

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）

报告摘要：

货币市场：上周公开市场零投放零回笼，3月受益于M0回流以及财政资金的投放，整体流动性保持宽裕，DR007及R007分别下行41BP、43BP。受降低实体融资成本的诉求以及全球降息潮的影响，预计央行将于3月中旬定期展开一次MLF操作，其利率有望下调5-10BP，存款基准利率未来也有望适度调整。同时，3月也是定向降准的重要窗口期，为支持中小企业全面复工复产，扩大信贷投放力度是政策主线。

实体经济：中票利率继续下行，中长期信用利差被动走阔。上周中票利率继续下行，1-5年期AAA品种下行幅度均为5BP左右，但受3年期国债大幅下行16BP影响，其信用利差被动走阔11BP。

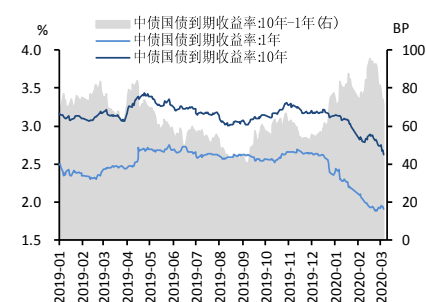
债券市场：利率债净供给规模回落，10年期国债利率创2003年以来低位。上周利率债发行量环比减少1202亿元，净融资额环比减少136亿元，其中地方债发行699亿元。受美联储提前降息影响，短期避险情绪再次升温，A股风险偏好同步收敛，国债利率快速走低，10年期国债利率下行至2.64%。往后看，虽然上周债市表现已将悲观预期提前加码，但短期债市行情仍将延续，尤其是1年期品种仍未到历史低位。我们认为央行可能采取适度小幅降息操作，同时因美联储危机模式的开启，不排除10年期美债出现零利率的可能性，国内债市作为价值洼地，利率将被迫走低。

股票市场：杠杆及北向资金净流入，机构资金小幅收敛。具体来看，北向资金净流入56.2亿（环比+349.6亿）；两融余额增加297.6亿（环比+248.4亿）；新发偏股型基金284.8亿（环比-58.0亿）。上周资金需求走弱，股票市场募集资金37.8亿（环比-48.8亿）；限售股解禁规模290.4亿（环比-480.0亿）；重要股东净减持62.5亿（环比-32.6亿）。

海外市场：上周人民币持续升值，美元指数大幅走弱，料人民币汇率短期内保持坚挺，后续关注外需的冲击。上周10年期美债创历史新低，中美利差大幅走阔至189BP，中国债券的吸引力进一步凸显，外资有望持续流入。全球债市同步下行，负利率程度进一步加深。上周日本两次购入1014亿日元ETF，G7财长及央行行长声明也释放出未来货币宽松的信号，上周德国及日本10年期国债分别下行24BP、7BP。

风险提示：海外疫情持续扩散，国内货币政策不及预期。

相关数据



相关报告

《预计3月流动性仍充裕，短期债市行情延续——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

《短期流动性向好，预计2月LPR报价下移——流动性周度观察（2020年第6周）》

20200210

《美债收益率再倒挂，市场担忧中国疫情冲击外溢——海外宏观周度观察（2020年第4、5周）》

20200203

《从SARS看本次新冠肺炎疫情影响有多大？》

20200130

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：资金面保持充裕，长短端资金利率快速下行	4
1.1. 公开市场操作：3月资金面整体宽松，期待央行后续降息降准操作	4
1.2. 资金利率：长短端利率持续快速下行	4
2. 实体流动性：票据利率小幅上行，中长期信用利差被动走阔	5
2.1. 票据利率：转贴现利率小幅上行	5
2.2. 信用利差：中票利率继续下行，中长期信用利差被动走阔	6
3. 债市流动性：利率债净供给回落，长端利率快速走低	6
3.1. 一级市场：利率债净供给回落，同业存单发行保持高位	6
3.2. 二级市场：10年期国债收益率破近期低位	7
4. 股市流动性：资金供给充裕，资金需求回落	9
4.1. 资金供给：杠杆及北向资金净流入，机构资金小幅收敛	9
4.2. 资金需求：股市募集资金走弱，限售解禁规模大幅回落	10
5. 海外：人民币持续升值，10年期美债创历史新低	11
5.1. 汇率：人民币对美元汇率升值，美元指数大幅走弱	11
5.2. 海外：10年期美债收益率创历史新低，德日国债同步快速下行	11

