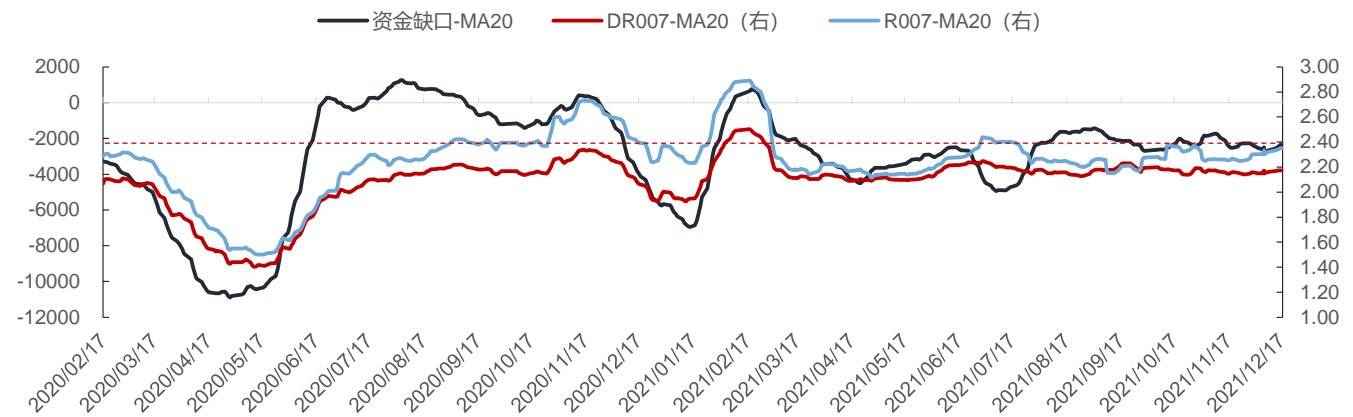


资料来源：万得，信达证券研发中心

本周质押回购成交量再创年内新高，日均达 5.4 万亿。尽管央行降准大规模释放了流动性，但非银机构正回购余额也普遍上升，使得我们追踪资金缺口维持在中性水平之上。在目前非银资金缺口持续走高的背景下，流动性平稳对于央行的依赖度上升，关注央行在跨年前后的逆回购操作。本周质押回购日均成交规模较上周进一步上升，达到 5.40 万亿，再创年内新高；日均隔夜成交规模也小幅上升至 4.77 万亿。尽管央行降准大规模释放了流动性，但我们追踪的资金缺口指数整体维持在略高于中性水平的位置，非银资金缺口仍在进一步上升。降准前银行净融出规模有所下降，资金面偏紧也使得部分非银机构需求有所下滑，而在降准后尽管银行融出规模有所上升，但非银机构尤其是证券公司和其他资管产品的正回购余额仍然有所上升，使得资金缺口维持在中性水平之上。在目前非银资金缺口持续走高的背景下，流动性平稳对于央行的依赖度上升，需关注央行在跨年前后的逆回购操作。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：非银资金缺口再创春节后新高（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

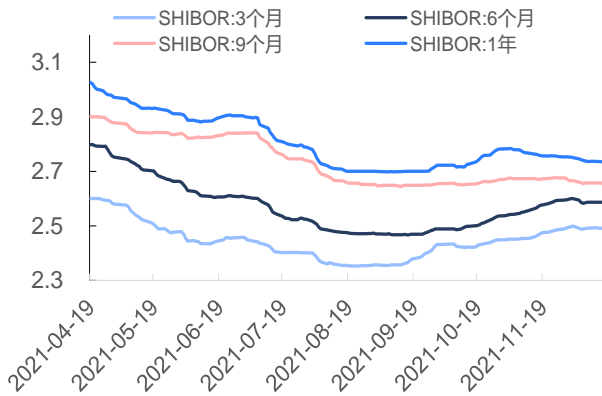
下周公开市场到期规模、政府债缴款规模均较小，考虑年末流动性需求较大，预计下周央行将适度增投跨年流动性。下周公开市场方面仅 500 亿元逆回购到期；政府债缴款降至 914.13 亿元，考虑到期 155.18 亿元后，净缴款规模仅约 758.95 亿元，较上周超 4000 亿净缴款大幅下滑。下周税期走款影响也至尾声，临近年末财政投放规模也将增大，但考虑年末流动性需求仍然较高，而去年央行自 12 月第三周开始增加投放 14D 跨年逆回购，预计下周央行也将增投跨年流动性。

