

证券研究报告 / 宏观数据

风险偏好抬升，债市再度承压

——流动性周度观察（2020年第27周）

报告摘要：

货币市场：因月末财政支出力度加大，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响。本周逆回购到期 5900 亿元，央行未进行续作。下周共有 14 天逆回购到期 1900 亿元。本周 DR007 下行 24.41BP 至 1.83%，3 个月 AAA 同业存单到期收益率下行 32.71BP 至 1.80%。

央行自 7 月 1 日起决定下调再贷款、再贴现利率，我们认为央行此举主要释放以下三点信息：一是，继续降低银行负债成本，进一步落实金融机构让利 1.5 亿目标；二是，属于结构性降息，符合货币政策的直达性和精准性；三是，并不意味着未来货币政策完全转向结构性调控，货币政策总量宽松的取向仍未改变，下半年还会看到降准降息的落地，但未来操作的节奏和频率将较前期进行适度调整。

实体经济：6 个月国股银票转贴现利率较前一周大幅下行 57.19BP 至 2.35%。各期限中票信用利差走势分化。1 年期、3 年期、AAA 中票信用利差较前一周分别上行 1.70BP、1.72BP，5 年期 AAA 中票信用利差较前一周下行 4.19BP。

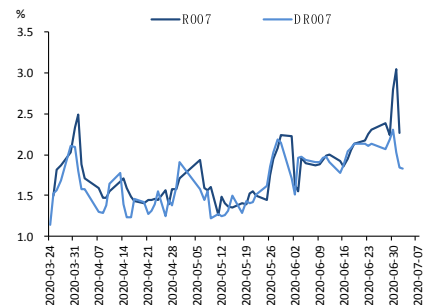
债券市场：利率债净供给规模环比大幅增加，特别国债发行 2400 亿元。本周利率债发行量环比增加 3113 亿元，净融资额环比增加 3588 亿元。下周利率债计划发行 2931 亿元。利率债成交降温，债市再度承压。短端利率受资金利率回落而小幅走低，1 年期、3 年期国债利率分别下行 2.85BP、4.55BP；因风险偏好抬升，导致 10 年期国债利率上行 5.70BP，重回 2.9%。

股票市场：本周资金流入加速。杠杆资金增加 486.44 亿（环比+376.00 亿）；北向资金当周净流入 288.62 亿（环比+240.71 亿）；新发偏股型基金 109.66 亿（环比-73.80 亿）。本周资金需求明显上升。股市募集资金 52.56 亿（环比-60.14 亿）；限售股解禁规模为 877.90 亿（环比+591.22 亿）；重要股东净减持 134.28 亿（环比+28.96 亿）。

海外市场：美元指数继续回落，人民币汇率平稳波动。美元指数下降 0.34 收于 97.16，人民币对美元中间价调贬 83 点收于 7.0638。全球无风险利率同步抬升，美、德、日 10 年期国债收益率分别上行 4BP、7BP、2.6BP。

风险提示：内需修复边际放缓，货币政策进一步收紧。

相关数据



相关报告

《7 月中下旬流动性缺口走阔，降准概率有所加大——6 月流动性观察及 7 月展望》

20200628

《货币政策退出尚早，债市具备安全边际——流动性周度观察（2020 年第 25 周）》

20200621

《央行释放呵护信号，压降结构性存款影响有限——流动性周度观察（2020 年第 24 周）》

20200614

《资金利率大幅抬升，债市持续承压——流动性周度观察（2020 年第 23 周）》

20200607

《6 月降准降息可期，短期债市维持牛平格局——5 月流动性观察及 6 月展望》

20200531

《债市多空矛盾仍存，未来利率震荡有顶——流动性周度观察（2020 年第 21 周）》

20200525

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：月初流动性重回充裕，存单利率大幅下行	5
1.1. 公开市场操作：再贷款、再贴现利率下调.....	5
1.2. 资金利率：隔夜利率先升后降，同业存单利率大幅下行.....	6
2. 实体流动性：票据利率大幅下行，5 年期信用利差收窄	7
2.1. 票据利率：转贴现利率大幅下行.....	7
2.2. 信用利差：中票利率小幅下行，5 年期信用利差向下收窄.....	7
3. 债市流动性：利率债发行扩容，10 年期国债利率重回 2.9%	8
3.1. 一级市场：利率债净供给大幅增加，同业存单发行利率下行.....	8
3.2. 二级市场：利率债成交降温，债市再度承压.....	9
4. 股市流动性：资金流入加速，资金需求环比上升	10
4.1. 资金供给：杠杆、北向资金流入加速，机构资金流入放缓.....	10
4.2. 资金需求：解禁规模大幅上升，股市融资规模回落.....	11
5. 海外：美元指数持续走低，美日德国债利率小幅回升	12
5.1. 汇率：美元指数回落，人民币汇率小幅波动.....	12
5.2. 债市：美日德 10 年期国债收益率小幅上行.....	13

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况	5
图 2: MLF 利率与同业存单利率	5
图 3: 隔夜利率先升后降	6
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率小幅下行	6
图 5: 7 天质押式回购利率下行	6
图 6: 同业存单到期收益率大幅下行	6
图 7: 票据转贴现利率大幅下行	7
图 8: 各期限中票利率整体下行	7
图 9: 中票信用利差走势分化	7
图 10: 利率债发行量环比增加	8
图 11: 利率债净供给环比增加	8
图 12: 同业存单净供给环比上升	9
图 13: 同业存单发行利率回落	9
图 14: 利率债日均成交量环比回落	9
图 15: 同业存单成交量环比增加	9
图 16: 10 年期国债收益率先降后升	10
图 17: 10 年期国开债收益率先降后升	10
图 18: 国债收益率曲线	10
图 19: 理财产品收益率恢复上行	10
图 20: 杠杆资金持续流入	11
图 21: 融资买入额恢复上行	11
图 22: 北向资金持续流入	11
图 23: 机构资金流入放缓	11
图 24: IPO 与再融资新增规模环比下降	12
图 25: 限售股解禁规模环比上升	12
图 26: 重要股东净减持规模环比回落	12
图 27: 人民币汇率小幅波动	13
图 28: 美元指数持续走低	13
图 29: 10 年期美债收益率小幅上行	14
图 30: 中美利差环比大幅上行	14
图 31: 10 年期德国国债利率小幅上行	14

图 32: 10 年期日本国债利率小幅上行.....	14
----------------------------	----

表 1: 本周美国重要政策新闻回顾.....	13
------------------------	----

1. 货币市场：月初流动性重回充裕，存单利率大幅下行

1.1. 公开市场操作：再贷款、再贴现利率下调

本周(6月29日-7月5日)逆回购到期5900亿元，央行未续作，净回笼5900亿元。央行公告称，因月末财政支出力度加大，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期、政府债券发行缴款等因素的影响。下周共有14天逆回购到期1900亿元。

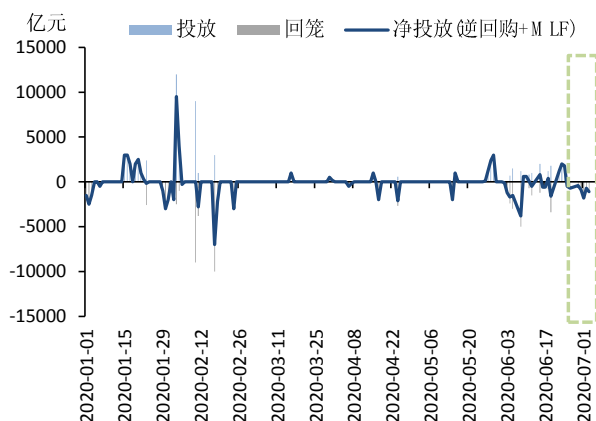
自7月1日起，央行决定下调再贷款、再贴现利率。其中，支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点。再贴现利率下调0.25个百分点至2%。这也是央行时隔十年来首次下调再贴现利率，年内第二次下调再贷款利率。我们认为央行此举主要释放以下三点信息：

一是，继续降低银行负债成本，进一步落实金融机构让利1.5亿目标。前期新增的1万亿元普惠性再贷款再贴现额度还在使用中，调降再贷款、再贴现利率能够更好地降低实体融资成本，后续这一额度可能会进一步加大。

二是，属于结构性降息，符合货币政策的直达性和精准性。再贷款再贴现主要针对涉农贷款、普惠小微贷款和单户授信3000万以下的民营企业贷款，能够更好地提升政策实施的效果。

