

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）

报告摘要：

货币市场：上周央行短期流动性投放收敛，银行间资金面仍较为充裕，资金利率不改下行趋势。继节后央行超预期投放流动性之后，近期公开市场操作以呵护资金面平稳为主。上周央行小幅缩量续作，净回笼2800亿元。同时，为对冲本月24日税期的扰动，资金投放期限小幅加长。上周SHIBOR隔夜利率大幅下行53.7BP至1.2560%。上周R007、DR007先升后降，DR007下行13.5BP至1.9826%，R007小幅上行2.7BP至2.2351%。本周共计有1.22万亿逆回购资金到期，央行将大概率采取到期续作的形式。同时，本周四LPR将迎来下调窗口。

实体经济：中长期信用利差主动收窄，票据利率小幅抬升，倒挂情况缓解。上周资金利率的持续走低开始带动中票利率全面下行，1年期、3年期、5年期AAA中票到期收益率下行9.27BP、9.28BP、6.33BP，对应的信用利差分别走低0.15BP、11.14BP、9.45BP。

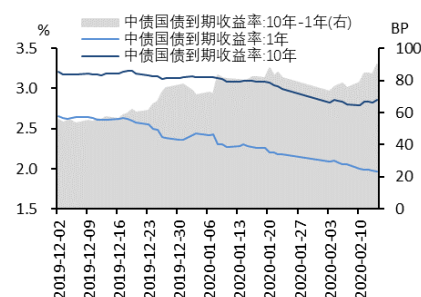
债券市场：上周10年期国债收益率回升至2.86%，上行6.07BP，体现出投资者对于拉长久期目前仍持谨慎态度。预计短期内货币政策保持宽松，资金面较为充裕，资金利率的下降将继续带动国债短端利率的走低，但长端利率的走势取决于疫情的后续演化与市场预期之差。上周地方政府债节后重启发行692亿元，利率债净供给规模大幅增加。据目前计划发行规模，2020年2月地方债发行规模达913亿元，不及去年同期的3642亿元。上周财政部将提前派发今年新增地方债务限额8480亿元，目前剩余近一万亿地方债新增限额，预计3月份地方政府债将迎来发行高峰。

股票市场：上周股市供需两端流动性继续向好，杠杆及机构资金加速发力。资金供给方面，北向资金净流入43.7亿（环比-256.9亿）；两融余额增加156.2亿（环比+167.8亿）；新发偏股型基金173.3亿（环比+153.7亿）。资金需求方面，股票市场募集资金62.0亿（环比-218.9亿）；限售股解禁规模556.0亿（环比-382.0亿）；重要股东净减持98.5亿（环比+72.9亿）。

海外市场：上周人民币对美元汇率贬值压力缓解，近期预计维持双向小幅波动态势。上周美债长端收益率窄幅波动，10年期美债收于1.59%，显示出国内疫情对美债的外部溢出效应已经多数消化。

风险提示：地方债供给扰动增加，节后复工情况持续疲软。

相关数据



相关报告

《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的影响有多大？》
20200130

《中美签订第一阶段协议，人民币升值短期或已到位——海外宏观周度观察（2020年第3周）》
20200121

《1月是合适的降准窗口》
20191224

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：短期流动性投放收敛，资金利率不改下行趋势	4
1.1.公开市场操作：央行小幅缩量续作，净回笼 2800 亿元	4
1.2.资金利率：隔夜利率继续下探，DR007 跌破 2%	4
2. 实体流动性：票据利率小幅抬升，中长期信用利差主动收窄	5
2.1.票据利率：转贴现利率小幅抬升，倒挂情况缓解	5
2.2.信用利差：中票利率全面下行，中长期信用利差主动收窄	6
3. 债市流动性：利率债净供给增加，长端利率开始回升	7
3.1.一级市场：地方政府债重启发行，同业存单发行保持高位	7
3.2.二级市场：国债长端利率回升，理财产品收益率走高	8
4. 股市流动性：供需两端继续向好	10
4.1.资金供给：杠杆及机构资金发力，北向资金流入放缓	10
4.2.资金需求：股市募集资金小幅增加，限售解禁及净减持压力较小	11
5. 海外：人民币贬值压力缓和，美债长端利率窄幅震荡	12
5.1.汇率：人民币对美元汇率企稳，美元指数继续走强	12
5.2.美债：长端收益率低位震荡，中美利差小幅走阔	13