1.2 同业存单

本周 1M 期 Shibor 利率继续上行，而 3M 以上基本持平于上周，1Y 期 Shibor 利率维持在 2.74%。截至 12 月 17 日，隔夜 Shibor 上行 5.5BP 至 1.86%，1M 上行 0.8BP 至 2.37%，3M、6M 持平上周水平与 2.49%、2.59%，9M、1Y 仅略微下行 0.1BP 至 2.66%、2.74%。

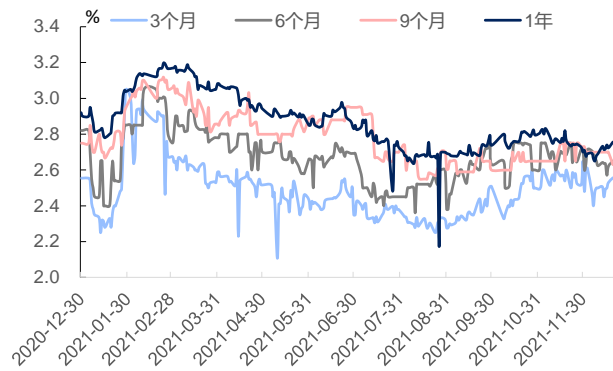
1 年期股份行存单发行利率小幅上行至 2.72%。截至 12 月 17 日，1M 存单发行利率下行 8BP 至 2.48%，3M、1Y 分别上行 3BP 至 2.56%、2.76%，6M、9M 持平上周于 2.65%、2.63%。

图 7: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)

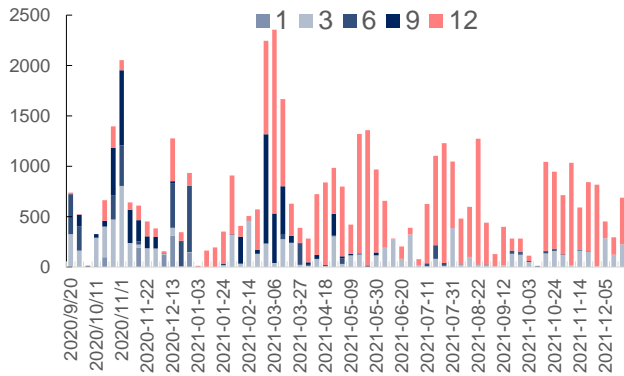


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

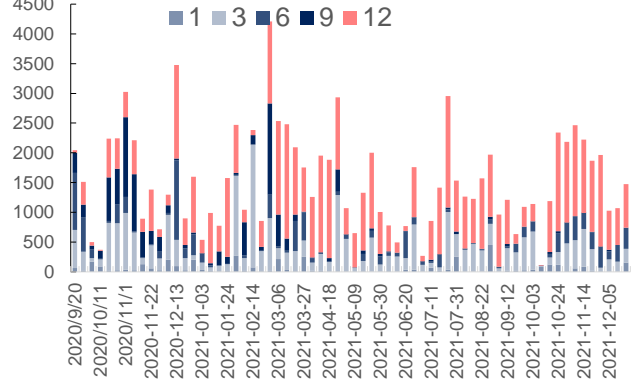
本周同业存单发行规模小幅增加，到期规模下滑，存单净融资规模上升。本周，同业存单总发行量为 4606.30 亿元，总偿还量为 4200.80 亿元，当周存单净融资 405.50 亿元（上周为净偿还 1648.90 亿元）。

发行期限方面，国有行 1Y 存单发行占比进一步上升 63%；股份行 1Y 期存单发行占比降至 50%，增加 1M 期存单发行；城农商行发行期限分布较为均匀，城商行相对偏好 1Y，农商行相对偏好 6M，此外城农商行均小幅增加发行 3M 期存单。本周，国有行 1Y 期发行占比进一步上升至 67%（上周为 58%），而 3M 期存单发行占比降至 33%（上周为 42%）。股份行 1Y 期存单发行占比降至 50%（上周为 58%），主要是增加发行 1M 期存单，占比上升至 10%（上周为 0%）。城商行、农商行发行期限分布与上周大体一致，各期限分布相对均匀，其中商行相对偏好 1Y 期存单，而农商行则相对偏好 6M 期存单；此外，城农商行相比上周均小幅增加 3M 存单发行比例，分别为 27%、23%（上周分别为 21%、21%）。