图表目录

图 1: 公开市场操作与到期情况.....	4
图 2: 货币政策工具净投放情况.....	4
图 3: SHIBOR1 周利率持续回落.....	5
图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走低.....	5
图 5: 7 天质押式回购利率大幅回落.....	5
图 6: 各期限同业存单到期收益率继续下行.....	5
图 7: 票据转贴现利率小幅上行.....	6
图 8: 各期限中票利率继续保持下行.....	6
图 9: 3/5 年期中票信用利差被动走阔.....	6
图 10: 利率债发行量环比回落.....	7
图 11: 利率债净供给环比回落.....	7
图 12: 同业存单净供给小幅回落.....	7
图 13: 各期限同业存单发行利率同步回落.....	7
图 14: 10 年期国债到期收益率创历史低位.....	8
图 15: 国开债到期收益率快速下行.....	8
图 16: 国债收益率曲线.....	9
图 17: 理财产品收益率走势分化.....	9
图 18: 两融余额继续上升.....	9
图 19: 融资买入额环比回落.....	9
图 20: 北向资金转为净流入.....	10
图 21: 机构资金发行节奏放缓.....	10
图 22: IPO 与再融资新增规模走弱.....	10
图 23: 限售股解禁规模环比回落.....	10
图 24: 重要股东净减持规模环比回落.....	11
图 25: 人民币对美元表现坚挺.....	11
图 26: 美元指数大幅下跌.....	11
图 27: 10 年期美债破历史新低.....	12
图 28: 中美利差大幅走阔.....	12
图 29: 德国国债快速下行.....	12
图 30: 日本国债快速下行.....	12

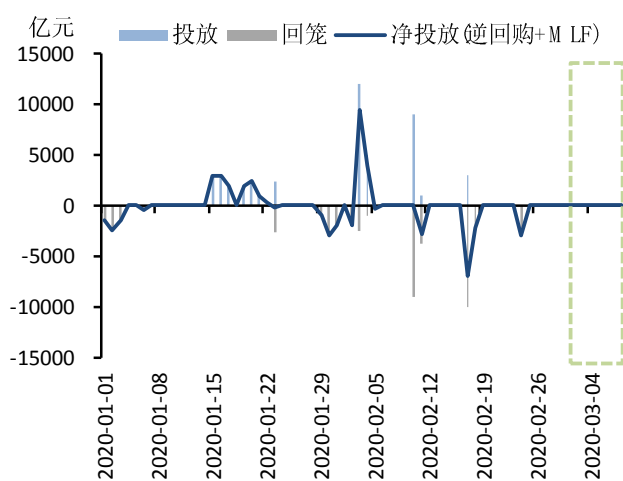
1. 货币市场：资金面保持充裕，长短端资金利率快速下行

1.1. 公开市场操作：3月资金面整体宽松，期待央行后续降息降准操作

上周（3月2日-3月8日），公开市场暂无资金到期情况，央行也未进行资金投放，符合我们的预期。3月受益于M0回流以及财政资金的投放，整体流动性保持宽裕，同时3月份公开市场无资金到期情况，央行投放短期资金的诉求较小。3月3日，人民银行会同财政部、银保监会召开金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会，提出“金融部门要把支持实体经济恢复发展放到更加突出的位置，加大信贷投放力度……降低融资成本，帮助企业渡过难关。”

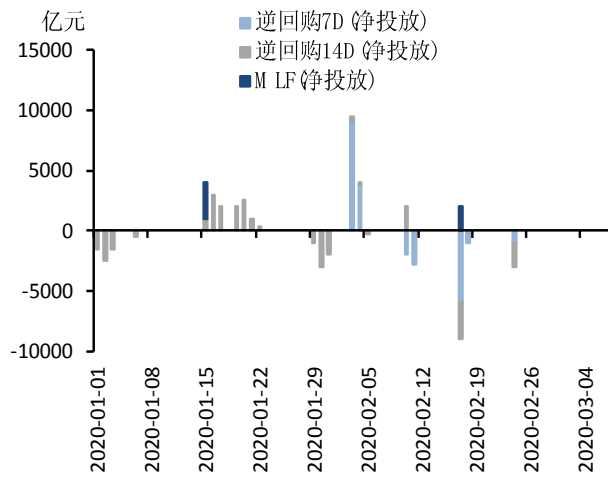
预计央行将于3月中旬左右定期展开一次MLF操作，其利率也有望下调5-10BP，存款基准利率未来也有望适度调整。一方面，以推动LPR的继续下行，引导实体经济融资成本的降低，帮助企业全面复工复产，渡过难关；另一方面，上周3月3日美联储提前降息50BP，全球央行步入降息潮，10年期美债利率跌破历史新低至0.74%，中美利差快速走阔至高位，人民币汇率连续6日调升，这也在一定程度打开了国内货币宽松的空间。同时，3月中旬也是定向降准的重要窗口期，扩大信贷投放力度仍是政策的主要诉求，支持中小企业全面复工复产。

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：长短端利率持续快速下行

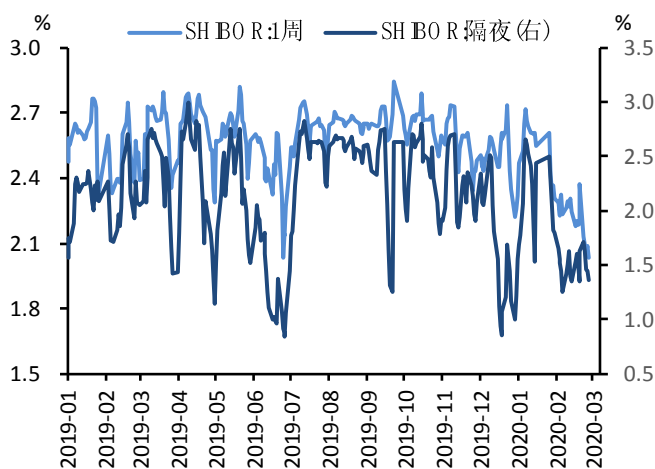
上周SHIBOR利率持续快速下行。上周资金面整体宽松，SHIBOR隔夜及1周利率大幅下行，分别较前期（2月28日）下行26.6BP、33.9BP至1.3620%、2.0350%；1个月及3个月SHIBOR利率分别较前期（2月28日）下行17.5BP、17.1BP至2.1260%、2.2580%。

上周7天质押式回购利率大幅下行。R007较前期（2月28日）大幅下行41.15BP至2.0572%，DR007较前期（2月28日）大幅下行43.03BP至1.8928%。

上周各期限同业存单到期收益率也保持下行态势。截至3月6日，1个月、3个月、

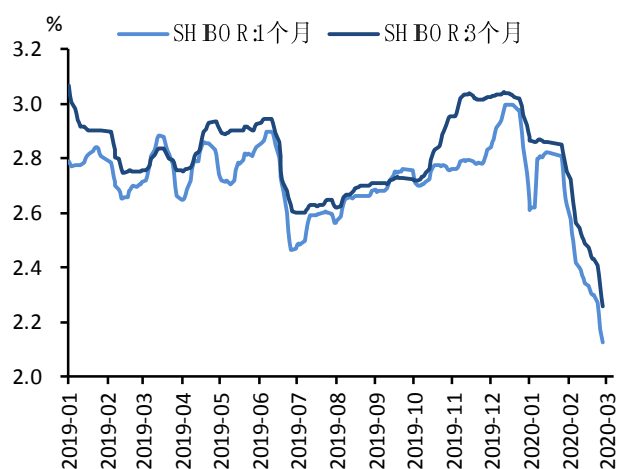
6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别为 1.9409%、2.1328%、2.2965%，较前期（2 月 28 日）分别下行 17.92BP、20.74BP、16.79BP。

图 3: SHIBOR1 周利率持续回落



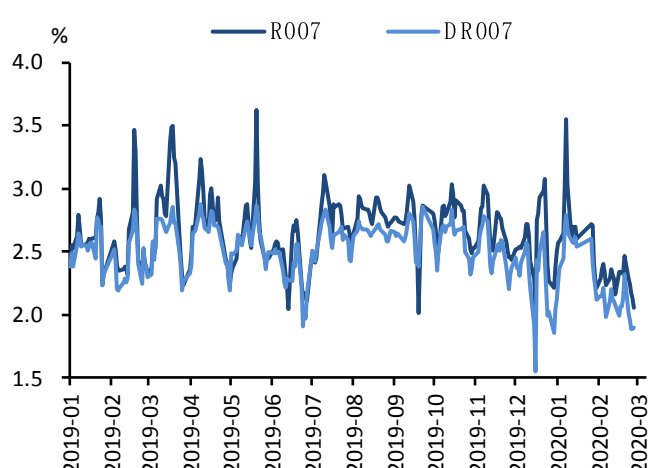
数据来源：东北证券，Wind

图 4: SHIBOR1 个月及 3 个月利率继续走低



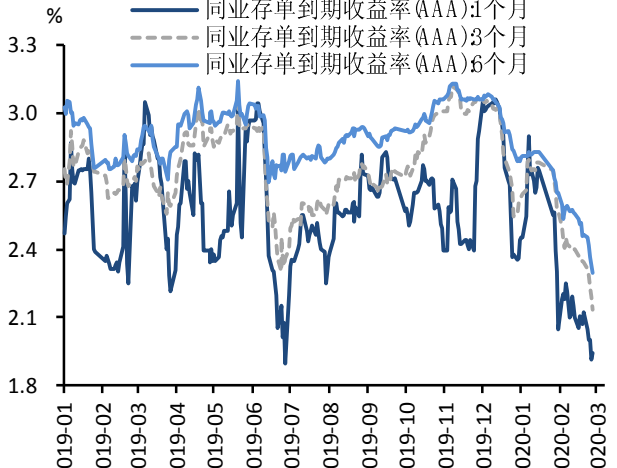
数据来源：东北证券，Wind

图 5: 7 天质押式回购利率大幅回落



数据来源：东北证券，Wind

图 6: 各期限同业存单到期收益率继续下行



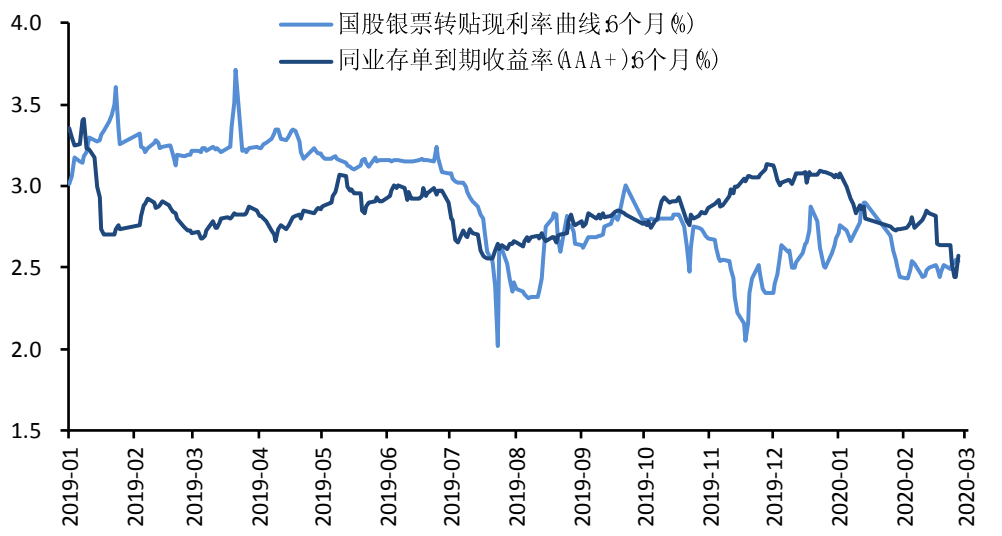
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率小幅上行，中长期信用利差被动走阔

2.1. 票据利率：转贴现利率小幅上行

上周票据市场利率小幅上行。截至 3 月 6 日，6 个月国股银票转贴现利率为 2.5359%，较前期（2 月 28 日）小幅上行 1.9BP。同期限 AAA+ 同业存单利率较前期（2 月 28 日）下行 6.6BP 至 2.5731%。

图 7: 票据转贴现利率小幅上行

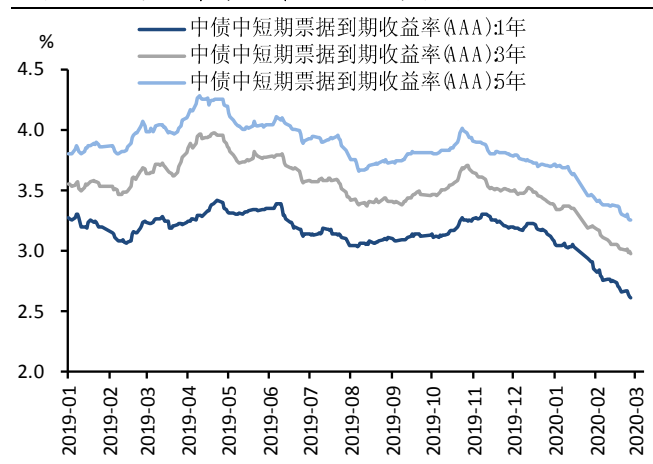


数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 中票利率继续下行, 中长期信用利差被动走阔

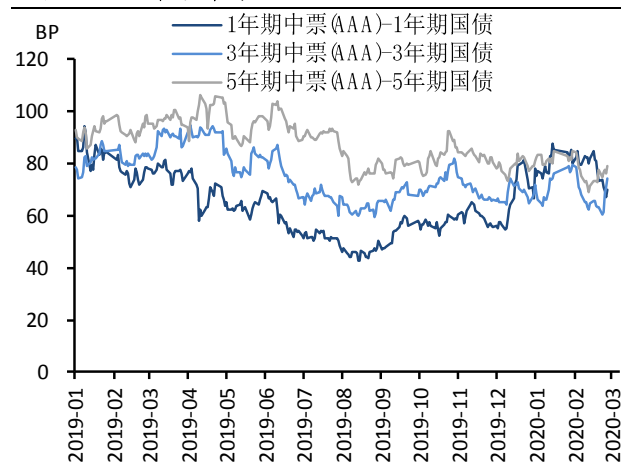
1 年期中票信用利差小幅收窄, 3 年期及 5 年期中票信用利差走阔。截至 3 月 6 日, 1 年期中票信用利差为 69.91BP, 较前期 (2 月 28 日) 收窄 3.42BP; 3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差分别为 74.45BP、79.32BP, 较前期 (2 月 28 日) 分别走阔 11.22BP、1.70BP。从中票利率来看, 上周 1/3/5 年期 AAA 中票到期收益率下行幅度均为 5BP 左右。截至 3 月 6 日, 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差分别处于 2010 年以来的 23.2%、16.0%、14.1% 历史分位数水平。

