



Research and
Development Center

跨年后市场久期略降分歧未见加大 资金缺口仍在偏低位置

—— 流动性与机构行为观察

2022 年 1 月 8 日

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮 箱: liyishuang@cindasc.com

证券研究报告

债券研究

专题报告

李一爽 固定收益分析师
执业编号: S1500520050002
联系电话: +86 18817583889
邮箱: liyishuang@cindasc.com

周俚君 联系人
联系电话: +86 13636449361
邮箱: zhoulizun@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

债券市场周度跟踪

2022年1月8日

- **货币市场:** 跨年后大量逆回购本周到期, 央行净回笼无碍流动性维持宽松状态, 资金利率显著回落。跨年后质押式回购金额快速回升, 周四与周五均在 5.4 万亿以上, 接近年前高点。尽管央行净回笼使银行净融出下降, 叠加货币基金逆回购减少, 使得资金缺口指数有所回升, 但其仍然显著低于中性水平。下周预计央行或将维持每日百亿逆回购操作, 后续仍将增加流动性投放以熨平春节前后的资金压力。
- **存单市场:** 本周隔夜 Shibor 利率普遍下行, 1Y 期 Shibor 降至 2.73%; 1 年期股份行存单发行利率仍维持在 2.65% 左右, 但 AAA 存单二级利率降至 2.585%。本周同业存单发行规模大幅下滑, 国有行、股份行 1Y 存单发行占比回升至较高水平, 城商行转为以发行 1M 期存单为主, 农商行各期限分布较为均匀。股份行存单发行成功率有所回落, 但整体仍维持在较高位置; 城商行与股份行利差进一步收窄。
- **债券一级市场跟踪:** 本周, 利率债净融资 401.60 亿元, 信用债净融资 1913.27 亿元。一级招标方面, 国开债除 7Y 外均低于二级价格发出, 考虑发行规模后, 1Y、7Y 国开需求小幅回升, 其余各期较上期有所回落。
- **下周(1.10-1.14)一级市场预计将发行 20 只利率债, 其中已公布地方债、政金债发行规模合计约为 726 亿元。** 下周预计发行地方债 566 亿元, 其中新增一般债 184 亿元、新增专项债 382 亿元; 计划发行 4 期农发债共计 160 亿元。而下周国债招标规模仍未公募, 而根据《2022 年一季度国债发行计划》, 下周将有 4 期国债待发, 其中 1 月 12 日将发行 1Y、10Y 国债, 1 月 14 日将发行 91D、30Y 国债。此外, 下周利率债共有 902.57 亿元到期, 其中国债到期 600 亿元, 地方债到期 2.57 亿元, 政金债到期 300 亿元。目前已公布一季度专项债发行计划增至 6392 亿元, 1 月计划发行规模约 1791 亿元, 占比约 28%。而计划下周发行新增一般债与新增专项债的湖北与河南两省均未公布一季度地方债发行计划。
- **债券基金久期跟踪:** 1 月 4 日-1 月 7 日, 中长期纯债基金久期窄幅震荡、略有下行, 市场离散指数小幅回落。本周我们所跟踪的中长期纯债基金久期中位数窄幅震荡、略有下行, 截至 1 月 7 日, 久期中位数小幅回落至 2.38 左右, 处于 2019 年以来 32% 的分位数; 而市场离散指数也有所回落, 周五降至 0.28, 处于 2019 年以来约 7% 分位数的偏低位置。
- **现券二级交易跟踪:** 本周, 非银机构在二级市场上净买入债券规模有所回落。具体来看, 主要系基金公司净买入债券规模大幅下滑所致, 证券公司净卖出规模仅小幅回升, 而境外机构、理财产品净买入规模均有所增加。利率债期限上, 证券公司、基金公司均在增加净卖出中长期利率债, 同时, 证券公司、境外机构也在增加净买入中短期利率债。
- **风险因素:** 政策不及预期

目录

一、货币市场.....	4
二、当前已公布一季度专项债发行计划增至 6392 亿 1 月占比仍接近 30%.....	7
三、中长期纯债基金久期略有下行，离散指数小幅回落.....	9
四、现券二级交易跟踪.....	10
风险因素.....	11