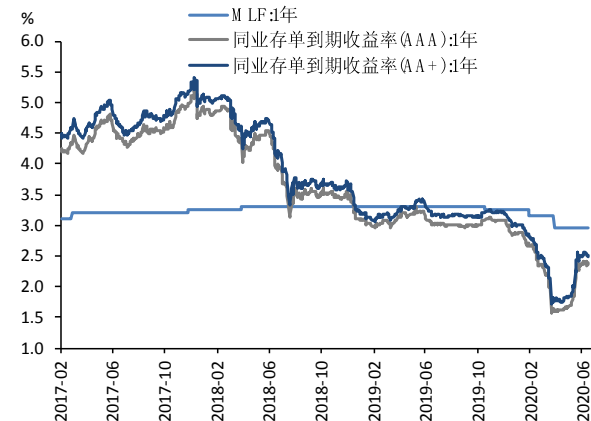
三是，并不意味着未来货币政策完全转向结构性调控，下半年还会看到降准降息的落地。我们认为货币政策总量宽松的取向仍未改变，但未来操作的节奏和频率将较前期进行适度调整。近期降准降息的落空造成了市场情绪的恐慌，央行意在打击资金空转套利，及时挤压和防范市场风险。当前经济已经遏制住了前期下滑的局面，货币环境从前期极度充裕的状态中逐步收敛也很正常。从国常会释放的推动价格下行信号来看，我们认为央行还是会选择适当的时机进行降准降息操作，同时结构性工具使用的频率也会加强，以推动政策调控的效率。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：MLF 利率与同业存单利率



数据来源：东北证券，Wind

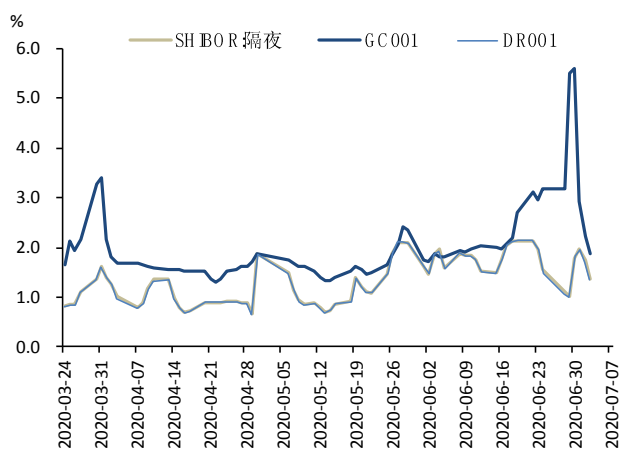
1.2. 资金利率：隔夜利率先升后降，同业存单利率大幅下行

隔夜利率先升后降。本周 SHIBOR 隔夜、DR001 分别上行 26.80BP、30.96BP 至 1.3640%、1.3596%，GC001 大幅下行 131.20BP 至 1.8780%。本周 7 天质押式回购利率大幅下行。本周 R007、DR007 分别下行 38.39BP、24.41BP 至 1.8570%、1.8259%。

中长端资金利率小幅下行。本周 1 个月、3 个月 SHIBOR 利率较前一周环比下行 9.00BP、2.40BP，利率分别为 2.0110%、2.1050%。

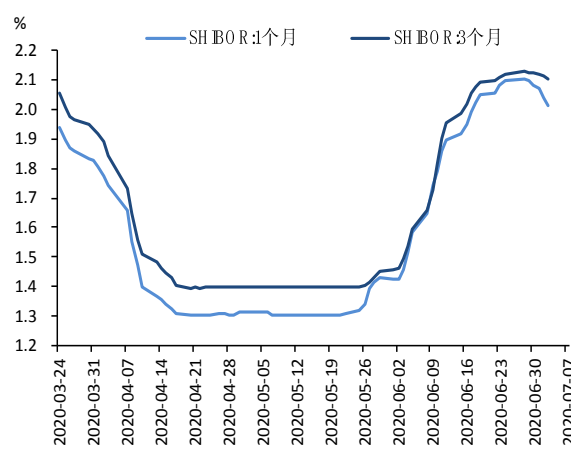
同业存单收益率大幅下行。本周 1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前一周分别下行 61.87BP、32.71BP、15.74BP 至 1.5808%、1.8008%、2.0643%。