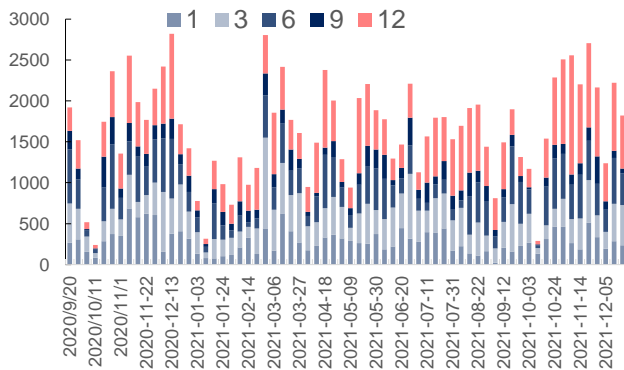
股份行、城商行存单发行成功率继续上行，城商行与股份行利差收窄。截至 12 月 17 日，股份行、城商行 5 日移动平均存单发行成功率相比 12 月 10 日继续上行 2.6、1.6 个百分点至 94.2%、77.3%，均处于今年以来相对较高水平；而农商行存单发行成功率较上周下行 4.8 个百分点至 83.7%，但仍处于今年以来均值水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利率利差较上周有所回落，截至 12 月 17 日，利差降至 40BP，为 2018 年以来 73% 分位数水平。

图 9：国有行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


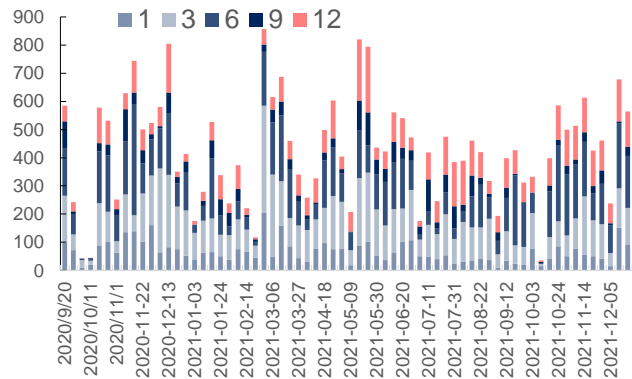
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：股份行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


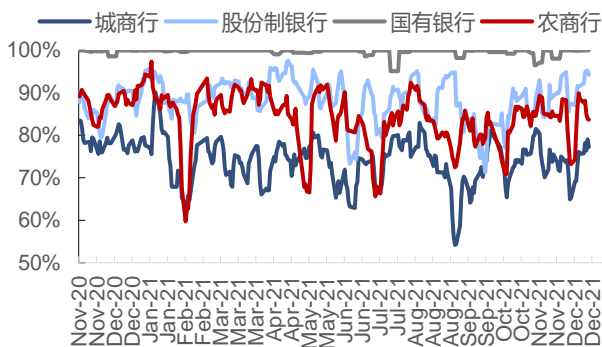
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：城商行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


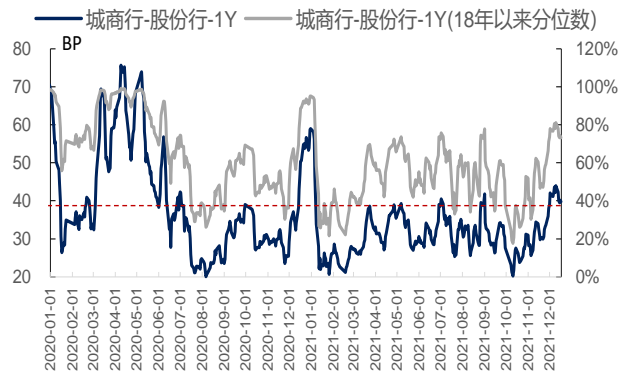
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：农商行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：各类型银行存单发行成功率


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄


资料来源：万得，信达证券研发中心

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_31607



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn