国元证券 GUOYUAN SECURITIES

跨季资金无忧，短端波动加大

——宏观流动性双周报第五期（09.12-09.25）

证券研究报告 2020年09月28日

证券分析师: 徐颖
电话: 021-68880673
E-MAIL: xuying@gyzq.com.cn
SAC执业资格证书编码:S0020520070001

■ 市场回顾

截至9月25日，过去两周央行公开市场净投放7700亿元，其中逆回购投放13800亿元，逆回购到期10400亿元，MLF超额续作4000亿元。14日逆回购投放力度加大，显示出央行维护跨季流动性的考量，隔夜利率下降较快，波动变大，同业存单发行仍小幅上行。相较两周前，10年期国债收益率下降0.5BP 至3.13% ；国开债收益率上升3.3BP至3.71%。

■ 政策关注

9月22日，央行、外管局就《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定》公开征求意见，进一步便利境外机构投资者投资中国债券市场。

9月15日，央行发布《中国货币政策执行报告》增刊：继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”，完善3、货币政策调控和传导机制， 健全基准利率和市场化利率体系。

9月15日，为进一步推动银行间债券市场开放发展，便利境内外投资者交易银行间债券，自2020年9月21日起延长银行间现券买卖交易时段至20:00。

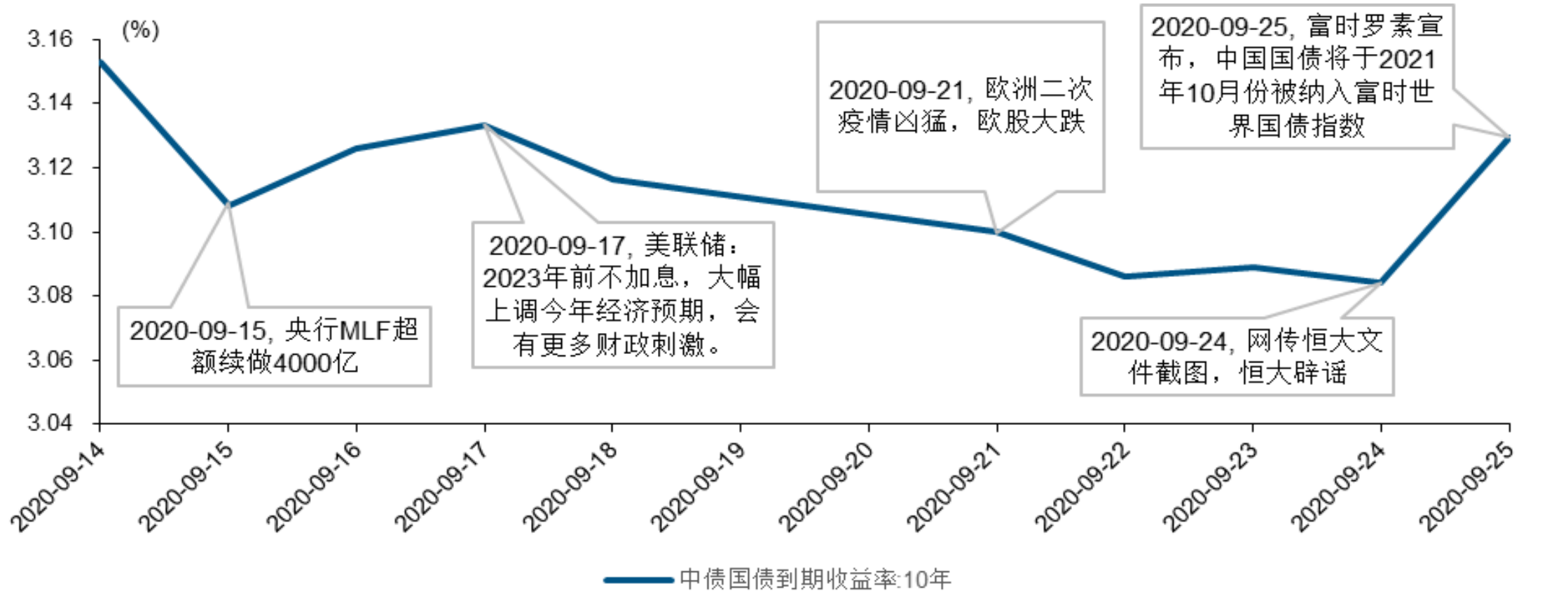
9月25日，富时罗素宣布，中国国债将于2021年10月份被纳入富时世界国债指数（WGBI），至此，全球三大债券指数全部涵盖中国债券。

■ 经济数据

8月份，全社会用电量同比增7.7%；1-8累计同比增0.5%，今年首次实现正增长。

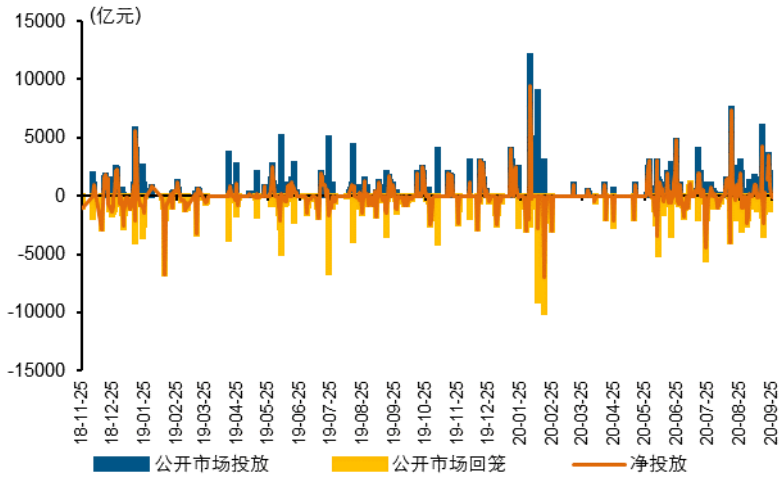
8月经济运行稳定复苏，主要指标继续回升，社会消费品零售总额、工业增加值及商品房销售额累计增速年内首次由负转正；8月城镇调查失业率下降至5.6%。统计局表示，如果经济复苏态势延续，三季度经济增速会比二季度明显加快。

图 1：近两周影响盘面的重大事件



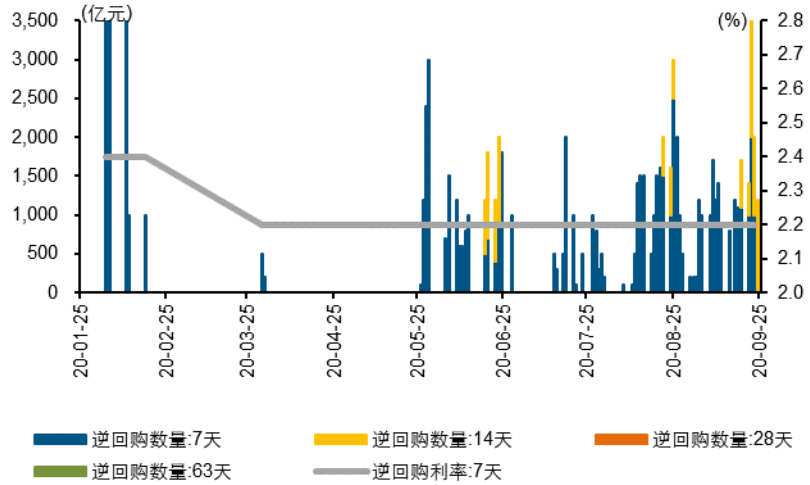
资料来源：Wind，国元证券研究所

图 2：央行资金投放走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 3：逆回购操作情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