图 3：隔夜利率先升后降



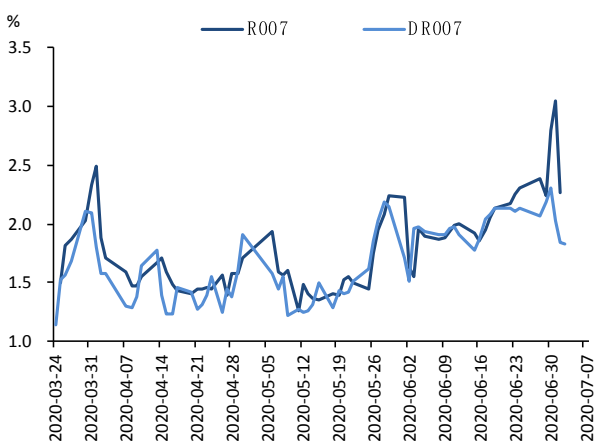
数据来源：东北证券，Wind

图 4：SHIBOR1 个月及 3 个月利率小幅下行



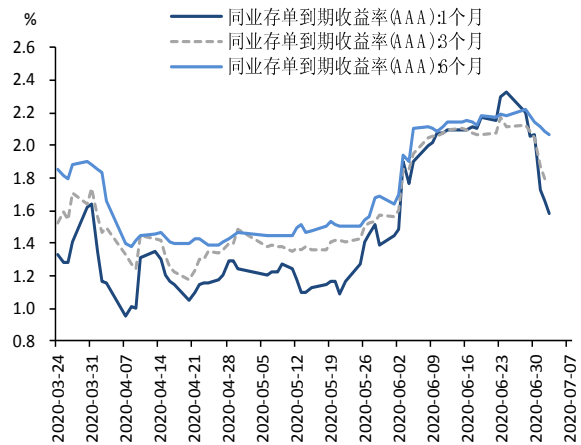
数据来源：东北证券，Wind

图 5：7 天质押式回购利率下行



数据来源：东北证券，Wind

图 6：同业存单到期收益率大幅下行



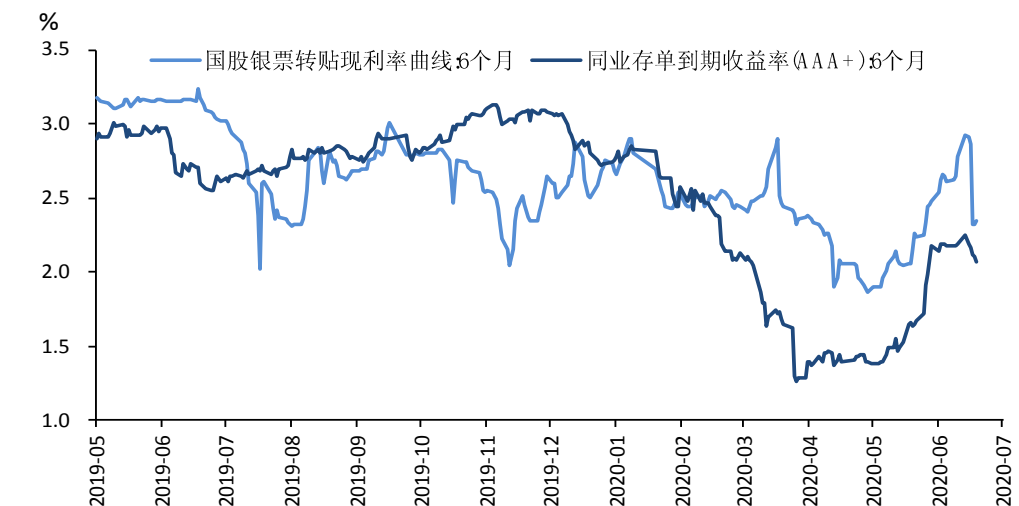
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率大幅下行，5 年期信用利差收窄

2.1. 票据利率：转贴现利率大幅下行

票据转贴现利率大幅下行。截至 7 月 3 日，6 个月国股银票转贴现利率大幅回落，较前一周下行 57.19BP 至 2.3500%，同期限 AAA+同业存单利率回落 17.63BP 至 2.0733%。