图 8: 各期限中票利率继续保持下行



数据来源: 东北证券, Wind

图 9: 3/5 年期中票信用利差被动走阔



数据来源: 东北证券, Wind

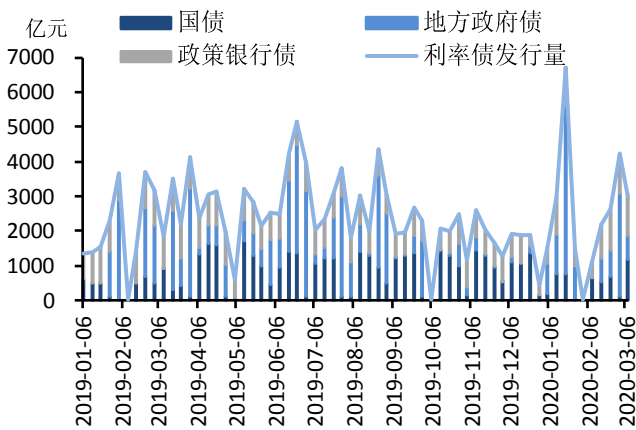
3. 债市流动性: 利率债净供给回落, 长端利率快速走低

3.1. 一级市场: 利率债净供给回落, 同业存单发行保持高位

上周利率债净供给规模环比小幅下降。上周利率债共发行 3026.6 亿元, 到期 314.1

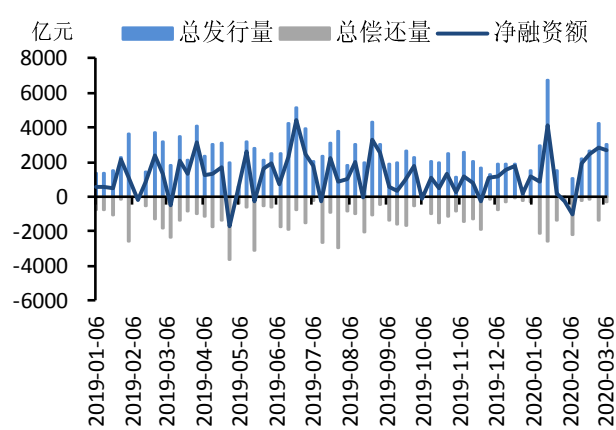
亿元，净融资额为 2712.5 亿元。较前一周（2 月 24 日-3 月 1 日）相比，发行量环比减少 1201.9 亿元，净融资额环比减少 135.5 亿元。分品种来看，上周国债发行 1160.0 亿元，到期 150.0 亿元；政策银行债发行 1167.6 亿元，无到期；地方政府债发行 699.0 亿元，到期 164.1 亿元。

图 10：利率债发行量环比回落



数据来源：东北证券，Wind

图 11：利率债净供给环比回落

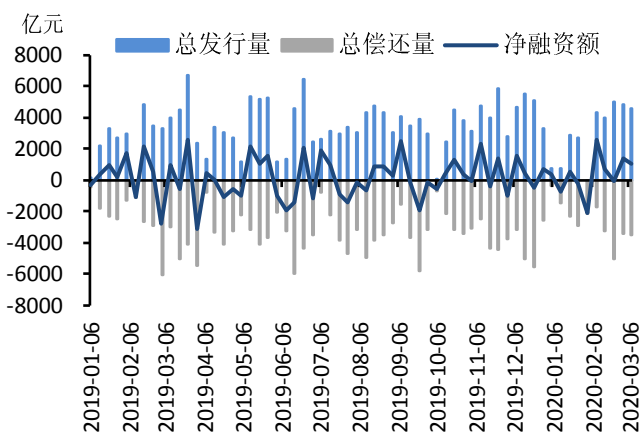


数据来源：东北证券，Wind

上周同业存单发行量维持高位，净融资规模小幅回落。上周同业存单发行 4577.2 亿元（环比减少 201.4 亿元），到期 3536.0 亿元（环比增加 97.4 亿元），净融资 1041.2 亿元（环比减少 298.8 亿元）。

