

证券研究报告 / 宏观数据

债市恐慌情绪缓和，4月降息预期升温

——流动性周度观察（2020年第12周）

报告摘要：

货币市场：上周央行进行1000亿元1年期MLF操作，利率维持不变，市场降息预期落空。但短期资金面极度充裕，上周R007、DR007分别下行44BP、50BP。3月央行未降息，说明了当前货币政策的基调是跟进不跟随，关注不关联。目前市场流动性充足，资金利率位于历史低位，而实体融资需求不佳，短期内大量流动性积压在银行间市场。同时前期为推动企业复工复产，定向降准、再贷款再贴现等政策已经在陆续兑现，此时过多的政策叠加可能会造成干扰。我们预计4月中旬降息的概率较大，通过评估一季度经济形势以及上半年经济展望，届时央行可能会对MLF及LPR采取进一步的措施，并继续加大结构性货币工具的使用。

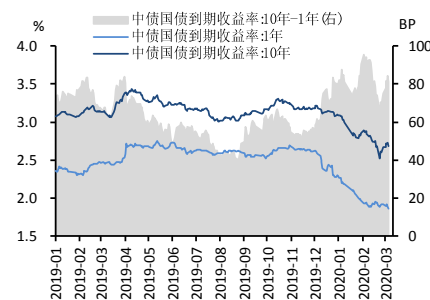
债券市场：利率债净供给规模环比增加，地方债发行发力。上周利率债发行量环比增加857亿元，净融资额环比增加455亿元。当周地方债发行1236亿元，下周计划发行986亿元。预计3月地方债发行总规模达3062亿元，剩余近3000亿元提前下发额度。上周国债利率先升后降，1年期、10年期国债到期收益率分别下行5.52BP、上行0.56BP。前四个交易日内，海外流动性处于持续收紧的状态，境外机构抛售压力凸显，国内债券市场相应承压。周五，受油价低位回升的影响，同时美联储继续推出缓解货币市场流动性措施，美元流动性紧张的局面有所缓和，美债及黄金避险功能重现，国债收益率相应走低。

股票市场：上周杠杆及北向资金继续流出，机构资金流入收敛。具体来看，北向资金净流出337.7亿（环比+80.2亿）；两融余额减少207.6亿（环比-89.2亿）；新发偏股型基金297.7亿（环比-47.1亿）。上周资金需求回落。股市募集资金87.4亿（环比-85.7亿）；限售股解禁规模531.74亿（环比+68.1亿）；重要股东净减持0.55亿（环比-143.5亿）。

海外市场：上周受油价持续大跌影响，同时美联储提前降息至零，并且启动大规模QE操作向市场传递恐慌信号，美股周内熔断两次，美元流动性持续紧张，导致美国债券市场持续承压，德国国债也加入抛售行列，10年期德国国债大幅上行36BP。周五，受油价低位回升利好，市场情绪有所缓和，同时美联储持续出台相关措施缓解货币市场流动性，美国10年期国债收益率回落至0.92%，较前一周下行2BP。

风险提示：海外信用风险攀升，市场流动性再度恶化。

相关数据



相关报告

《全球流动性风险攀升，货币宽松加码在即——流动性周度观察（2020年第11周）》

20200316

《全球降息持续加码，国内利率有望继续下探——流动性周度观察（2020年第10周）》

20200309

《预计3月流动性仍充裕，短期债牛行情延续——2月流动性观察及展望》

20200302

《央行收短放长，未来存款基准利率有望下调——流动性周度观察（2020年第8周）》

20200224

《市场风险偏好修复，信用利差主动收窄——流动性周度观察（2020年第7周）》

20200217

证券分析师：沈新风

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：资金利率快速下探，短期资金面极度充裕	5
1.1. 公开市场操作：MLF 量升价平，4 月降息预期升温	5
1.2. 资金利率：各品种利率大幅走低，短期资金面极度充裕	5
2. 实体流动性：票据利率小幅抬升，中长期信用利差继续走阔	6
2.1. 票据利率：转贴现利率小幅抬升	6
2.2. 信用利差：短端利差继续压缩，中长端利差持续走阔	7
3. 债市流动性：利率债净供给增加，国债利率先升后降	8
3.1. 一级市场：利率债净供给增加	8
3.2. 二级市场：国债成交继续升温，国债利率先升后降	9
4. 股市流动性：资金供给走弱，资金需求回落	10
4.1. 资金供给：杠杆及北向资金流出，机构资金流入收敛	10
4.2. 资金需求：股权融资、净减持规模回落，限售股解禁规模小幅增加	11
5. 海外：美元指数继续走高，债券市场抛售压力加大	12
5.1. 汇率：人民币对美元汇率贬值，美元指数大幅走高	12
5.2. 海外：债券市场抛售压力加大，全球流动性再度收紧	13

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况.....	5
图 2: 货币政策工具净投放情况.....	5
图 3: SHIBOR 隔夜利率大幅下行.....	6
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走低.....	6
图 5: 7 天质押式回购利率大幅走低.....	6
图 6: 各期限同业存单到期收益率大幅走低.....	6
图 7: 票据转贴现利率下行.....	7
图 8: 中票长短端利率走势分化.....	7
图 9: 中长期信用利差继续走阔.....	7
图 10: 利率债发行量环比增加.....	8
图 11: 利率债净供给环比上升.....	8
图 12: 同业存单净供给环比增加.....	9
图 13: 1 个月同业存单发行利率大幅回落.....	9
图 14: 利率债成交量环比上升.....	9
图 15: 同业存单成交量环比上升.....	9
图 16: 10 年期国债利率先升后降.....	10
图 17: 10 年期国开债利率先升后降.....	10
图 18: 国债收益率曲线.....	10
图 19: 理财产品收益率全面回落.....	10
图 20: 两融余额继续回落.....	11
图 21: 融资买入额环比大幅回落.....	11
图 22: 北向资金大规模流出.....	11
图 23: 机构资金发行量继续放缓.....	11
图 24: IPO 与再融资新增规模环比减少.....	12
图 25: 限售股解禁规模环比增加.....	12
图 26: 重要股东净减持压力回落.....	12
图 27: 人民币对美元贬值.....	13
图 28: 美元指数持续走高.....	13
图 29: 美债收益率曲线.....	14
图 30: 中美利差逐步回落.....	14
图 31: 10 年期德国国债利率向上大幅调整.....	14

图 32: 日本国债利率继续上行.....	14
图 33: LIBOR-OIS 息差.....	15
图 34: Ted 利差.....	15
图 35: 美国商业票据利差.....	15
图 36: 美国高收益债利差.....	15
表 1: 上周美联储货币政策操作回顾.....	15

1. 货币市场：资金利率快速下探，短期资金面极度充裕

1.1. 公开市场操作：MLF 量升价平，4 月降息预期升温

上周一（3 月 16 日）央行投放 1000 亿元 1 年期 MLF，无到期。上周 MLF 利率与 LPR 均维持不变，市场降息预期落空。

我们认为，央行未在 3 月采取降息操作有以下几个原因：一是央行当前货币政策的基本基调是跟进不跟随，关注不关联。海外央行近期的恐慌性应对，国内如果盲目跟进，反而会说明我们没有战略定力，同时可能向市场释放出负面信号，进而造成国内的恐慌情绪；二是目前市场总体流动性充足，资金利率位于历史低位。3 月 16 日又通过定向降准向市场释放 5500 亿元的资金。截至 3 月 20 日，DR001 报 0.79%，DR007 报 1.57%，分别较节后首个交易日下降 170BP、103BP。此时如果继续降息，会导致流动性积压在银行间市场的现象加重，向实体进一步输送流动性的效果较弱。三是当前国内疫情总体可控，政策重心转向推动企业复工复产，央行此时主要跟踪经济的反馈，不会采取过多的操作，以防止政策叠加形成干扰。预计 4 月中旬降息的概率较大，通过评估一季度经济形势以及上半年经济展望，届时可能会采取进一步的措施，MLF 利率及 LPR 未来仍有下降的空间，继续加大结构性货币政策的使用。

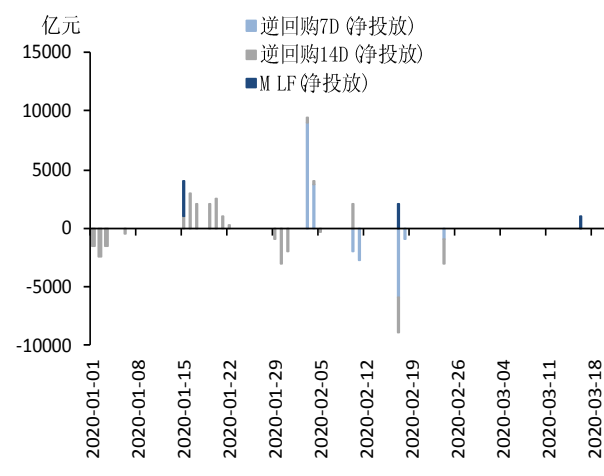
3 月 22 日，人民银行副行长陈雨露表示，“在下一阶段货币政策主要把握五个方面：一个是分阶段把握货币政策的力度、节奏和重点，始终保持流动性的合理充裕。特别是要实现 M2 和社会融资规模增速与名义 GDP 增速的基本匹配，并且可以略高一些。二是充分发挥好结构性货币政策的独特的作用，引导金融机构特别对产业链的核心企业及上下游的民营中小微企业加大信贷支持力度。三是继续发挥好政策性金融的作用。四是要加大对中小银行补充资本、还有发行金融债券的支持，目的是要进一步提升中小企业的信贷的意愿和信贷的能力。五是要继续推进贷款报价利率 LPR 的改革引导贷款市场利率的不断下行。”

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

图 2：货币政策工具净投放情况



数据来源：东北证券，Wind

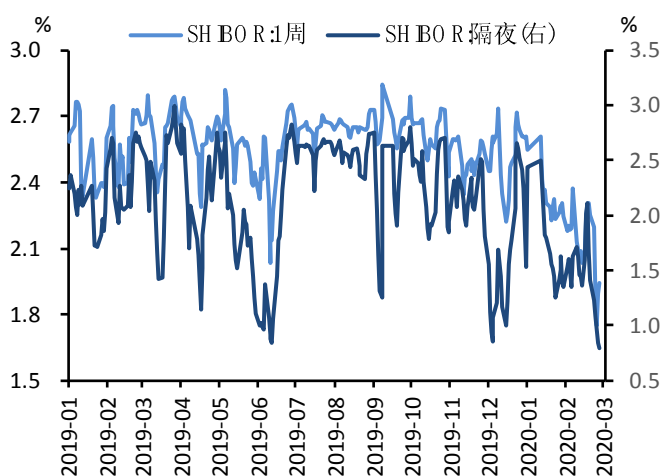
1.2. 资金利率：各品种利率大幅走低，短期资金面极度充裕

上周 SHIBOR 隔夜利率大幅走低。上周 SHIBOR 隔夜利率下行 61.9BP 至 0.7950%，SHIBOR1 周利率下行 30.7BP 至 1.9450%。中长端利率也继续下行，1 个月及 3 个月 SHIBOR 利率分别较前一周下行 12.6BP、11.5BP 至 1.9930%、2.0870%。

上周 7 天质押式回购利率大幅走低。上周 R007 及 DR007 分别回落至 1.6524%、1.5660%，当周分别下行 43.88BP、49.84BP。

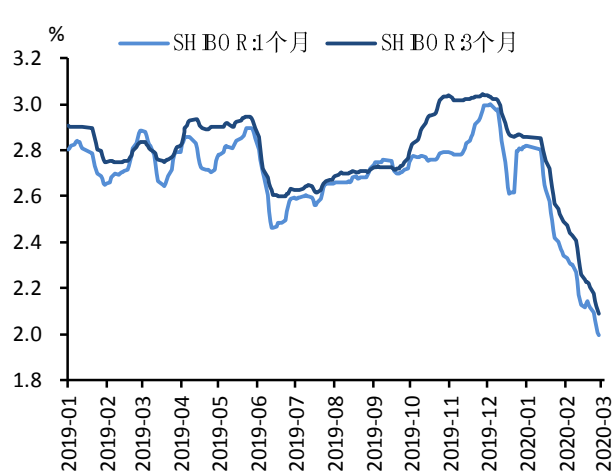
上周同业存单到期收益率持续下降。截至 3 月 20 日，1 个月、3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别较前期（3 月 13 日）下行 54.99BP、31.72BP、24.59BP 至 1.4971%、1.7382%、1.9515%。

图 3: SHIBOR 隔夜利率大幅下行



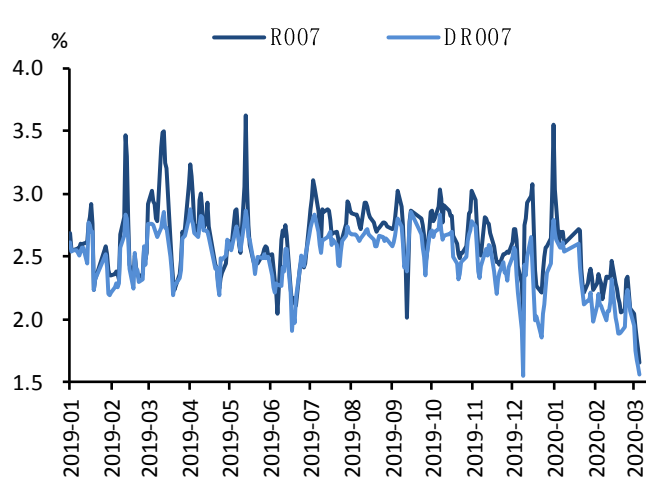
数据来源：东北证券，Wind

图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走低



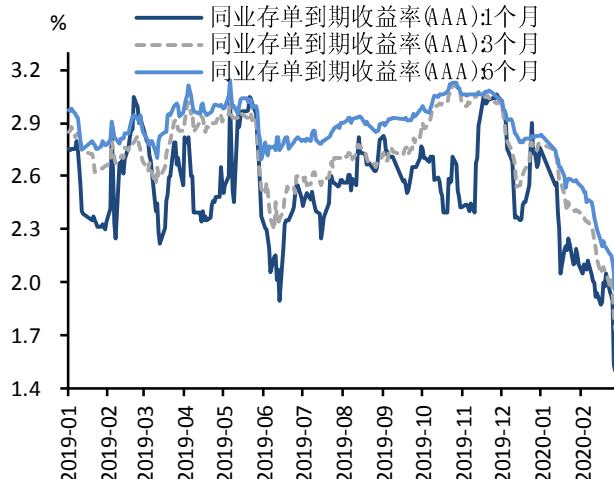
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 7 天质押式回购利率大幅走低



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 各期限同业存单到期收益率大幅走低



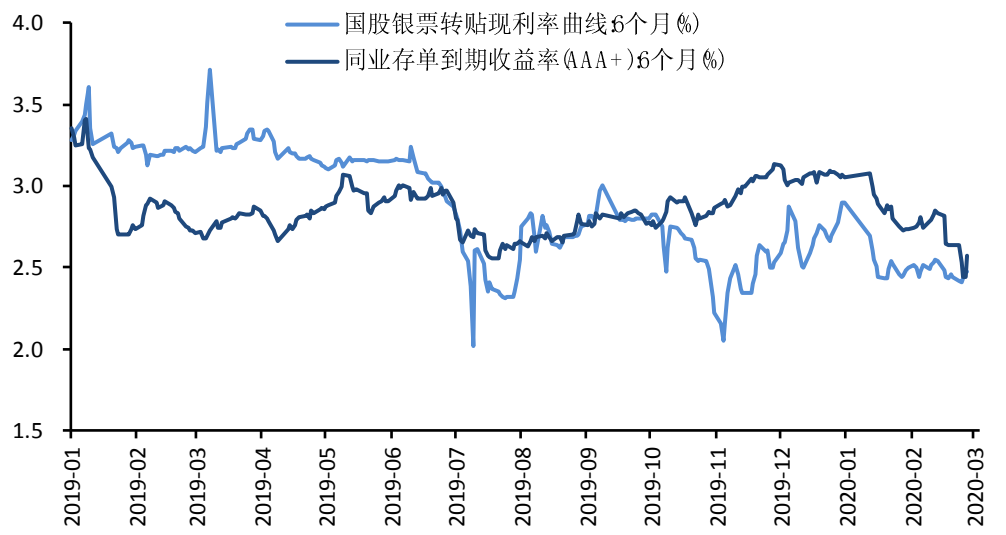
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率小幅抬升，中长期信用利差继续走阔

2.1. 票据利率：转贴现利率小幅抬升

上周票据转贴现利率小幅抬升。截至3月20日,6个月国股银票转贴现利率较上周末上行3.08BP至2.4764%,同期限AAA+同业存单利率下行6.58BP至2.5731%。

图7: 票据转贴现利率下行



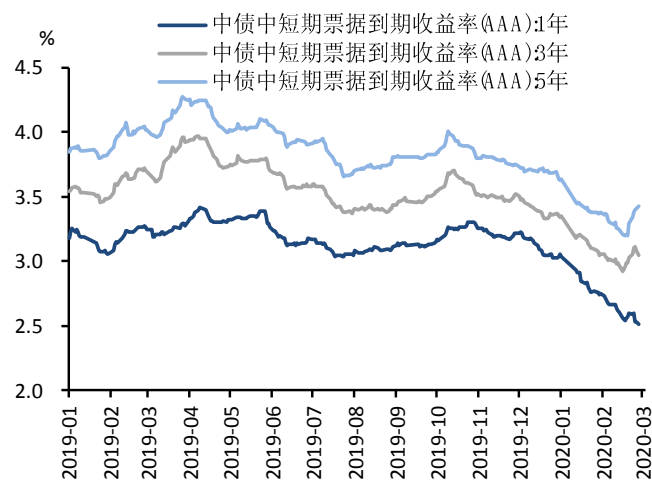
数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 短端利差继续压缩, 中长端利差持续走阔

上周长短端中票利率表现分化,短端利率继续走低,长端利率持续上行。1年期AAA中票到期收益率下行8.53BP,3年期及5年期AAA中票到期收益率分别上行2.30BP、13.89BP。对应的国债收益率先升后降,当周分别下行5.52BP、1.43BP、1.64BP。

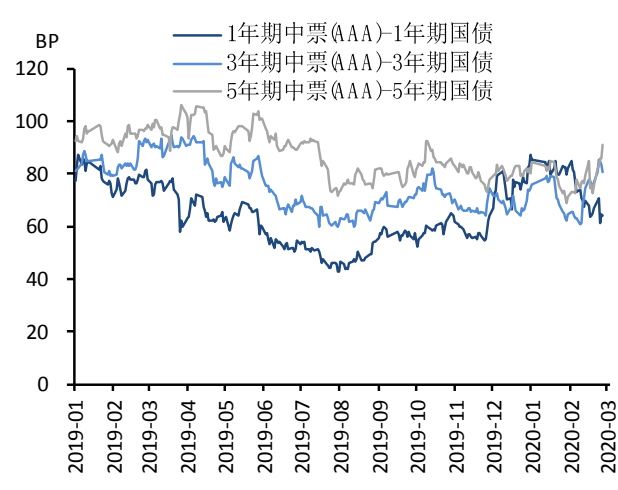
信用利差来看,1年期中票信用利差向下收窄,3年期及5年期中票信用利差继续走阔。截至3月20日,1年期中票信用利差较上周末小幅下行3.01BP至64.10BP,3年期、5年期中票信用利差较上周末分别上行3.73BP、5.53BP至80.81BP、91.07BP。

图8: 中票长短端利率走势分化



数据来源: 东北证券, Wind

图9: 中长期信用利差继续走阔



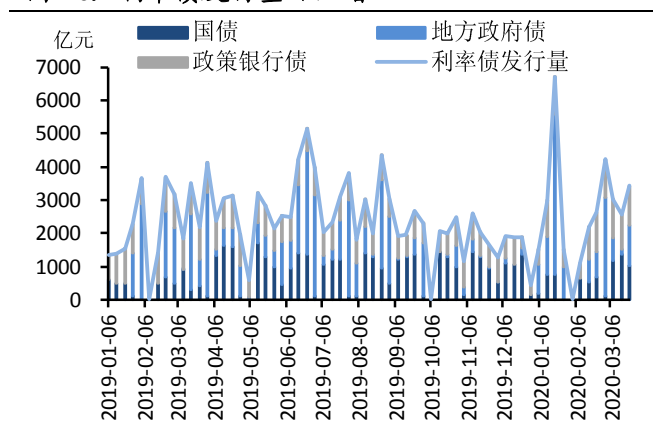
数据来源: 东北证券, Wind

3. 债市流动性：利率债净供给增加，国债利率先升后降

3.1. 一级市场：利率债净供给增加

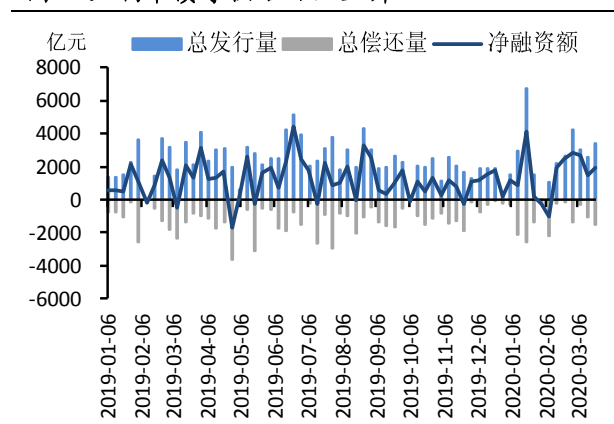
上周利率债净供给规模环比增加。上周利率债共发行 3433.65 亿元，到期 1485.44 亿元，净融资额为 1948.21 亿元。较前一周（3 月 9 日-3 月 13 日）相比，发行量环比增加 857.15 亿元，净融资额环比增加 454.61 亿元。分品种来看，上周国债发行 1010.0 亿元，到期 150.0 亿元；政策银行债发行 1188.0 亿元，到期 980.0 亿元；地方政府债发行 1235.65 亿元，到期 355.44 亿元，下周计划发行 985.66 亿元。根据目前已经公布的发行计划，3 月地方债发行规模预计达 3062 亿元，一季度预计共发行 1.53 万亿。而今年提前下达新增地方政府债务限额近 1.85 万亿，剩余额度近 3000 亿元，预计将在 4 月底前使用完毕。

图 10: 利率债发行量环比增加



数据来源：东北证券，Wind

图 11: 利率债净供给环比上升



数据来源：东北证券，Wind

上周同业存单发行量维持高位，净融资规模环比增加。上周同业存单发行 4683.60 亿元（环比增加 520.9 亿元），到期 5229.38 亿元（环比增加 88.2 亿元），净融资为 -545.78 亿元（环比增加 432.7 亿元）。

上周 1 个月同业存单发行利率大幅下行，3 个月及 6 个月品种维持低位。截至 3 月 20 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率分别为 2.1617%、2.4849%、2.7154%，

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_6343