图表目录

图 1：公开市场操作与到期情况	4
图 2：SHIBOR 隔夜利率快速下行	5
图 3：7 天质押式回购利率先升后降	5
图 4：同业存单到期收益率回落趋势收敛	5
图 5：票据转贴现利率小幅抬升	6
图 6：中长期信用利差主动收窄	7
图 7：地方政府债上周重启发行	8
图 8：利率债净供给规模环比上升	8
图 9：同业存单发行量维持高位	8
图 10：3M 及 6M 同业存单发行利率回升	8
图 11：10 年期国债到期收益率上行	9
图 12：10 年期国开债到期收益率上行	9
图 13：理财产品预期年收益率回升	10

图 14: 两融余额回升.....	11
图 15: 融资买入额小幅减少.....	11
图 16: 北向资金流入放缓.....	11
图 17: 机构资金发行节奏加快, 高于往年同期.....	11
图 18: IPO 与再融资规模环比收缩.....	12
图 19: 限售股解禁规模较前期收窄.....	12
图 20: 重要股东净减持规模小幅增加.....	12
图 21: 人民币对美元贬值程度缓解.....	13
图 22: 美元指数继续走强.....	13
图 23: 美债长端收益率低位震荡.....	13
图 24: 中美利差小幅走阔.....	13

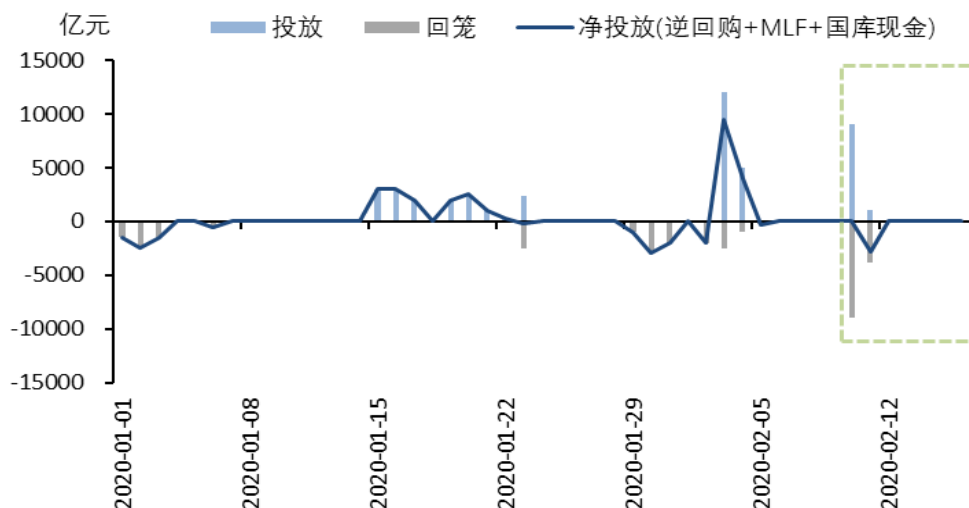
1. 货币市场：短期流动性投放收敛，资金利率不改下行趋势

1.1. 公开市场操作：央行小幅缩量续作，净回笼 2800 亿元

上周（2月10日-2月16日），央行共投放逆回购资金 1 万亿元，到期 1.28 万亿，净回笼 2800 亿元。由于春节后一周大量流动性的投放，近期银行体系流动性总量处于较高水平，央行上周针对到期资金采取小幅缩量操作，逆回购利率保持不变。央行举措表明，短期流动性投放高峰已过，为防止银行间流动性泛滥，近期公开市场操作以呵护资金面平稳为主。同时，考虑到 2 月纳税申报期限从本月 17 号延长至 24 号，为对冲税期的短期扰动，央行资金投放期限小幅加长，针对 2 月 10 日到期的 9000 亿 7 天逆回购资金，进行 2000 亿 14 天逆回购及 7000 亿 7 天逆回购的等量续作。

本周（2月17日-2月23日）共计有 1.22 万亿逆回购资金到期，央行将大概率采取到期续作的形式。同时，本周四（2月20日）LPR 将迎来下调窗口。

图 1：公开市场操作与到期情况



数据来源：东北证券，Wind

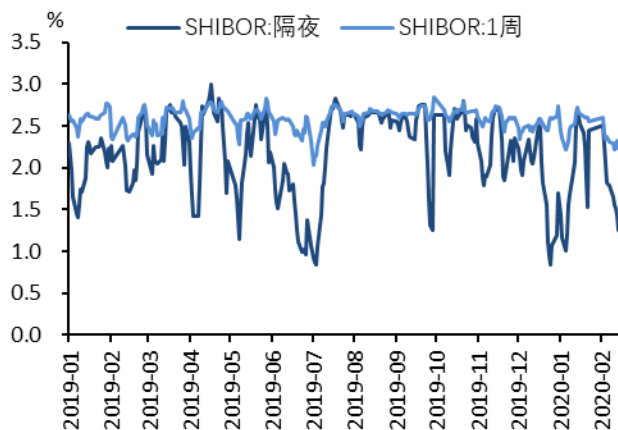
1.2. 资金利率：隔夜利率继续下探，DR007跌破 2%

上周 SHIBOR 利率继续下探，其中隔夜利率下行幅度最大，银行间资金面依然较为充裕。SHIBOR 隔夜及 1 周利率较前期（2月7日）分别下行 53.7BP、7.3BP 至 1.2560%、2.2330%，降幅较前一周收窄 11.4BP、17.0BP。

上周 7 天及 14 天质押式回购利率先升后降，隔夜利率继续保持下行。上周前三个交易日内 R007 及 DR007 均小幅上行，后续两天逐步回落。截至 2 月 14 日，R007 较前期（2月7日）小幅上行 2.7BP 至 2.2351%，DR007 较前期（2月7日）下行 13.5BP 至 1.9826%，跌破 2%。R001、DR001 较前期分别下行 49.7BP、46.9BP 至 1.3592%、1.2237%。

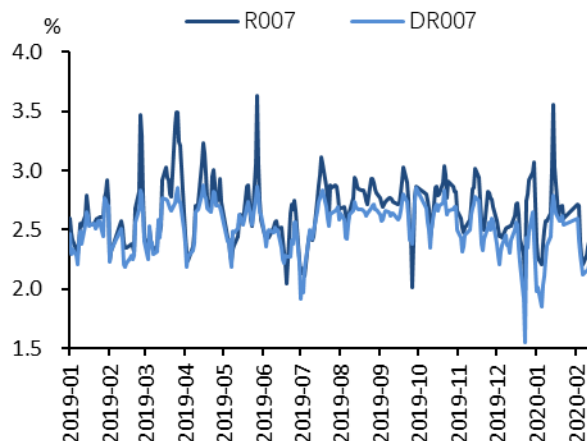
上周 1M 同业存单到期收益率低位反弹，3M 及 6M 品种降幅有所收窄。截至 2 月 14 日，1 个月 AAA 同业存单到期收益率为 2.2159%，较前期（2 月 7 日）上行 16.6BP；3 个月、6 个月 AAA 同业存单到期收益率分别为 2.4243%、2.5889%，较前期分别下行 14.5BP、6.1BP，降幅分别较前一周收窄 6.7BP、12.1BP。