图 7：票据转贴现利率大幅下行

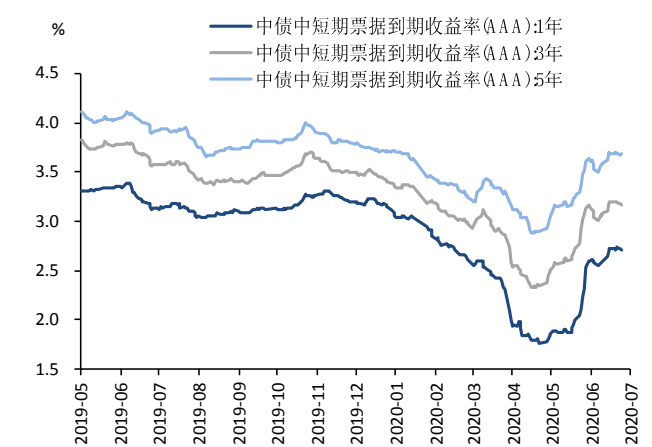


数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率小幅下行，5 年期信用利差向下收窄

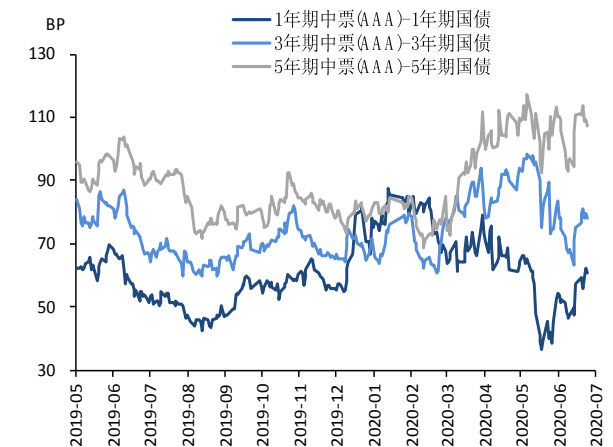
各期限中票利率小幅下行。本周 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别下行 1.15BP、2.83BP、0.58BP。1 年期、3 年期国债收益率小幅下行 2.85BP、4.55BP，5 年期国债收益率上行 3.61BP。中票信用利差走势分化。本周 1 年期、3 年期 AAA 中票信用利差较前一周分别上行 1.70BP、1.72BP，5 年期 AAA 中票信用利差较前一周下行 4.19BP。

图 8：各期限中票利率整体下行



数据来源：东北证券，Wind

图 9：中票信用利差走势分化



数据来源：东北证券，Wind

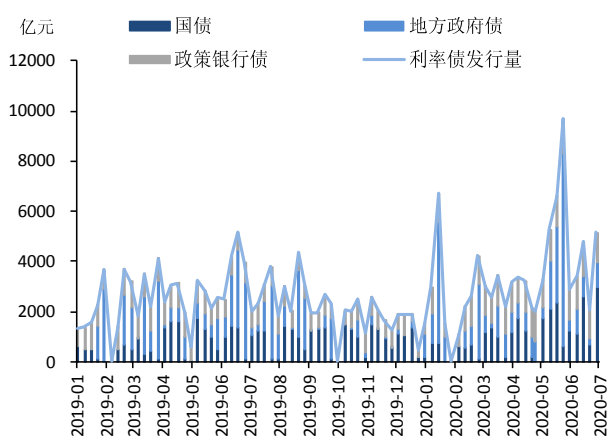
3. 债市流动性：利率债发行扩容，10年期国债利率重回 2.9%

3.1. 一级市场：利率债净供给大幅增加，同业存单发行利率下行

利率债净供给规模环比大幅增加，特别国债发行 2400 亿元。本周利率债共发行 5152.98 亿元，到期 1614.45 亿元，净融资额为 3538.53 亿元。较前一周（6 月 22 日-6 月 28 日）相比，发行量环比增加 3112.98 亿元，净融资额环比增加 3587.71 亿元。分品种来看，本周国债发行 2980.60 亿元，到期 155.00 亿元；政策银行债发行 1200.80 亿元，到期 0.00 亿元；地方政府债发行 971.58 亿元，到期 281.25 亿元。

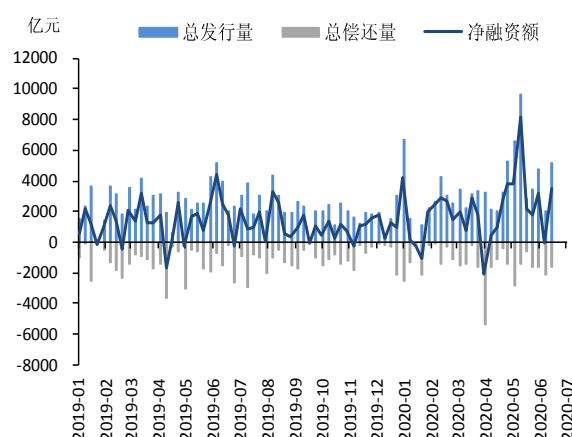
下周利率债共计发行 2931 亿元，地方债和一般债继续为特别国债发行腾出空间。其中，国债计划发行 2300 亿元，其中特别国债计划发行 1900 亿元；政策银行债计划发行 328 亿元；地方债计划发行 302 亿元。

图 10：利率债发行量环比增加



数据来源：东北证券，Wind

图 11：利率债净供给环比增加



数据来源：东北证券，Wind

同业存单发行量小幅回落，净融资规模环比上升。本周同业存单发行 2867.50 亿元（环比下降 36.80 亿元），到期 1897.90 亿元（环比下降 601.20 亿元），净融资为 969.60 亿元（环比上升 564.40 亿元）。

同业存单发行利率回落。截至 7 月 3 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率

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_4128