图目录

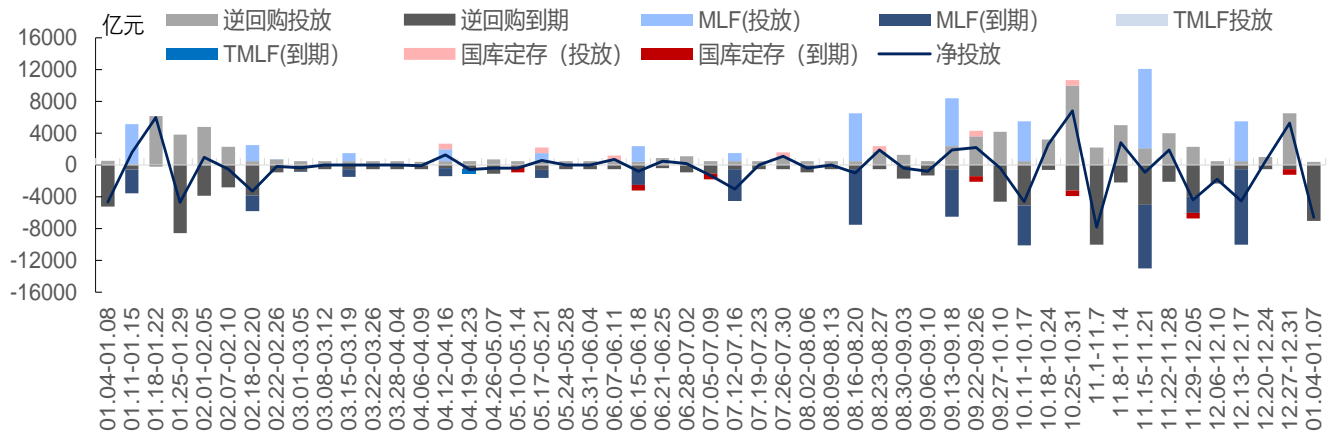
图 1: 公开市场操作投放与到期 (单位: 亿元).....	4
图 2: 资金利率表现 (单位: %、BP).....	4
图 3: R001 与 R007 成交量走势 (单位: 亿元、%).....	4
图 4: 刚性资金缺口走势 (单位: 亿元).....	5
图 5: 资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势 (单位: 亿元).....	5
图 6: 非银资金缺口有所回落 (单位: 亿元).....	5
图 7: SHIBOR 利率走势 (单位: %).....	6
图 8: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %).....	6
图 9: 国有行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元).....	7
图 10: 股份行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元).....	7
图 11: 城商行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元).....	7
图 12: 农商行同业存单分期限发行规模 (单位: 亿元).....	7
图 13: 各类型银行存单发行成功率.....	7
图 14: 城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄.....	7
图 15: 利率债发行规模 (单位: 亿元).....	8
图 16: 主要利率债中标倍数.....	8
图 17: 下周利率债发行情况 (单位: 只、亿元).....	8
图 18: 利率债未来到期情况 (单位: 亿元).....	8
图 19: 已公布 2022 年一季度地方债发行计划省份的发行计划分布.....	9
图 20: 债基久期与分歧指数走势.....	10
图 21: 各机构主要现券二级市场净买入情况.....	10
图 22: 主要非银机构国债二级市场净买入期限分布.....	11
图 23: 主要非银机构政金债二级市场净买入期限分布.....	11