图 2：SHIBOR 隔夜利率快速下行



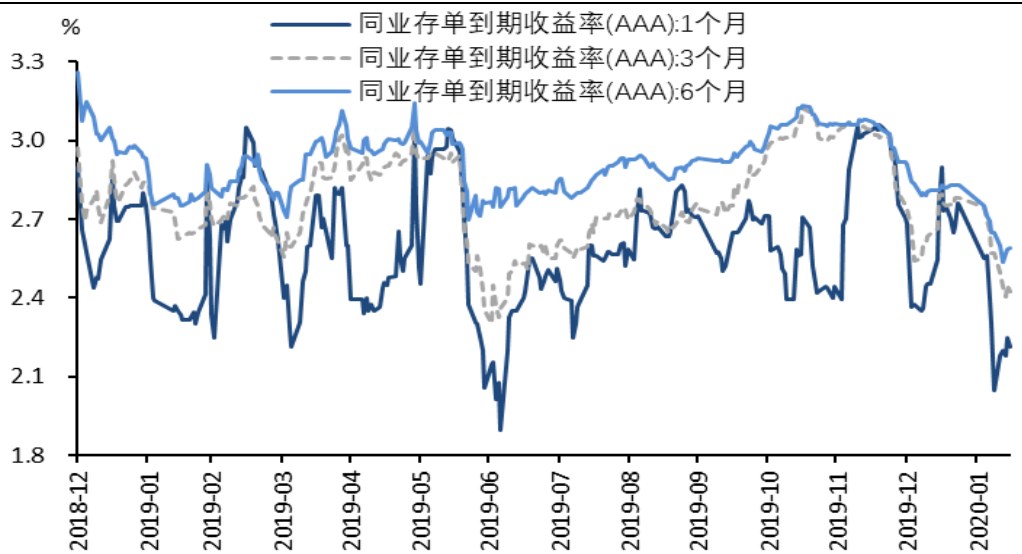
数据来源：东北证券

图 3：7 天质押式回购利率先升后降



数据来源：东北证券

图 4：同业存单到期收益率回落趋势收敛



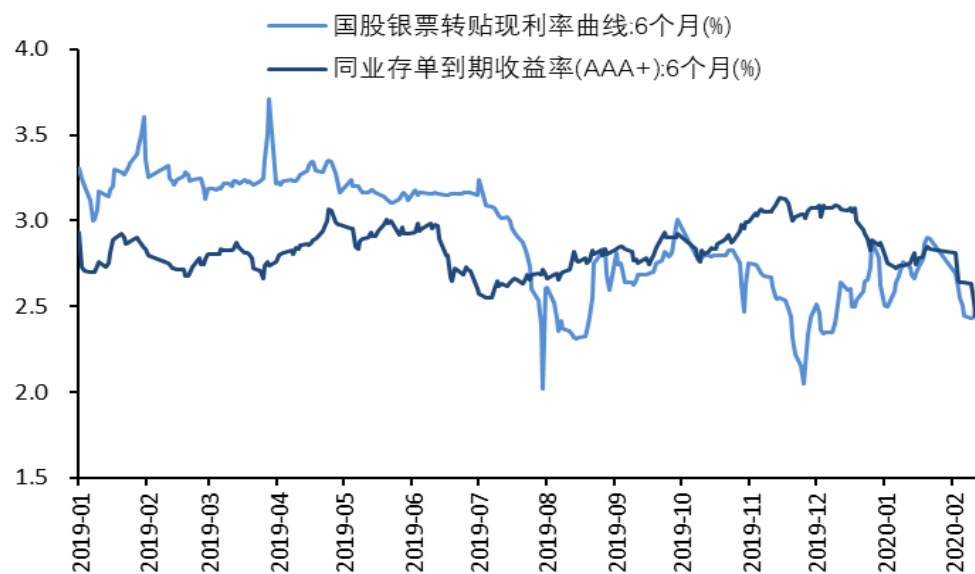
数据来源：东北证券，Wind

2. 实体流动性：票据利率小幅抬升，中长期信用利差主动收窄

2.1. 票据利率：转贴现利率小幅抬升，倒挂情况缓解

上周票据市场利率小幅上行。截至 2 月 14 日，6 个月国股银票转贴现利率为 2.5249%，较前期（2 月 7 日）上行 8.0BP。同期限 AAA+ 同业存单利率继续下行，二者倒挂情况有所缓解。2 月 14 日，倒挂程度达 4.8BP，较前期（2 月 7 日）收窄 14.5BP。