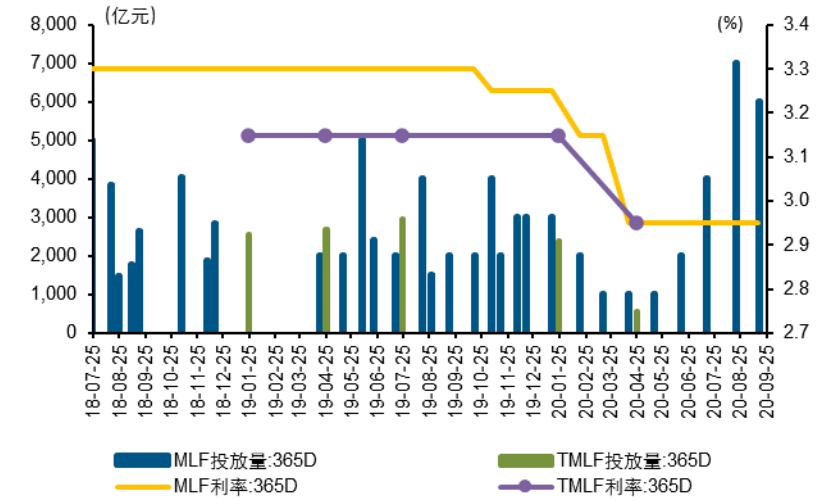
➢ 央行资金投放情况

过去两周内央行公开市场净投放7700 亿元，其中逆回购投放13800亿元，逆回购到期10400亿元，MLF投放6000亿元，MLF回笼2000亿元。

➢ 逆回购情况

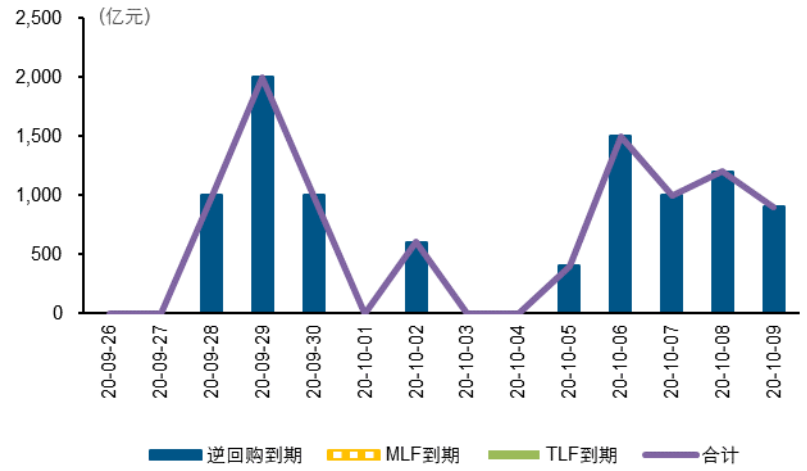
过去两周内央行开展7日逆回购合计8200亿元，14日逆回购合计5600，逆回购到期合计10400亿元。

图 4：12个月MLF和TMLF投放情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 5：未来两周逆回购和MLF到期情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

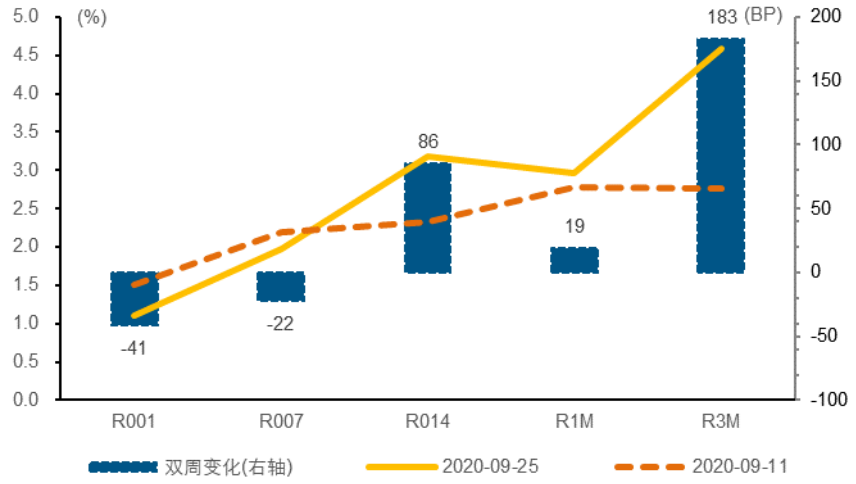
➢ MLF投放情况

过去两周内有一笔MLF投放，合计6000亿元。一笔MLF到期，合计2000亿元。

未来两周到期情况

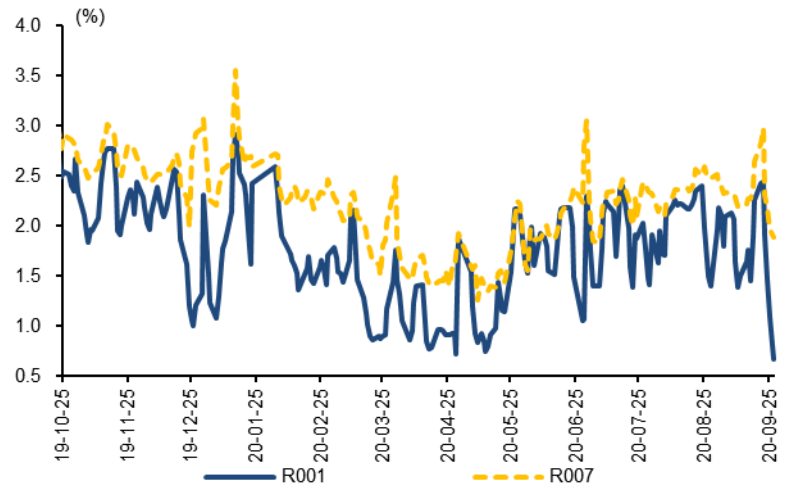
未来两周将有9笔逆回购到期，无MLF到期，合计9600亿元。

图 6：银行间质押回购利率双周变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 7：银行间质押回购利率走势

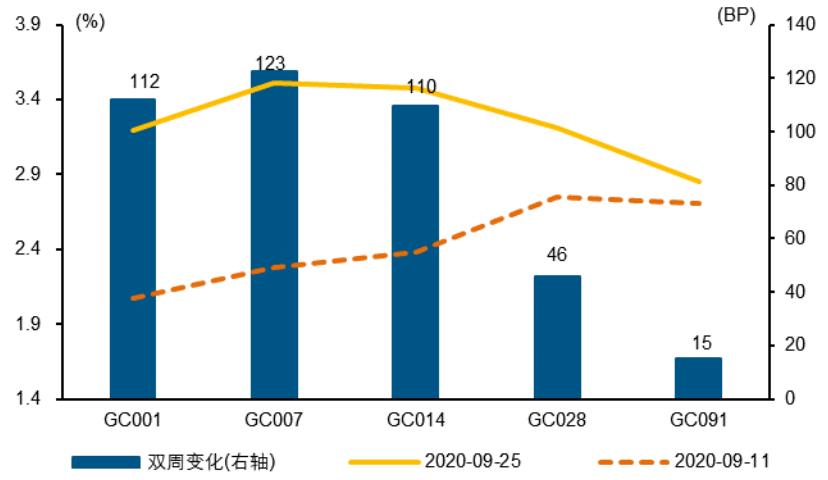


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 银行间质押回购利率

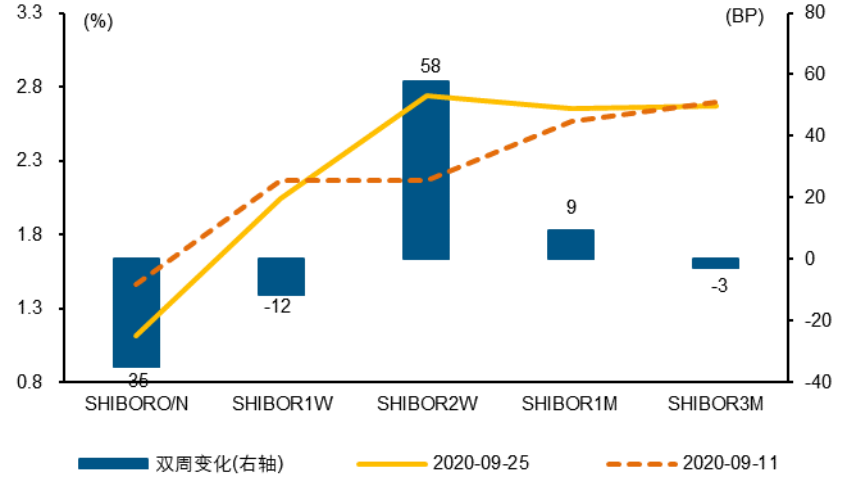
相较于两周前，银行间质押回购利率涨跌互现：R001、R007、R014、R1M和R3M分别下跌41BP、下跌22BP、上涨86BP、上涨19BP、上涨189BP至1.10%、1.97%、3.18%、2.97%和4.59%。

图 8：上交所质押回购利率双周变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 9：SHIBOR利率双周变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

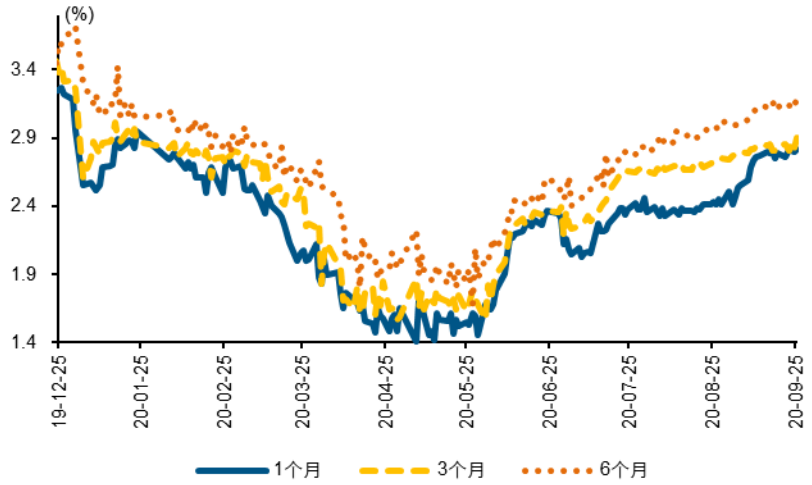
➢ 上交所质押回购利率情况

相较于两周前，上交所质押回购利率均有不同程度上涨：GC001 、GC007 、 GC014、GC028、GC091分别变动了+112BP 、+123BP、+110BP、+46BP、+15BP 至3.20% 、3.51% 、3.48%、3.21%和2.86%。

➢ SHIBOR 利率情况

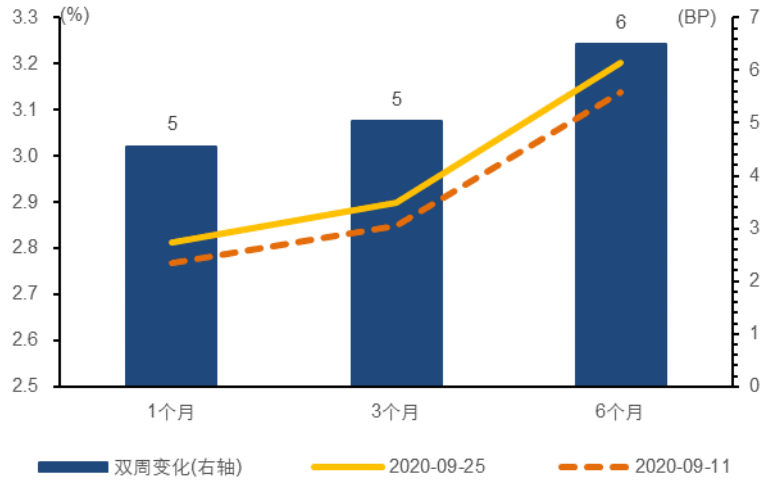
相较于两周前，SHIBOR 隔夜利率、1 周、2 周、1 月、3月分别变动了-35BP 、-12BP 、+58BP、+9BP、-3BP至1.11%、2.04%、2.74% 、2.66% 和2.67%。

图 10：同业存单发行利率走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 11：同业存单发行利率双周变化

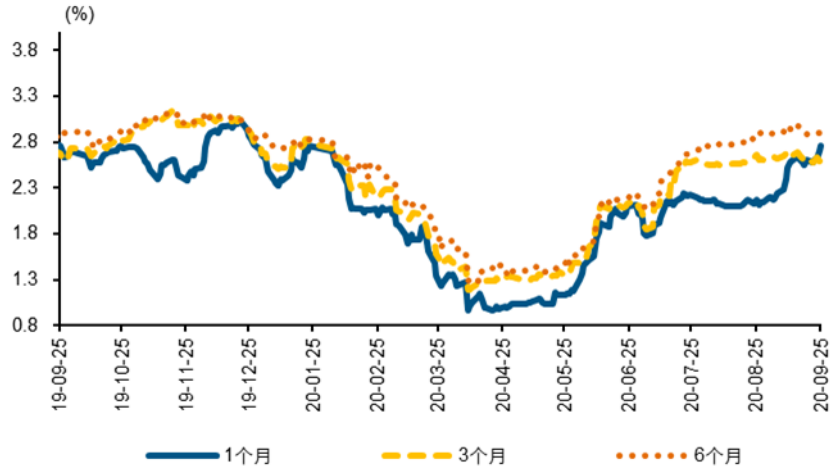


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 同业存单发行利率

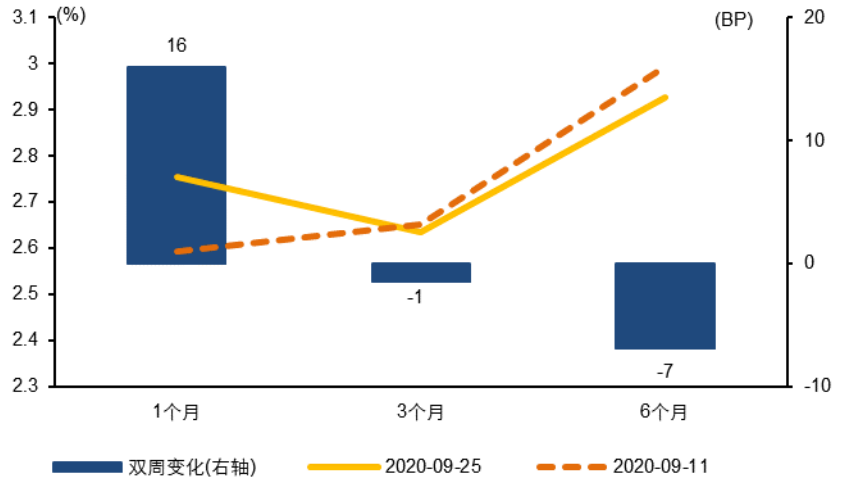
相较于两周前，同业存单发行1 月期、3 月期和6月期利率分别上升5BP、5BP 和6BP 至2.81% 、 2.9 % 和3.20%。

图 12：AAA+同业存单到期收益率走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 13：AAA+同业存单到期收益率双周走势

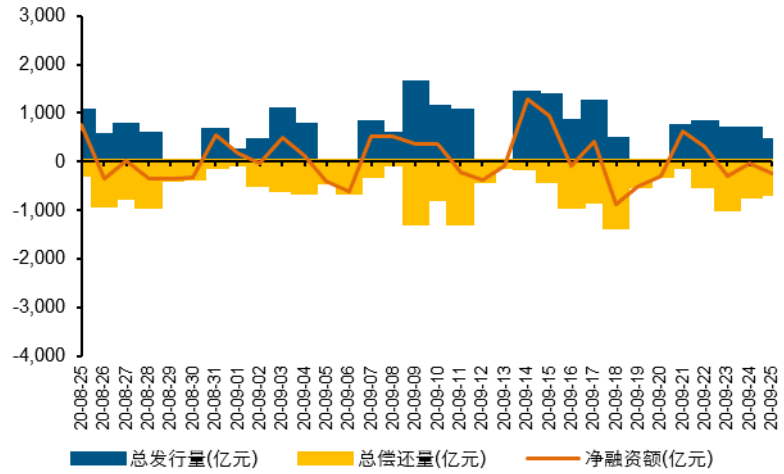


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 同业存单到期情况

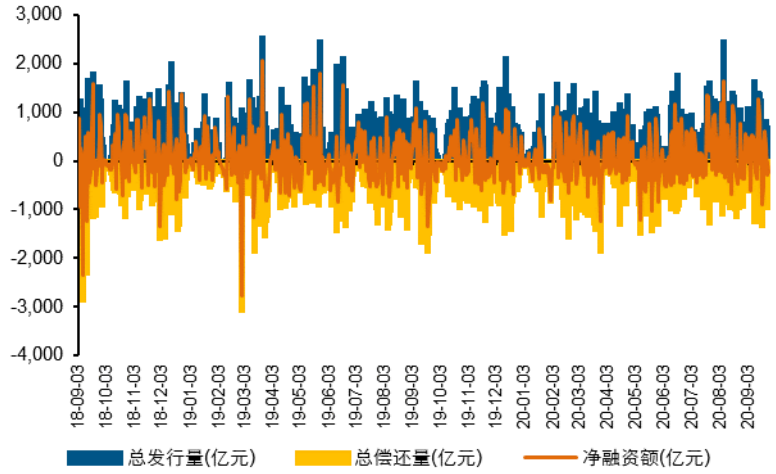
相较于两周前，AAA+ 级同业存单到期收益率一个月期、三个月期和六个月期分别上升16BP、下降1BP和下降7BP至2.75 %、2.64 % 和2.93 %。

图 14：同业存单发行与到期近1个月情况



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 15：同业存单发行与到期情况

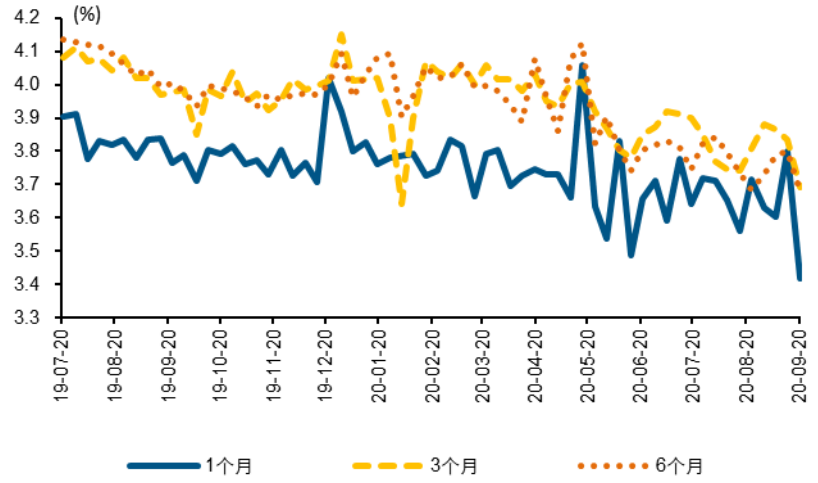


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 同业存单发行情况

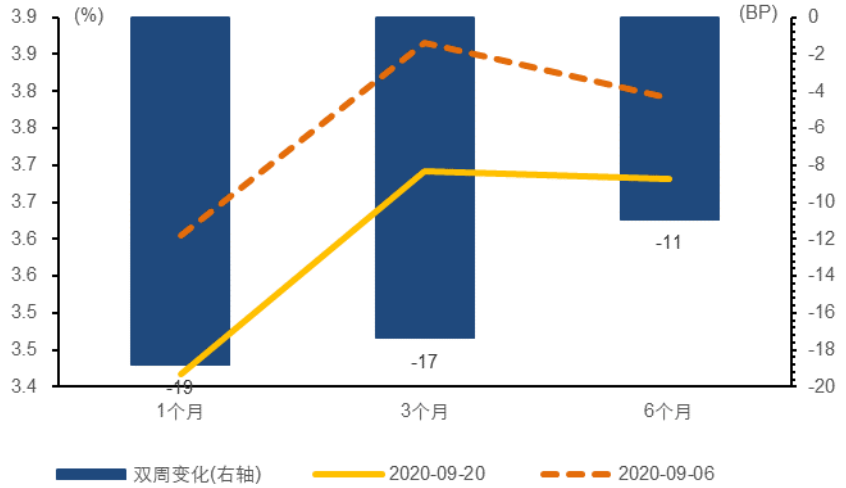
近两周，同业存单发行总发行量，总到期量，净融资量分别为8520.60亿元、7731.90亿元、788.70亿元，较之前两周分别变化了259.3亿元 、-623.63亿元、-364.3亿元。

图 16：理财产品预期收益率走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 17：理财产品预期收益率双周变化

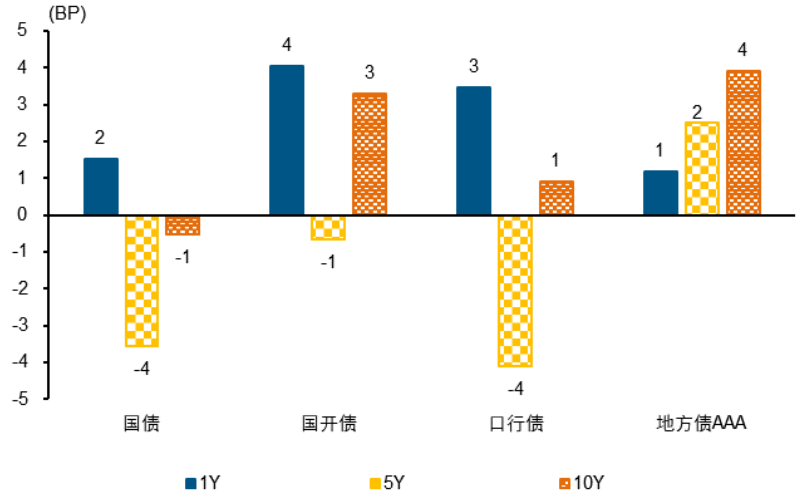


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 理财产品收益率情况

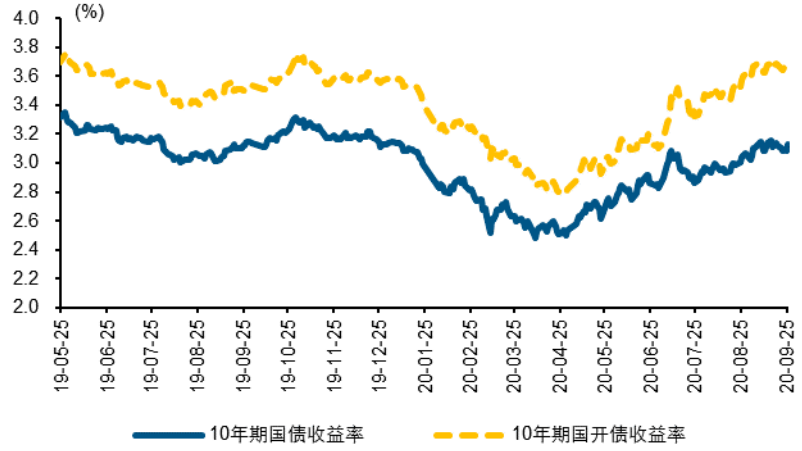
截止至2020年9月20日，1 个月、3 个月和6 个月理财产品预期收益率分别下降19BP 、下降17BP、下降11BP至3.42 % 、 3.69 % 和3.68 %。

图 18：利率债收益率双周变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 19：10年国债和国开债利率走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 利率债收益率情况

近两周，1 年期国债、国开债、口行债和地方债AAA 收益率分别上升2BP 、4BP 、3BP和1BP 。5 年期国债、国开债、口行债和地方债AAA 收益率分别下降4BP 、1BP、4BP 和上升2BP。 10 年期国债、国开债、口行债收益率分别下降1BP 、上升3BP 、1BP和4BP 。

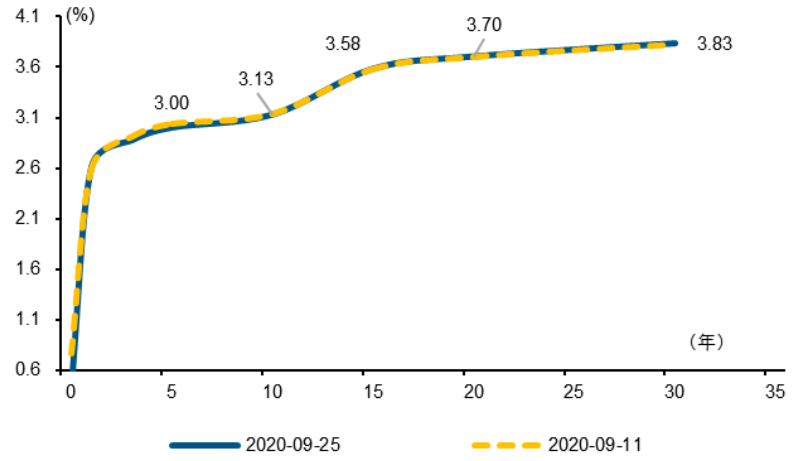
相较于两周前，10 年期国债收益率下降1BP 至3.13%；国开债收益率上升3BP至3.71%。

表 1：近期国债与国开债到期收益率走势汇总

国债	1Y	3Y	5Y	10Y	15Y	20Y	30Y	期限利差10Y-1Y
收益率	2.61	2.88	3.00	3.13	3.58	3.70	3.83	0.49
2002年以来历史分位	52%	49%	44%	25%	33%	31%	36%	19%
双周变动(BP)	1.5	-3.4	-3.6	-0.5	0.2	0.2	1.0	-2.0
本月以来(BP)	9.1	-4.7	2.0	8.2	7.7	7.7	7.3	-1.0
本年以来(BP)	19.6	13.0	8.6	-1.9	14.6	23.0	10.1	-21.5
国开债	**1Y**	**3Y**	**5Y**	**10Y**	**15Y**	**20Y**	**30Y**	**期限利差10Y-1Y**
收益率	2.85	3.29	3.48	3.71	3.97	3.98	4.25	0.88
2002年以来历史分位	50%	49%	45%	39%	35%	26%	38%	48%
双周变动(BP)	4.0	-2.0	-0.6	3.3	3.0	-2.1	0.9	-0.7
本月以来(BP)	2.7	1.5	-0.9	8.8	6.6	-1.1	7.2	6.1
本年以来(BP)	32.3	34.3	11.1	12.0	8.2	1.3	8.0	-20.3

