

证券研究报告 / 宏观数据

债市维持震荡，收益率曲线将进一步陡峭化

——流动性周度观察（2020年第20周）

报告摘要：

货币市场：上周 MLF 量缩价平的操作显示出当前流动性投放节奏和力度的趋缓，但并不意味着货币宽松的转向。一是当前资金利率维持在合理区间，隔夜利率保持在 0.8% 左右，并未出现流动性收紧，这也符合央行一季度货币政策报告中传达的信号；二是 MLF 利率显著高于同业存单利率，实质上调降也仅是被动跟随，但释放出的信号并不利于后续宽信用的传导，3-4 月隔夜回购规模出现快速上升，央行适当放缓流动性投放，也是为了避免未来可能出现的金融风险隐患。

实体经济：上周票据转贴现利率继续下行，6 个月国股银票转贴现利率较前一周下行 5.06BP。各期限中票利率继续上行，带动中长端信用利差明显走阔。上周 3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别上行 6.17BP、10.60BP，对应信用利差分别走阔 4.58BP、8.26BP。

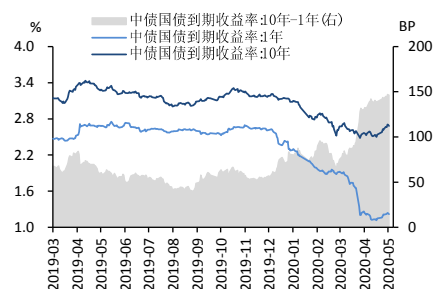
债券市场：上周利率债供给继续放量，发行量环比增加 2015 亿元，净供给环比增加 1018 亿元。上周地方政府债发行 1897 亿元，下周计划发行 3028 亿元，地方债供给压力在逐步显现。上周各期限国债利率震荡上行，周内表现先升后降，1/5/10 年国债收益率分别上行 0.89BP/2.34BP/4.20BP。预计两会前，债市依然维持震荡格局，收益率曲线将进一步陡峭化。5 月 MLF 缩量续作以及经济社融数据的利空虽已落地，但财政政策的不确定性仍将继续压制长端债市表现。5 月 MLF 利率调降虽已落空，但由于货币宽松仍未转向，市场开始对 6 月降息的预期加强，或向前期大幅调整的中短端品种寻找确定性。

股票市场：上周资金供给小幅增加。杠杆资金增加 154.44 亿元（环比-39.64 亿）；北向资金当周净流入 40.62 亿元（环比+12.05 亿）；新发偏股型基金 66.83 亿元（环比-66.83 亿）。上周资金需求明显回升。股票市场募集资金 330.69 亿元（环比+293.34 亿）；限售股解禁规模为 672.27 亿元（环比+417.06 亿）；重要股东净减持 133.90 亿元（环比+15.78 亿）。

海外市场：上周美元指数继续高位波动收于 100.38，人民币兑美元中间价调贬 148 点收于 7.0936。上周 10 年期美债收益率下行 5BP 至 0.64%，中短端收益率维持不变，中美利差继续保持高位。10 年期德国国债收益率上行 2BP，10 年期日本国债收益率下行 0.5BP。

风险提示：货币宽松不及预期，外需持续承压。

相关数据



相关报告

《债市迎来大幅调整，短期步入震荡格局

——流动性周度观察（2020年第19周）

20200510

《5 月流动性缺口走高，二季度再降降准可期

——4 月流动性观察及 5 月展望》

20200505

《期限利差高企，收益率曲线有所走平——流动性周度观察（2020年第17周）》

20200426

《流动性回归充裕，长端国债利率低位震荡

——流动性周度观察（2020年第16周）》

20200419

《国债期限利差走阔，关注存款利率的市场化改革——流动性周度观察（2020年第15周）》

20200412

证券分析师：沈新凤

执业证书编号：S0550518040001

18917252281 shenxf@nesc.cn

联系人：刘星辰

执业证书编号：S0550120030003

15216889116 liuxingc@nesc.cn

目 录

1. 货币市场：流动性继续保持充裕，货币宽松并未转向	5
1.1. 公开市场操作：MLF 量缩价平并不意味着货币宽松转向	5
1.2. 资金利率：隔夜利率小幅上行，中长端利率继续走平	5
2. 实体流动性：票据利率继续下行，中长端信用利差明显走阔	6
2.1. 票据利率：转贴现利率继续下行	6
2.2. 信用利差：中票利率继续上行，信用利差走阔	7
3. 债市流动性：利率债供给放量，国债收益率震荡上行	8
3.1. 一级市场：利率债净供给继续放量，同业存单发行利率低位震荡	8
3.2. 二级市场：利率债成交量回升，国债收益率震荡上行	9
4. 股市流动性：资金供给持续增加，资金需求显著回升	10
4.1. 资金供给：杠杆、北向资金继续流入，机构资金流入放缓	10
4.2. 资金需求：股权融资及限售股解禁规模环比明显增加	11
5. 海外：美元指数小幅上升，美债长端收益率下行	12
5.1. 汇率：美元指数小幅上升，人民币汇率继续承压	12
5.2. 债市：美日长端国债利率再次走低，德国国债利率小幅上行	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: 隔夜利率小幅上行	6
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走平	6
图 5: 7 天质押式回购利率上行	6
图 6: 同业存单到期收益率走势分化	6
图 7: 票据转贴现利率继续下行	7
图 8: 各期限中票利率继续上行	7
图 9: 中票信用利差走阔	7
图 10: 利率债发行量环比大幅增加	8
图 11: 利率债净供给环比大幅增加	8
图 12: 同业存单净供给环比上升	8
图 13: 同业存单发行利率低位震荡	8
图 14: 利率债成交量回升	9
图 15: 同业存单成交量回升	9
图 16: 国债收益率继续向上调整	10
图 17: 国债收益率曲线	10
图 18: 理财产品收益率走势分化	10
图 19: 3 个月理财产品收益率走高	10
图 20: 两融余额环比继续上升	11
图 21: 融资买入额环比上升	11
图 22: 北向资金继续流入	11
图 23: 机构资金流入规模放缓	11
图 24: IPO 与再融资新增规模环比上升	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上升	12
图 27: 人民币对美元中间价小幅走贬	13
图 28: 美元指数高位震荡	13
图 29: 美债收益率曲线	14
图 30: 中美利差上行	14
图 31: 10 年期德国国债利率上行	14

图 32: 10 年期日本国债利率下行.....	14
图 33: Ted 利差.....	14
图 34: 美国高收益债利差.....	14
表 1: 上周美国重要政策新闻回顾.....	13

1. 货币市场：流动性继续保持充裕，货币宽松并未转向

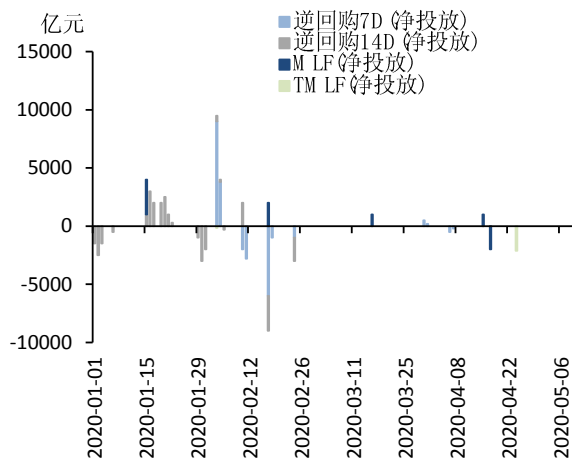
1.1. 公开市场操作：MLF 量缩价平并不意味着货币宽松转向

上周四（5月14日），MLF到期2000亿元。央行于周五（5月15日）展开MLF操作，投放1000亿元，净回笼1000亿元。操作利率为2.95%，维持不变。考虑到5月15日对中小银行定向降准第二步落地，释放长期资金约2000亿元。实质上当周释放流动性1000亿元。