图 5: 票据转贴现利率小幅抬升



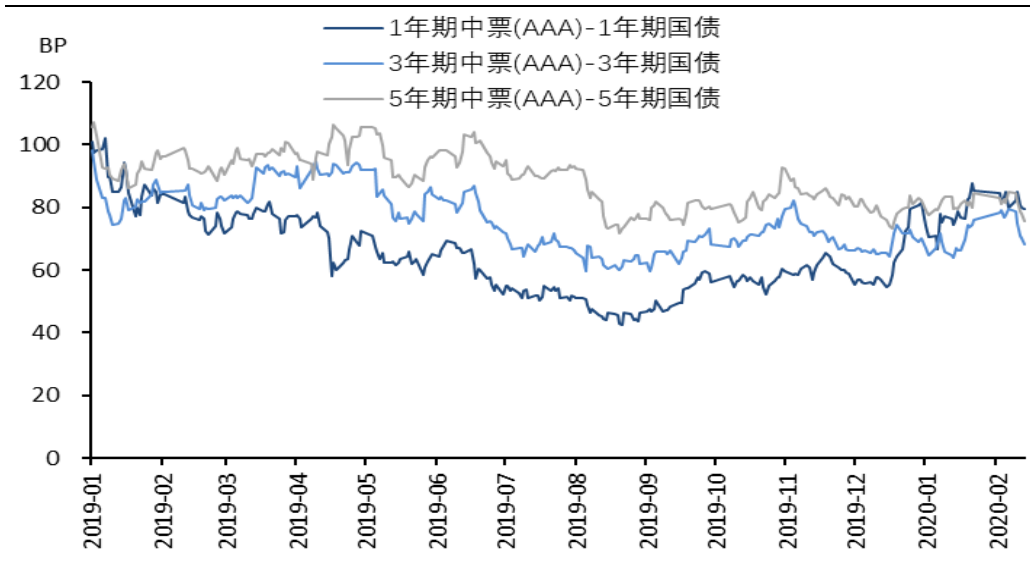
数据来源: 东北证券, Wind

2.2. 信用利差: 中票利率全面下行, 中长期信用利差主动收窄

中票信用利差全面收窄, 以中长期信用利差收窄为主。截至 2 月 14 日, 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差分别为 79.66BP、68.23BP、75.48BP, 较前期 (2 月 7 日) 分别降低 0.15BP、11.14BP、9.45BP。其中, 3 年期及 5 年期 AAA 中票信用利差的收窄主要源于中票到期收益率的走低, 较前期分别下行 9.28BP、6.33BP。1 年期 AAA 中票及 1 年期国债到期收益率下行幅度趋近, 较前期分别下行 9.27BP、9.12BP。

从 2010 年以来信用利差的变动情况来看, 1 年期、3 年期、5 年期 AAA 中票信用利差分别处于 22.9%、10.0%、7.3% 历史分位数水平。

图 6: 中长期信用利差主动收窄



数据来源：东北证券，Wind

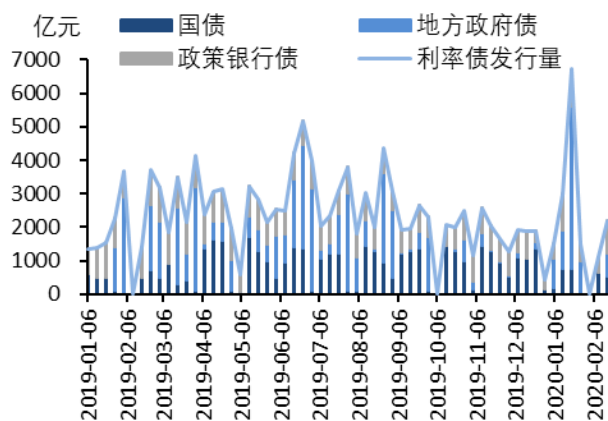
3. 债市流动性：利率债净供给增加，长端利率开始回升

3.1. 一级市场：地方政府债重启发行，同业存单发行保持高位

上周地方政府债重启发行，利率债净供给规模大幅增加。上周利率债共发行 2201.6 亿元，到期 250.0 亿元，净融资额为 1951.6 亿元。较前一周（2 月 3 日-2 月 9 日）相比，发行量环比上升 1097.2 亿元，净融资额环比上升 1951.6 亿元。分品种来看，上周国债发行 530.0 亿元，到期 250.0 亿元；政策性银行债发行 979.6 亿元，无到期；地方政府债节后重启发行，2 月 10 日由北京市政府发行 692 亿元，无到期。