一、货币市场

1.1 货币资金面

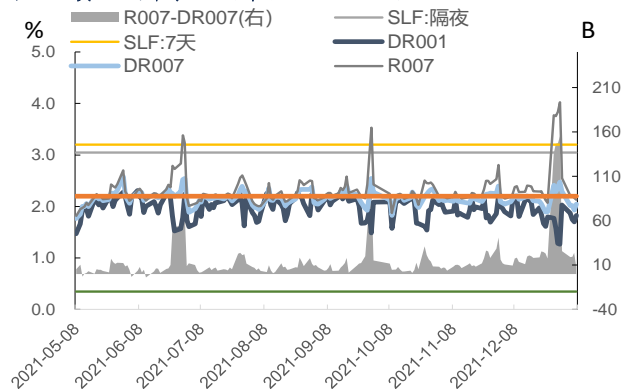
跨年后大量逆回购本周到期，央行净回笼无碍流动性维持宽松状态，资金利率显著回落。本周是2022年第一周，共有前期投放的6500亿7D与500亿14D跨年的逆回购到期，央行周二至周五每日投放100亿逆回购，全周净回笼流动性6600亿元。跨年后市场供需逐步恢复常态，央行的净回笼无碍资金面维持宽松状态，本周资金利率明显回落。截止周五，DR001收于1.83%，相比上周五下行21BP；DR007、R007分别较上周五下行24BP、42BP收于2.05%、2.13%，R007-DR007利差收窄17BP至8.33BP。

图 1：公开市场操作投放与到期（单位：亿元）



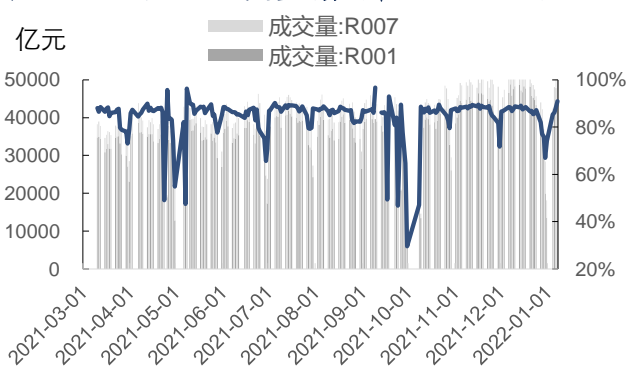
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：资金利率表现（单位：%、BP）



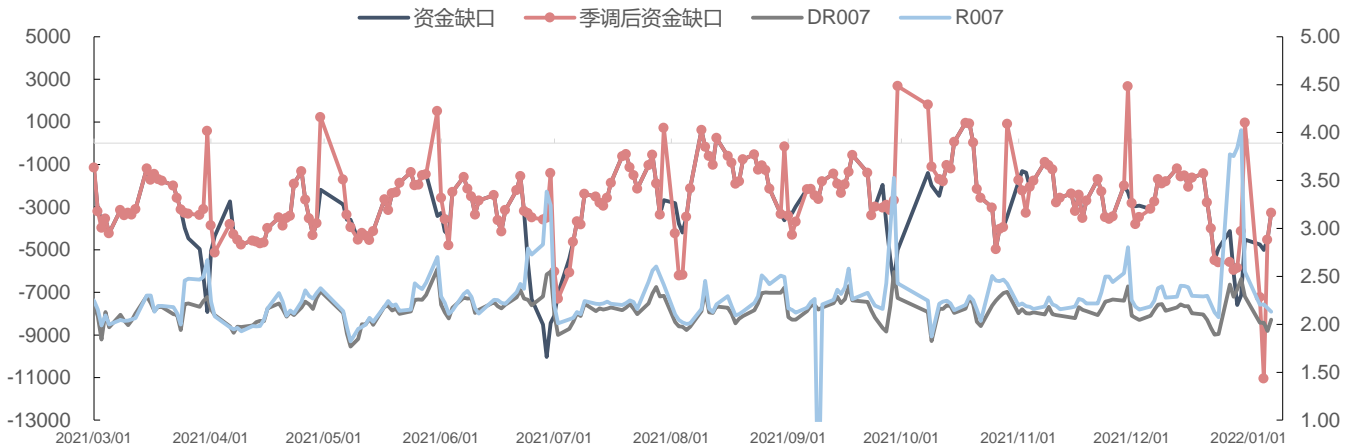
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：R001 与 R007 成交量走势（单位：亿元、%）

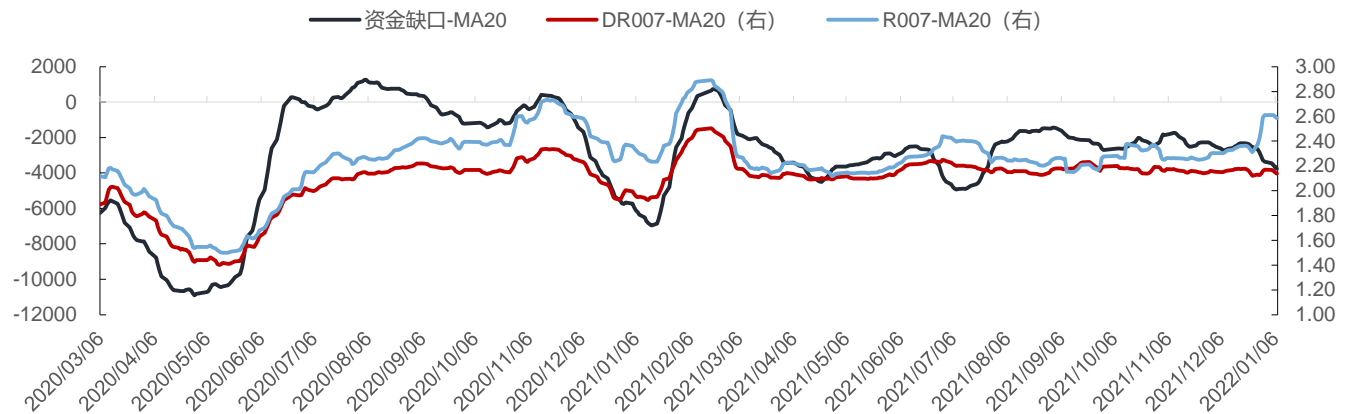


资料来源：万得，信达证券研发中心

跨年后质押式回购金额快速回升，周四与周五均在5.4万亿以上，接近年前高点。尽管央行净回笼使银行净融出下降，叠加货币基金逆回购减少，使得资金缺口指数有所回升，但其仍然显著低于中性水平。在跨年后，本周质押回购日均成交规模快速回升，达到了5.05万亿，日均隔夜成交规模升至4.44万亿，尤其是周四与周五当日成交额均在5.4万亿以上，接近去年年末的5.56万亿的高点。尽管央行持续的净回笼使得银行的净融出明显下滑，货币基金的逆回购也有所减少，刚性资金供给的降幅小于需求，使得资金缺口指数有所回升，但其仍然显著低于中性水平。

图 4：刚性资金缺口走势（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 5：资金缺口 20 日移动平均值与资金利率走势（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：非银资金缺口有所回落（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

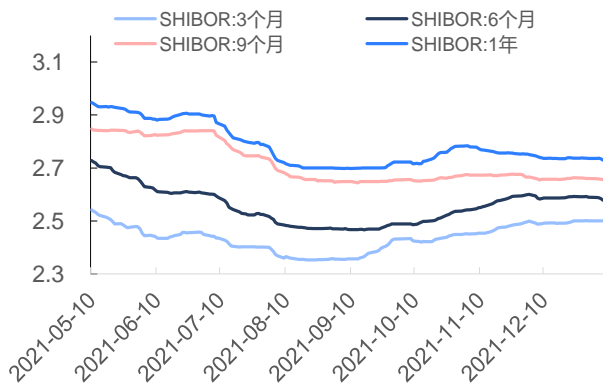
下周流动性到期、政府债缴款影响较小，预计央行或将维持每日百亿逆回购操作，后续仍将增加流动性投放以熨平春节前后的资金压力。下周公开市场方面有 400 亿逆回购到期；政府债缴款 382.01 亿元，但考虑到到期规模约 602.57 亿元，缴款对下周流动性影响较小，预计央行仍将维持每日百亿逆回购操作。但在央行整体稳健的政策基调下，央行仍将增加流动性投放以熨平春节前后的资金压力。

1.2 同业存单

本周 Shibor 利率全线下行，1Y 期 Shibor 降至 2.73%。截至 1 月 7 日，隔夜 Shibor、1M、6M、9M、1Y 分别较上周下行 29.0BP、0.1BP、1.2BP、0.4BP、0.7BP 至 1.84%、2.43%、2.50%、2.66%、2.73%；而 3M 基本持平上周于 2.50%。

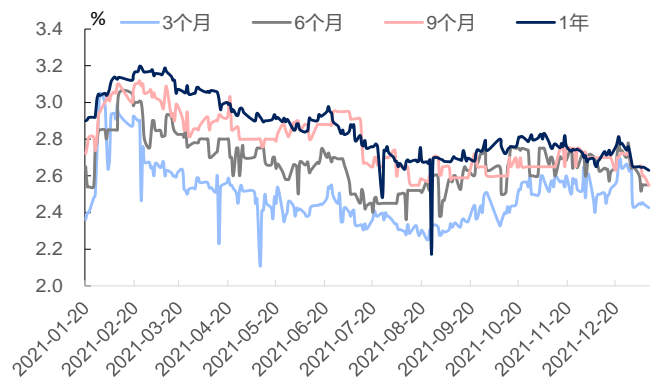
1 年期股份行存单发行利率维持在 2.65%，但 AAA 存单二级利率降至 2.585%。截至 1 月 7 日，1M、3M 存单发行利率较上周小幅上行 5BP、1BP 至 2.30%、2.45%，而 6M、9M 存单发行利率则分别下行 10BP、5BP 至 2.55%、2.55%，1Y 期持平上期水平于 2.65%，但 AAA 级存单二级利率已经跌破 2.6%，降至 2.585%。

图 7: SHIBOR 利率走势 (单位: %)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 股份行同业存单发行利率走势 (单位: %)

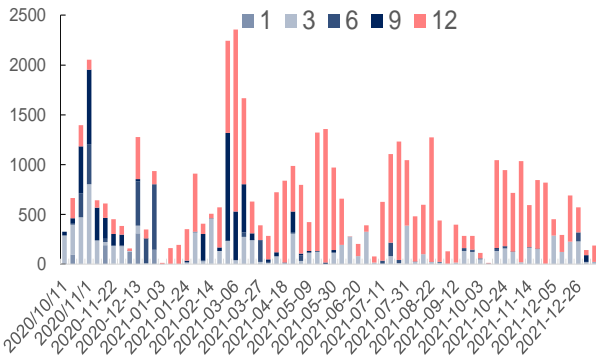


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

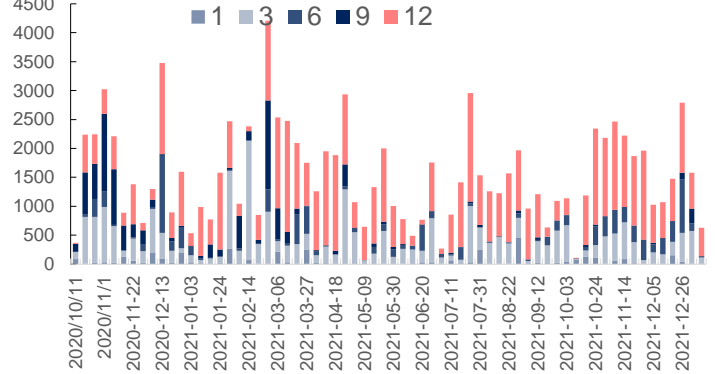
本周同业存单发行规模大幅下滑，存单净融资规模有所回落。本周，同业存单总发行量为 1676.50 亿元，总偿还量为 1489.20 亿元，当周存单净融资 187.30 亿元（上周为净融资 574.20 亿元）。

发行期限方面，跨年结束后，国有行、股份行 1Y 存单发行占比回升至较高水平，城商行转为以发行 1M 期存单为主，农商行各期限分布较为均匀。本周，国有行、股份行 1Y 期发行占比大幅上升至 88%、79%（上周分别为 35%、39%），此外则主要发行 3M 期存单，占比分别为 10%、16%（上周分别为 15%、36%）。城商行转为以发行 1M 期存单为主，发行占比约为 38%（上周 15%），其余各期限发行分布相对均匀。农商行各期限存单分布整体较为均匀，主要以发行 6M 期存单为主，占比约 39%（上周为 23%）。

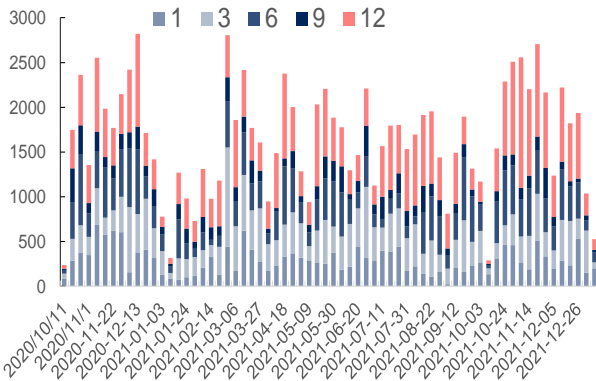
股份行存单发行成功率有所回落，但整体仍维持在较高位置；城商行与股份行利差进一步收窄。截至 1 月 7 日，城商行、农商行 5 日移动平均存单发行成功率相比上周末分别上行 6.4%、2.5% 至 80.8%、85.6%，股份行小幅回落 3 个百分点，但整体仍在较高水平。城商行-股份行 1Y 存单发行利率利差较继续收窄，截至 1 月 7 日，利差降至 30BP，为 2018 年以来 44% 分位数水平。

图 9：国有行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


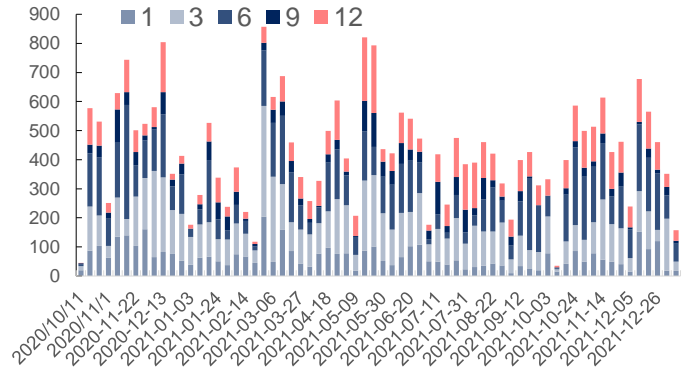
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 10：股份行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


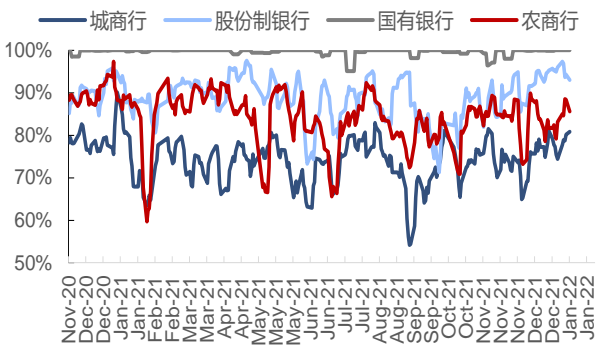
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 11：城商行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 12：农商行同业存单分期限发行规模（单位：亿元）


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 13：各类型银行存单发行成功率


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 14：城商行-股份行 1Y 存单发行利差收窄


资料来源：万得，信达证券研发中心

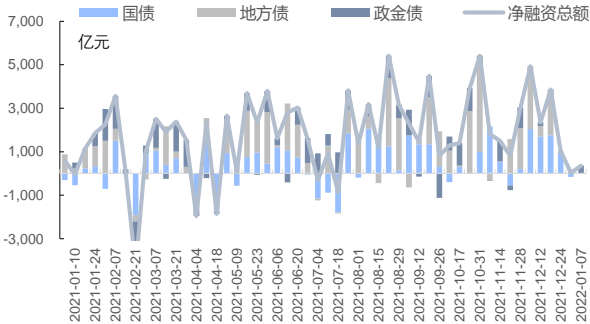
二、当前已公布一季度专项债发行计划增至 6392 亿 1 月占比仍接近 30%

本周，利率债（国债、地方债及政金债）净融资 401.60 亿元，较上周有所回升。从分项来看，本周为 2022 年第一周，国债与地方政府债暂无发行，仅政金债发行 1052.50 亿元，到期偿还 650.90 亿元，净融资 401.60 亿元。