上周MLF量缩价平的操作显示出当前流动性投放节奏和力度的趋缓，但并不意味着货币宽松的转向。一是当前资金利率维持在合理区间，隔夜利率保持在0.8%左右，并未出现流动性收紧，这也符合央行一季度货币政策报告中传达的信号；二是MLF利率显著高于同业存单利率，实质上调降也仅是被动跟随，但释放出的信号并不利于后续宽信用的传导，3-4月隔夜回购规模出现快速上升，央行适当放缓流动性投放，也是为了避免未来可能出现的金融风险隐患。

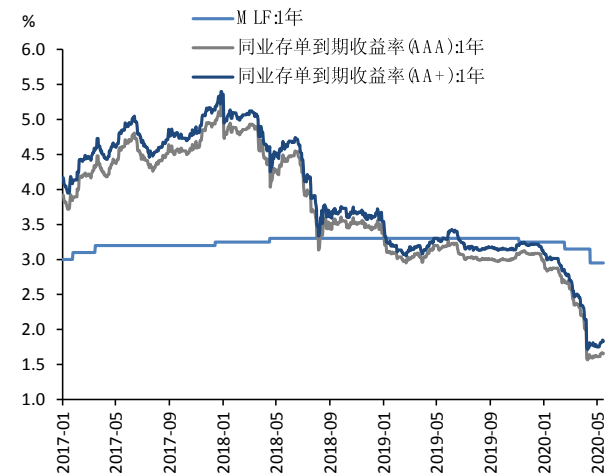
由于本月MLF利率暂未调降，预计LPR报价下调概率不大。但由于存量浮动利率贷款定价基准转换仍在推进，不影响实际贷款利率的继续下行。考虑到近期地方债与特别国债大量供给对于资金面的冲击，我们预计央行将在二季度采取降准等流动性操作进行对冲。而6月6日及6月19日，分别有5000亿元、2400亿元MLF到期，我们预计有望迎来MLF降息窗口。

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：隔夜利率小幅上行，中长端利率继续走平

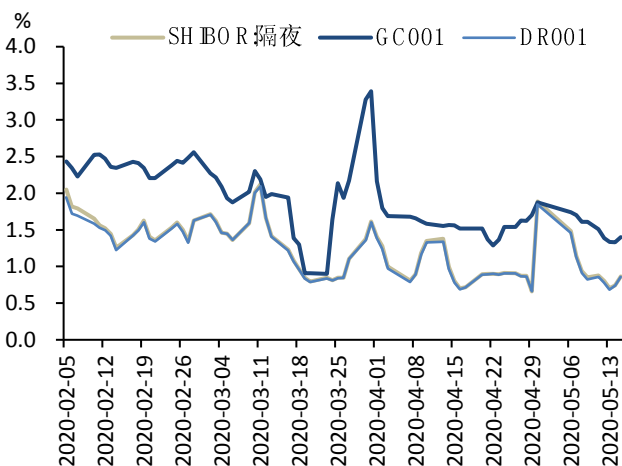
上周隔夜利率小幅上行，周内DR001跌至历史新低。上周SHIBOR隔夜、DR001分别上行1.40BP、3.09BP至0.8640%、0.8555%。上周GC001下行20.7BP至1.4020%。上周7天质押式回购利率整体上行。上周R007及DR007上行至1.4092%、1.4958%，当周分别上行15.22BP、27.91BP。

上周中长端资金利率走平。上周1个月、3个月SHIBOR利率与前一周持平，利率

分别为 1.3000%、1.3990%。

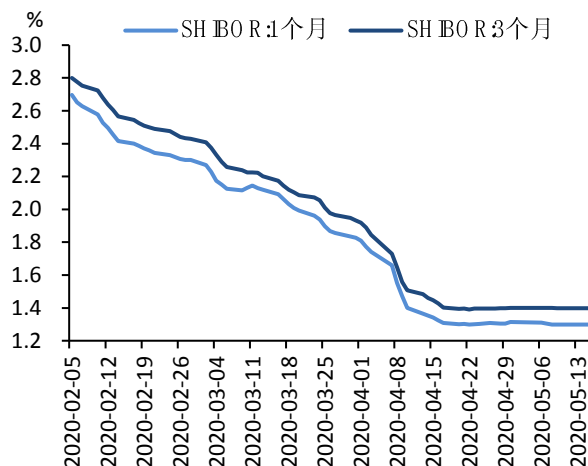
上周同业存单到期收益率走势分化，1 个月和 3 个月品种继续下行，6 个月品种小幅上行。上周 1 个月、3 个月 AAA 同业存单到期收益率较前期（5 月 9 日）分别下行 14.32BP、1.81BP 至 1.1291%、1.3618%，6 个月 AAA 同业存单到期收益率较前期（5 月 9 日）上行 3.27BP 至 1.4754%。

图 3：隔夜利率小幅上行



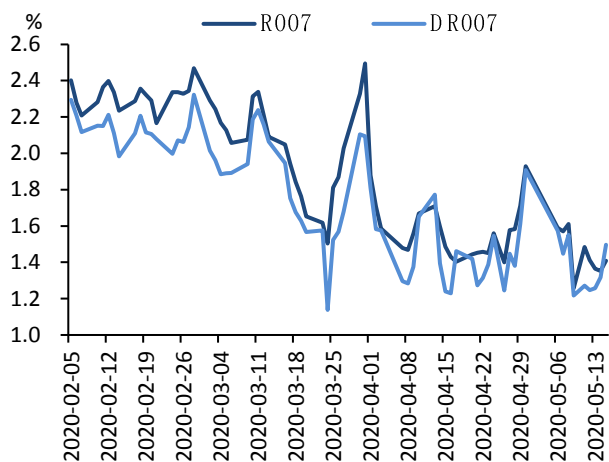
数据来源：东北证券，Wind

图 4：SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走平



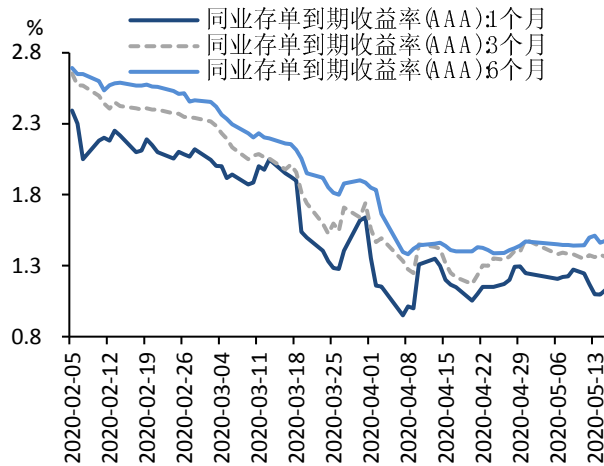
数据来源：东北证券，Wind

图 5：7 天质押式回购利率上行



数据来源：东北证券，Wind

图 6：同业存单到期收益率走势分化



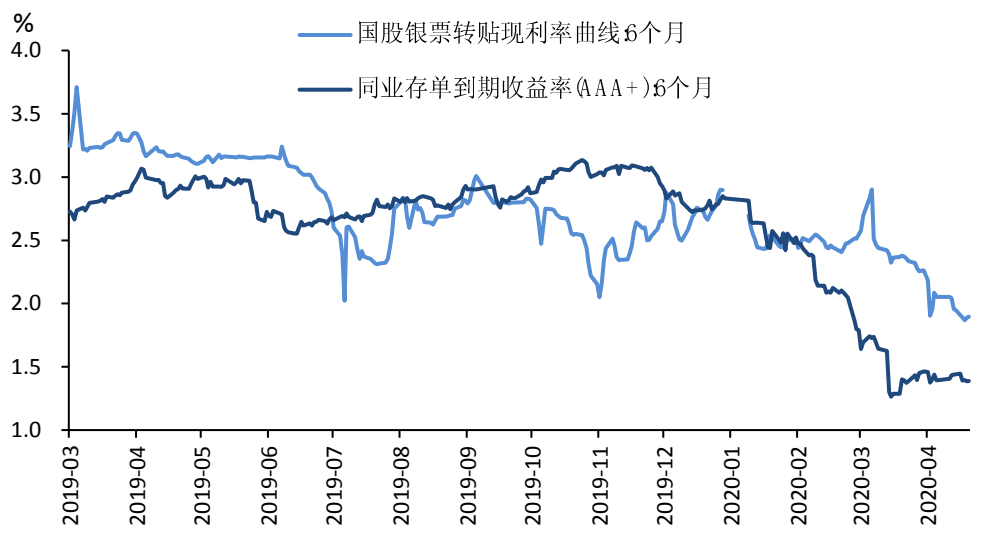
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率继续下行，中长端信用利差明显走阔

2.1. 票据利率：转贴现利率继续下行

上周票据转贴现利率继续下行。截至 5 月 15 日，6 个月国股银票转贴现利率较前一周下行 5.06BP 至 1.8950%，同期限 AAA+ 同业存单利率下行 5.33BP 至 1.3885%。

图 7: 票据转贴现利率继续下行



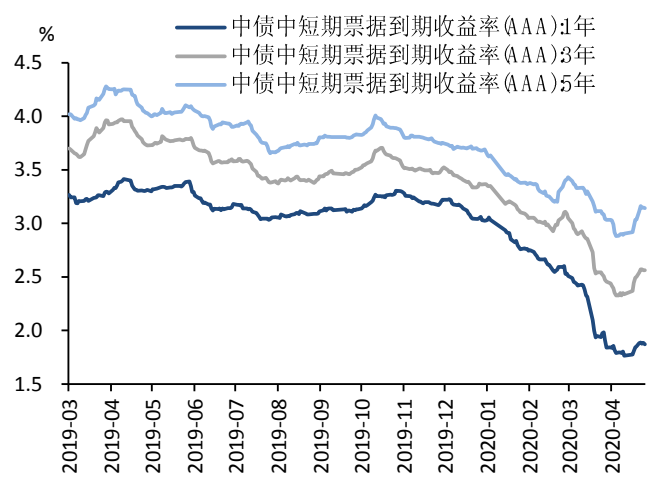
数据来源：东北证券，Wind

2.2. 信用利差：中票利率继续上行，信用利差走阔

上周各期限中票利率继续上行。上周 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票到期收益率分别上行 1.88BP、6.17BP、10.60BP。对应的国债收益率也小幅走高，当周分别上行 0.89BP、1.59BP、2.34BP。

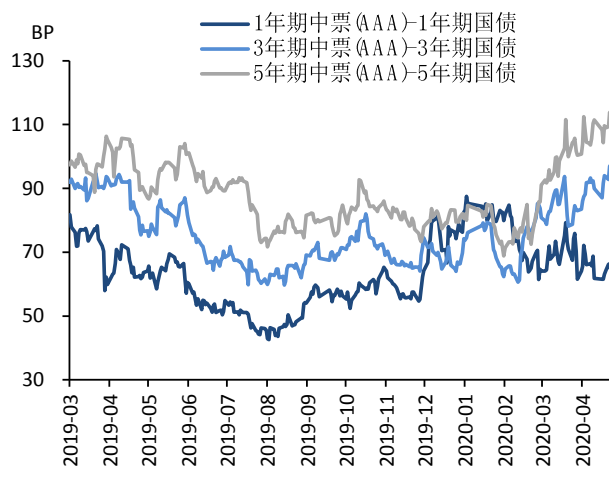
中票信用利差走阔。截至 5 月 15 日，1 年期、3 年期、5 年期中票信用利差较前一周分别走阔 0.99BP、4.58BP、8.26BP 至 65.24BP、98.21BP、117.24BP。

图 8: 各期限中票利率继续上行



数据来源：东北证券，Wind

图 9: 中票信用利差走阔



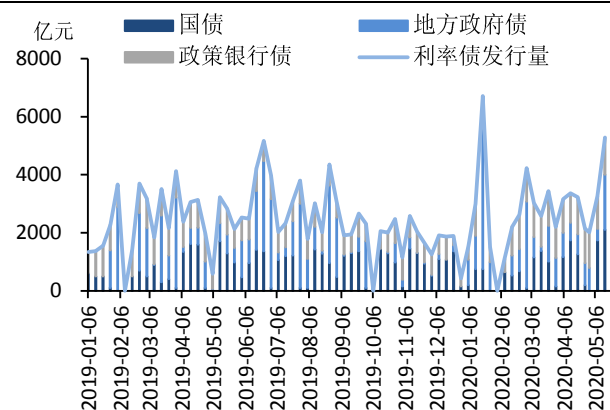
数据来源：东北证券，Wind

3. 债市流动性：利率债供给放量，国债收益率震荡上行

3.1. 一级市场：利率债净供给继续放量，同业存单发行利率低位震荡

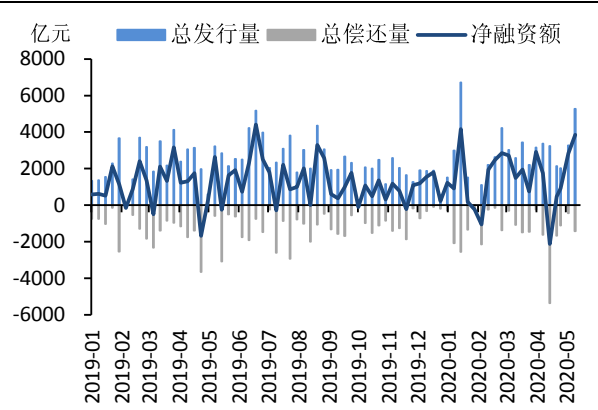
上周利率债净供给规模环比大幅增加，国债和地方债发行放量是主因。上周利率债共发行 5278.66 亿元，到期 1429.08 亿元，净融资额为 3849.58 亿元。较前一周（5月6日-5月9日）相比，发行量环比上升 2014.83 亿元，净融资额环比上升 1018.29 亿元。分品种来看，上周国债发行 2103.60 亿元，到期 496.00 亿元；政策银行债发行 1278.40 亿元，到期 660.00 亿元；地方政府债发行 1896.66 亿元，到期 273.08 亿元，下周计划发行 3028.41 亿元，地方债供给压力在逐步显现。

图 10：利率债发行量环比大幅增加



数据来源：东北证券，Wind

图 11：利率债净供给环比大幅增加



数据来源：东北证券，Wind

上周同业存单发行量环比增加，净融资规模环比回升。上周同业存单发行 3340.10 亿元（环比上升 1740.10 亿元），到期 4477.91 亿元（环比上升 780.01 亿元），净融资为-1137.81 亿元（环比上升 960.09 亿元）。

上周同业存单发行利率周内维持低位震荡。截至 5 月 15 日，1 个月、6 个月同业存单发行利率为 1.5685%、1.9382%，较前一周分别下行 1.75BP、8.49BP；3 个月同业存单发行利率为 1.7680%，较前一周上行 6.34BP。

图 12：同业存单净供给环比上升

图 13：同业存单发行利率低位震荡

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_5129