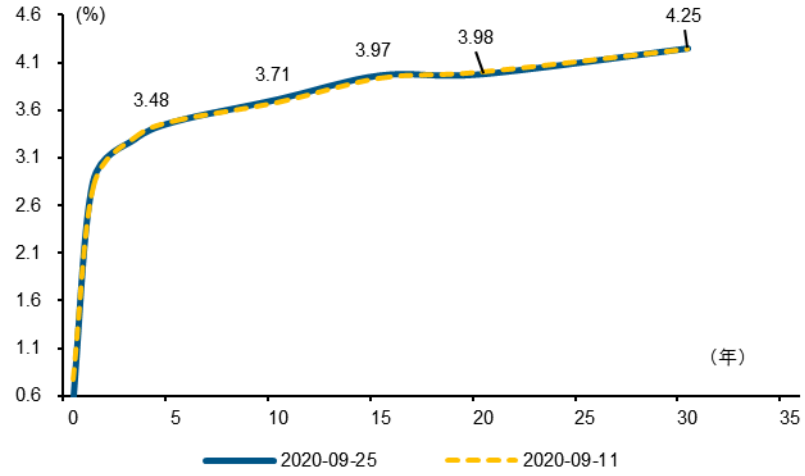
资料来源：国元证券研究中心

图 20：国债收益率曲线



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 21：国开债收益率曲线

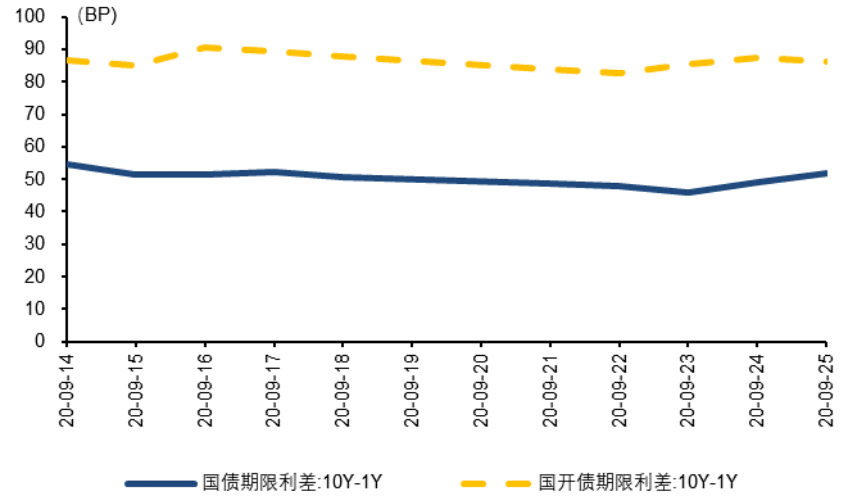


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 国债和国开债收益率

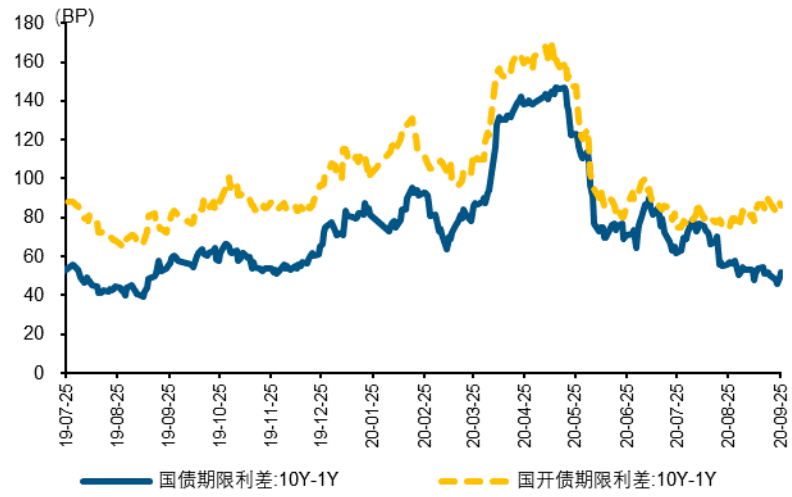
近两周国债收益率曲线和国开债收益率曲线形态变化很小。

图 22：国债和国开债期限利差



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 23：国债和国开债期限利差走势



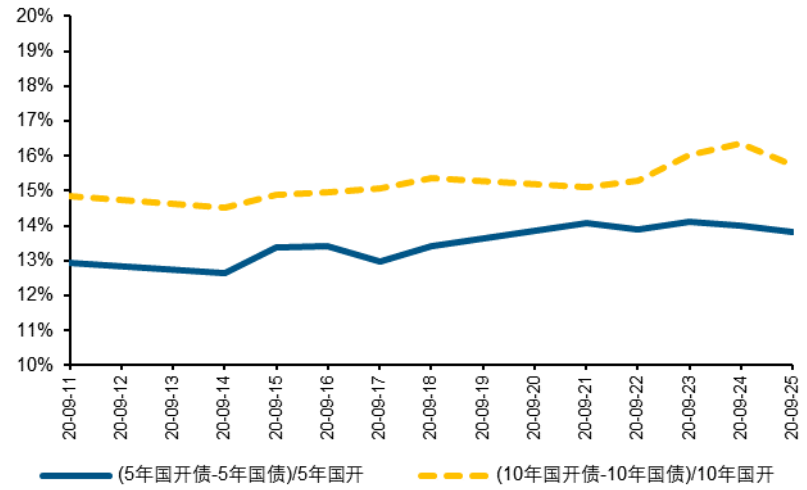
资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 国债和国开债期限利差

截至9月25日，10 年期和1年期国债和国开债期限利差分别为51.79 BP 和86.35BP。

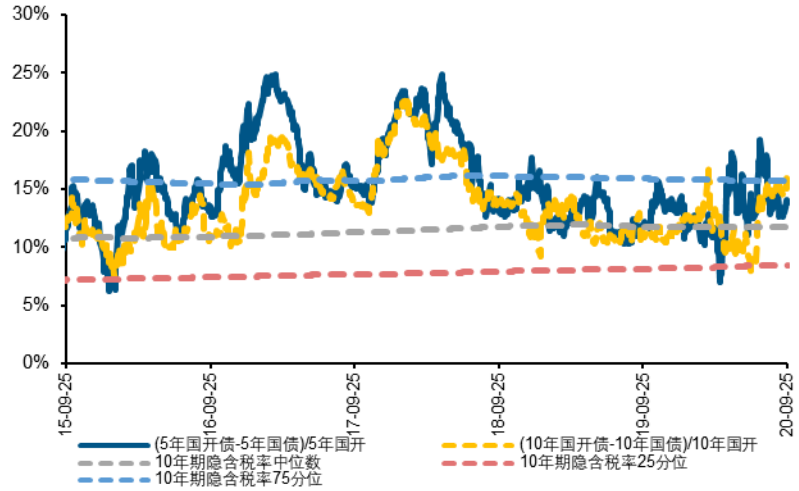
相较于两周前，10 年期-1年期国债和国开债期限利差分别下降2.03BP、下降0.75BP。

图 24：国债和国开债隐含税率



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 25：国债和国开债隐含税率走势



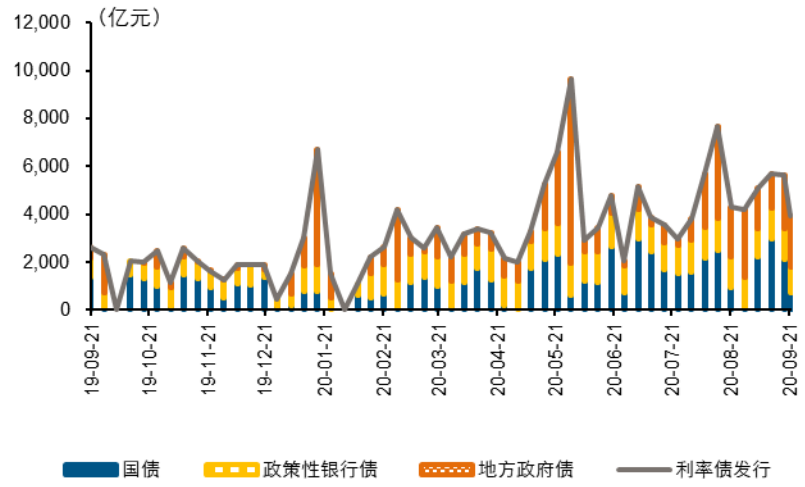
资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 国债和国开债隐含税率

截至9月25日，10 年期和5年期国债-国开债隐含税率分别为13.81%和15.74%。

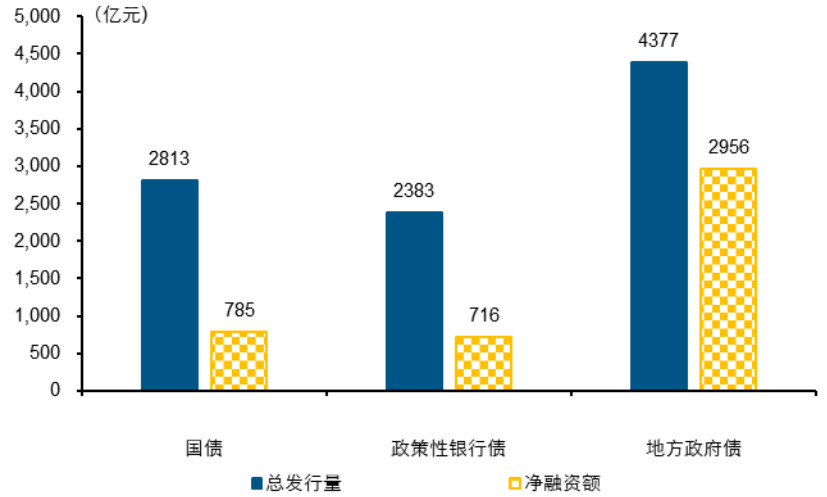
相较于两周前，10 年期和5年期国债-国开债隐含税率分别上升0.86个百分点、上升0.89个百分点。