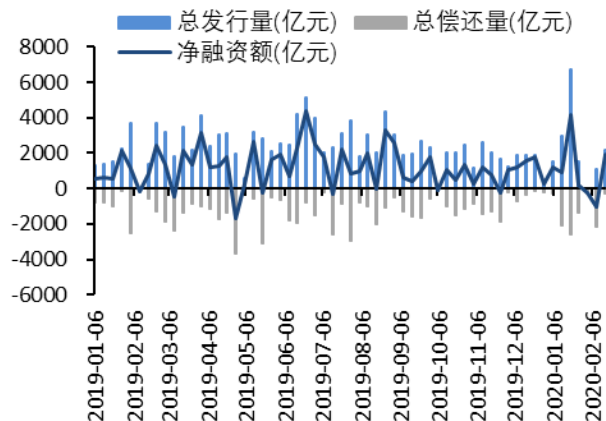
截至 2 月 16 日，根据目前计划发行规模，预计 2020 年 2 月地方债发行规模达 913.32 亿元，不及去年同期的 3641.72 亿元。若考虑 1 月份在内，今年前两个月共计发行 8763.96 亿元，超出去年同期的 7821.38 亿元。上周二，财政部将于近期提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 8480 亿元，加上 2019 年 11 月提前下达的专项债务 1 万亿元，共提前下达 2020 年新增地方政府债务限额 18480 亿元。截至 2 月 16 日，目前新增一般债、专项债使用额度分别为 708 亿元、7216 亿元，占今年新增限额的 43%，剩余近一万亿地方债新增限额，预计 3 月份地方政府债将迎来发行高峰。

图 7: 地方政府债上周重启发行



数据来源: 东北证券, Wind

图 8: 利率债净供给规模环比上升



数据来源: 东北证券, Wind

上周同业存单发行量保持高位，但到期量较高导致其净融资规模回落。上周同业存单发行 3982.4 亿元（环比下降 457.1 亿元），到期 3239.7 亿元（环比增加 1471.7 亿元），净融资 742.7 亿元（环比下降 1928.8 亿元）。

上周同业存单发行利率走势分化，1M 存单发行利率继续回落，3M 及 6M 存单利率开始回升。截至 2 月 14 日，1 个月、3 个月、6 个月同业存单发行利率分别为 2.6069%、2.8090%、3.0769%。其中，1 个月同业存单发行利率继续回落，较前期（2 月 7 日）下行 14.73BP，降幅收窄 4.99BP；3 个月及 6 个月同业存单发行利率自底部回升，较前期分别上行 4.01BP、12.39BP。

图 9: 同业存单发行量维持高位

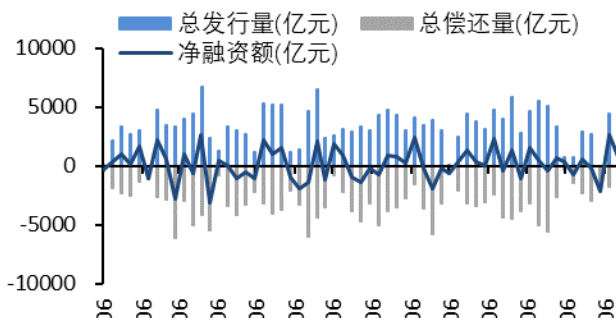
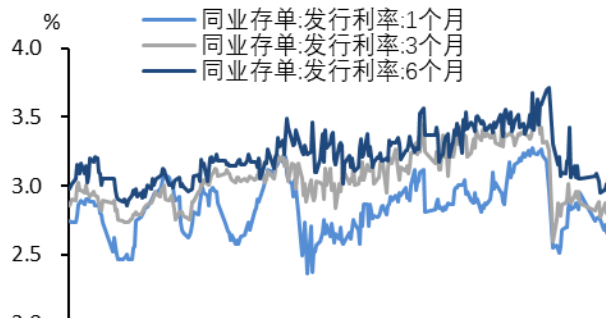


图 10: 3M 及 6M 同业存单发行利率回升



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_7210