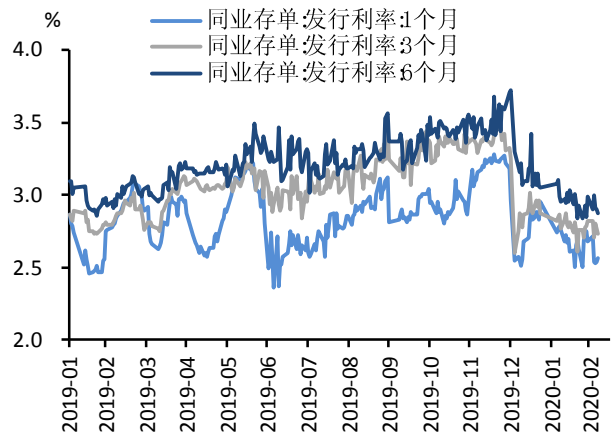
上周各期限同业存单发行利率同步回落。截至 3 月 6 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率分别为 2.5629%、2.7331%、2.8700%，分别较前期分别下行 11.21BP、8.82BP、11.48BP。

图 12：同业存单净供给小幅回落



数据来源：东北证券，Wind

图 13：各期限同业存单发行利率同步回落



数据来源：东北证券，Wind

3.2. 二级市场：10 年期国债收益率破近期低位

上周后半期国债及国开债利率快速下行，10 年期国债收益率破 2003 年以来低位。一方面受 3 月 3 日美联储提前降息 50BP 影响，短期避险情绪再度升温，引发市场

对于海外疫情持续蔓延至全球的担忧，降低了市场对于国内经济后续复苏强度的预期，市场预计央行也将继续降息。另一方面，受海外股市暴跌的溢出效应影响，国内 A 股市场情绪也出现调整，风险偏好收敛，对债市上涨的压制也有所消除。截至 3 月 6 日，1 年期、10 年期国债到期收益率回落至 1.9130%、2.6280%，较前期（2 月 28 日）分别下行 1.61BP、10.96BP，二者期限利差收窄至 71.50BP。同样，各期限国开债到期收益率也大幅下行。截至 3 月 6 日，1 年期、10 年期国开债到期收益率回落至 2.0479%、3.1350%，较前期（2 月 28 日）分别下行 9.84BP、6.39BP，二者期限利差走阔至 108.71BP。

3 个月理财产品预期收益率回落，1 个月及 6 个月品种收益率上行。截至 3 月 6 日，1 个月、3 个月、6 个月理财产品理财收益率分别为 3.8353%、4.0188%、4.0249%。其中，3 个月理财产品收益率较前一周环比下行 2.12BP，1 个月及 6 个月理财产品收益率较前一周分别环比上行 9.31BP、0.45BP。

展望后市，上周债市已经将经济后续的悲观预期提前加码，我们认为国内债牛行情仍将延续，尤其是 1 年期品种仍未到历史低位。回顾过去两次大的降息周期，2008 年受金融危机影响，1 年期存款基准利率自 4.14%调降至 2.25%，1 年期国债低至 0.88%、10 年期国债低至 2.73%；2014 年受国内经济下滑及通缩压力影响，1 年期存款基准利率自 2.75%调降至 1.5%，1 年期国债低至 1.64%、10 年期国债低至 2.64%。当前 10 年期国债均已突破这两次历史低位，1 年期国债利率仍有下行空间。

后续长端利率的下行空间主要受两方面的因素影响：一是国内央行的后续降息空间，我们认为央行可能采取适度小幅降息操作。如果持续跟随美联储降息，可以缓解因境外资金流入对人民币造成的升值压力，降低企业出口及房企海外融资还款压力。但如果降息幅度过大，很难保证资金不会大规模流入房地产等金融市场，经济滞涨的情况将更加严峻；二是美债后续下行的速度和幅度，因美联储危机模式的开启，疫情恐慌情绪加剧，不排除 10 年期美债出现零利率的可能性，国内债市作为价值洼地，利率将被迫走低。上周美债大幅下行 39BP 至 0.74%，表明市场已经将 3 月 18 日的降息空间 price in。美国疫情的扩散程度，随着检测力度的加大将逐步显现，目前已经有 5 个洲宣布进入紧急状态，但其国内的重视程度令市场担忧。

图 14: 10 年期国债到期收益率创历史低位

% 中债国债到期收益率:10年-1年(右) BP 中债国债到期收益率:1年

图 15: 国开债到期收益率快速下行

% 中债国开债到期收益率:10年-1年(右) BP 中债国开债到期收益率:1年

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_6727