图 26：利率债发行走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 27：利率债发行情况

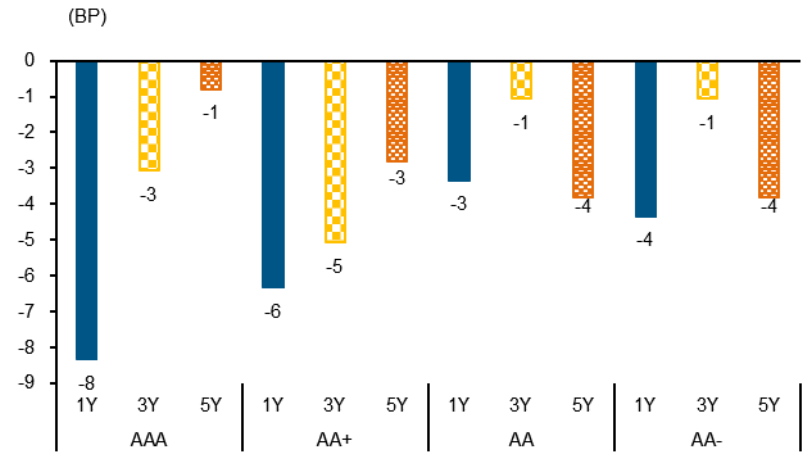


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 利率债发行情况

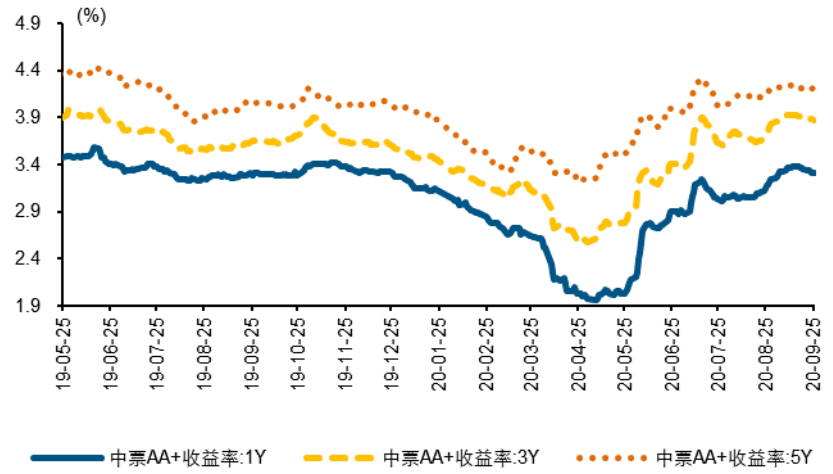
近两周，利率债总计发行9573亿元，总计到期4438亿元，利率债净融资5116亿元。其中国债、政策性银行债和地方政府债发行总额分别为2812.8亿元、2383亿元和 4377亿元。国债、政策性银行债和地方政府债净融资额分别为785亿元、716亿元和2956亿元。

图 28：各等级中票收益率双周变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 29：AA+ 级各期限中票收益率走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

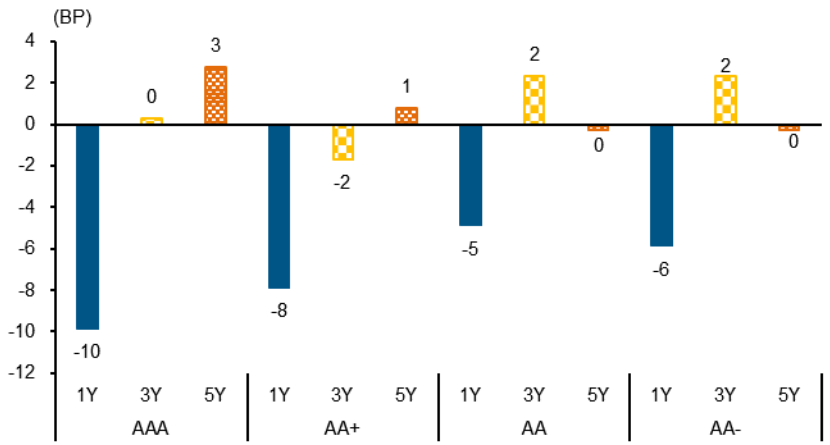
➢ 中票收益率情况

相较于两周前，一年期AAA、AA+、AA和AA-分别下降8BP、6BP、3BP和4BP至3.17%、3.32%、3.47%和5.55%。

三年期AAA、AA+、AA和AA-分别下降3BP、5BP、1BP和1BP至3.68%、3.87%、4.04%和6.13%。

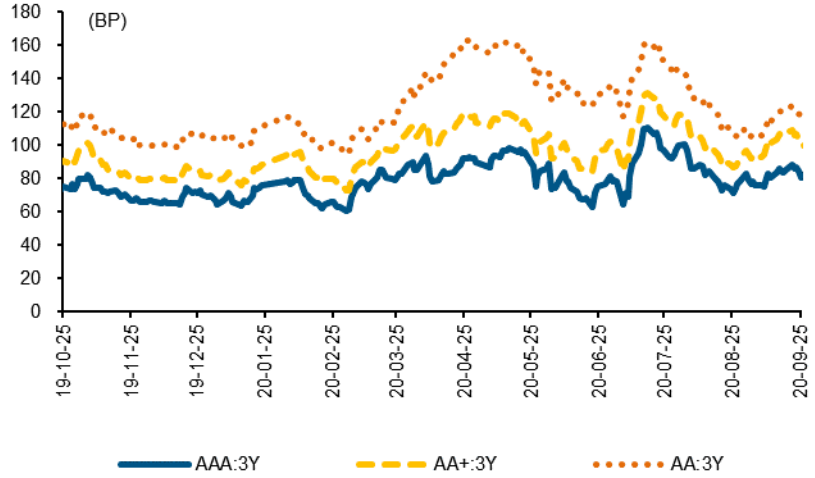
五年期AAA、AA+、AA和AA-分别下降1BP、3BP、4BP和4BP至3.96%、4.20%、4.58%和6.75%。

图 30：中票信用利差双周变化



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 31：3年期中票信用利差走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

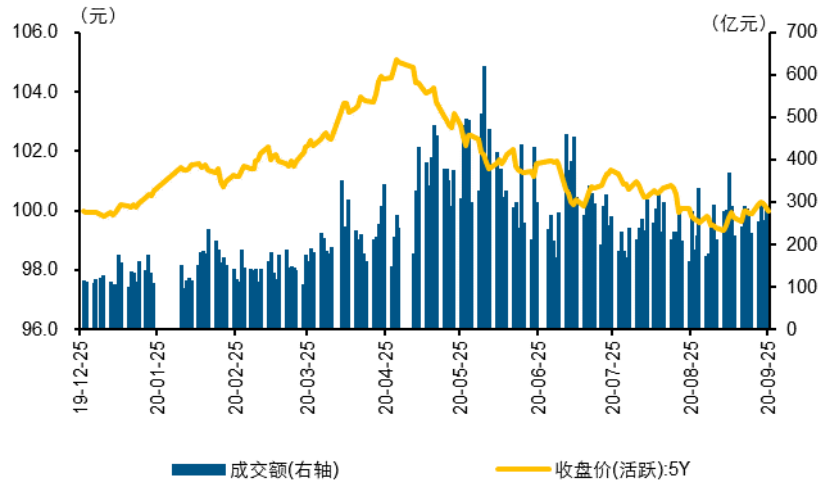
➢ 信用利差走势

相较于两周前，1 年期AAA 、AA+ 、AA 和AA-中票信用利差分别下降10BP 、8BP 、5BP 和6BP 至56BP 、70BP、85BP 和293BP。