信用债（企业债、公司债、中期票据、短期融资券及定向工具）发行量约为 2627.97 亿元，环比大幅增加，总偿还量明显下降，考虑到到期偿还后净融资 1913.27 亿元。从分项看，企业债净融资 2.40 亿元、公司债净融资 549.17 亿元、中期票据净偿还 346.90 亿元、短期融资券净偿还 804.40 亿元、定向工具净融资 210.40 亿元。

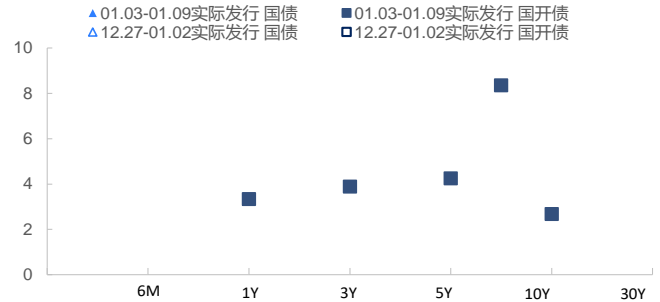
本周，国开债除 7Y 外均低于二级价格发出，考虑发行规模后，1Y、7Y 国开需求小幅回升，其余各期较上期有所回落。周二发行 1Y、3Y、5Y 国开债，加权利率分别为 2.10%、2.49%、2.70%，考虑返费后分别低于二级 7.9BP、3.3BP、2.6BP 发出。周四发行 5Y、7Y 国开债，加权利率 2.95%、3.05%，考虑返费后 7Y 基本持平二级发出，10Y 低于二级 0.6BP 发出。考虑发行规模后，1Y、7Y 发行需求较上期小幅回升，其余各期市场需求均有所回。

图 15: 利率债发行规模 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 16: 主要利率债中标倍数



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

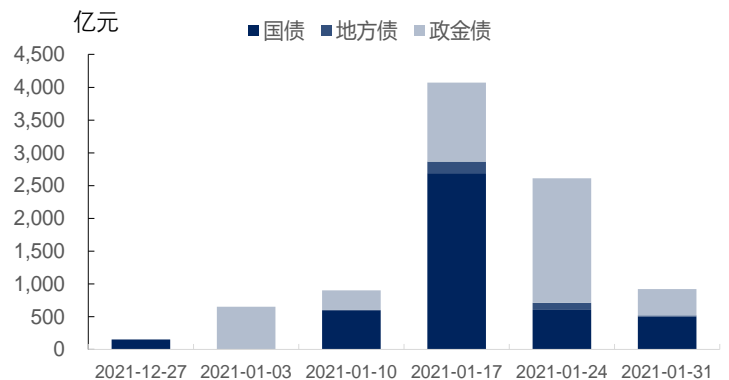
下周 (1.10-1.14) 一级市场预计将发行 20 只利率债，其中已公布地方债、政金债发行规模合计约为 726 亿元。截至 1 月 8 日所公布的数据，下周预计发行地方债 566.01 亿元，其中新增一般债 184.00 亿元、新增专项债 382.01 亿元；计划发行 4 期农发债共计 160 亿元。当前暂未公布下周国债的招标规模，而根据财政部披露的《2022 年一季度国债发行计划》，下周将有 4 期国债待发，其中周三 (1 月 12 日) 将发行 1Y、10Y 国债，周五 (1 月 14 日) 将发行 91D、30Y 国债。此外，下周利率债共有 902.57 亿元到期，其中国债到期 600 亿元，地方债到期 2.57 亿元，政金债到期 300 亿元。

图 17: 下周利率债发行情况 (单位: 只、亿元)

下周计划发行		
	金额 (亿元)	发行数 (只)
国债	-	4
一般国债	-	4
地方债	566	12
一般债	184	3
专项债	382	9
政金债	160	4
国开债	0	0
进出口债	0	0
农发债	160	4
合计	726	20

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 18: 利率债未来到期情况 (单位: 亿元)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

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_35819



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>