3 年期AAA 、AA+ 、AA 和AA- 中票信用利差分别下降0BP、 2BP、上升 2BP 和2BP至80BP 、99BP 、116BP和325BP。

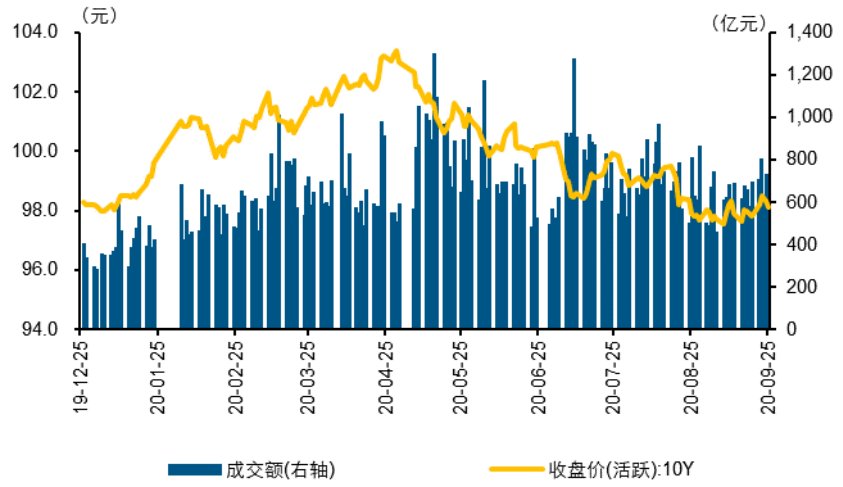
5 年期AAA 、AA+ 、AA 和AA- 中票信用利差分别上升3BP 、1BP 、0BP 和0BP 至96BP、120BP 、158BP 和375BP。

图 32：5年期国债期货走势



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 33：10年期国债期货走势

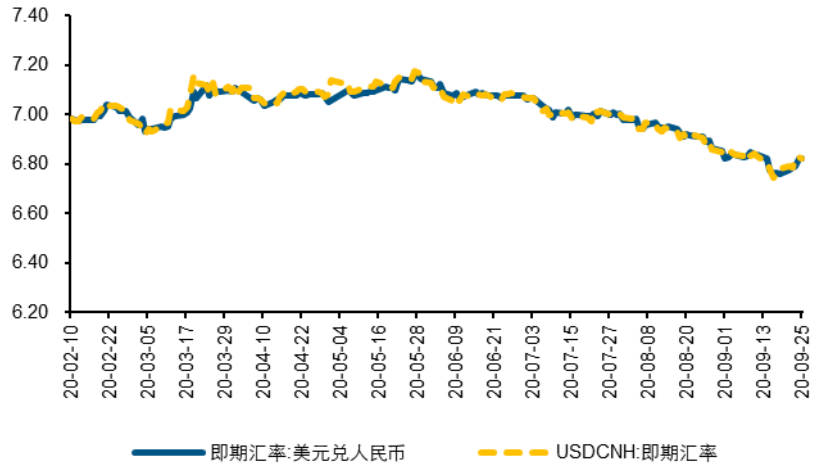


资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 国债期货收盘价走势

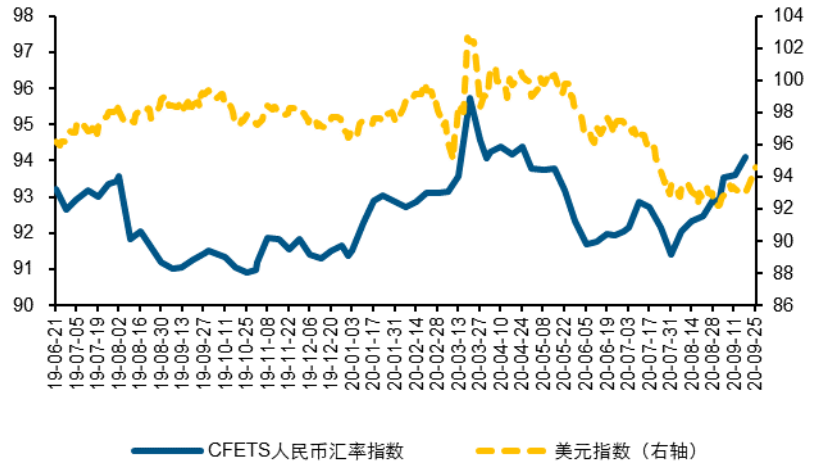
截止9月25日，国债期货主力合约5 年期收于99.97，单周跌幅为0.22%；10 年期合约收于98.13，单周跌幅为0.08%。

图 34：美元兑人民币离岸和在岸变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 35：人民币汇率指数和美元指数变动



资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 汇率变动

相较于两周前，美元兑人民币在岸即期汇率下跌0.24 % 至6.82 ，离岸即期汇率下跌0.13%至6.82。

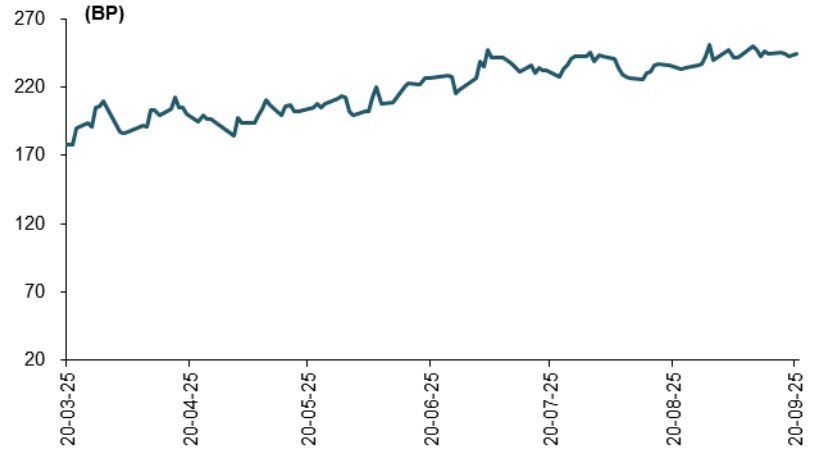
截至9月25日，美元指数较两周前上升1.43% 至94.58。

图 36：美元兑人民币即期询价成交量



资料来源：Wind，国元证券研究所

图 37：中美利差



资料来源：Wind，国元证券研究所

➢ 美元兑人民币即期询价交易量

截止到9月25日，美元兑人民币即期询价成交量为为287.6亿美元。

➢ 中美利差

截至到9月25日，中美利差较两周前上升1BP 至245BP。

- 新冠疫情加剧风险，中美关系恶化风险，政策不及预期风险

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址:www.gyzq.com.cn