

市场回顾与展望：资金面持续宽松，利率债窄幅震荡

2020 年第 47 周

一. 市场新闻

1. 10 月规模以上工业企业利润数据发布

10 月规模以上工业企业利润同比增长 28.2%，前值增 10.1%。1-10 月累计同比增长 0.7%，累计增速年内首次由负转正，1-9 月份为下降 2.4%。

2. 央行发布第三季度中国货币政策执行报告

今年我国实现全年经济正增长是大概率事件。未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。下一阶段，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。要积极完善债券市场管理制度建设，促进公司信用类债券信息披露标准统一。坚持市场化、法治化原则，完善债券违约风险防范和处置机制。

3. 据证券时报，多家信托公司近日收到来自监管部门的窗口指导

要求严格压降融资类信托业务规模，保证完成此前设定的压降任务。值得注意的是，由于部分信托公司存在融资类业务压降不达标的情况，在此次窗口指导中被要求全面暂停融资类业务。

二. 货币市场

1. 资金面回顾

本周资金面上半周均衡，下半周宽松，资金价格大幅下行。11 月 26 日银行间市场资金面进一步宽松，隔夜质押回购加权利率大跌逾 30 个基点（BP），并创出 9 月 29 日以来新低；跨月的七天期品种融出相对略少，其利率亦较稳定；交易所市场来看，隔夜和七天利率在经历了大跌后均恢复正常水准。

本周（2020/11/23-2020/11/27）央行公开市场有 3000 亿元逆回购和 500 亿元国库现金定存到期，本周央行公开市场累计进行了 4300 亿元逆回购操作，此外今日还将进行 500 亿元国库现金定存招标，因此本周净投放 1300 亿元。

11月27日（周五），R001 加权平均利率为 0.8914%，较上周跌 109.06 BP；R007 加权平均利率为 2.5837%，较上周涨 22.41 BP。

11月27日（周五），SHIBOR 隔夜为 0.836%，较上周跌 112.3 BP；SHIBOR 1 周为 2.336%，较上周涨 10.8 BP；

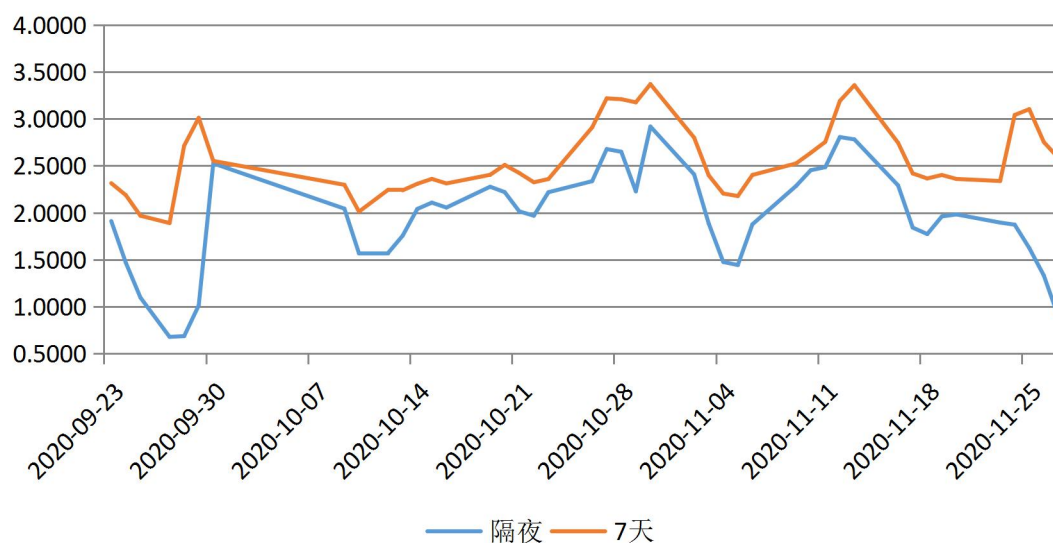
本期内银行间质押式回购日均成交量为 36945.08 亿元；较上周增加 1760.9 亿元。

表 1：资金利率变化一览

	本周五价格	上周五价格	变动幅度
上交所国债质押式回购：GC001	2.59	2.30	28.20
上交所国债质押式回购：GC007	2.66	2.66	-0.30
协议式回购：隔夜	5.02	5.11	-9.10
协议式回购：7 天	5.40	4.93	47.20
银行间质押式回购：R001	0.89	1.98	-109.06
银行间质押式回购：R007	2.58	2.36	22.41
SHIBOR：隔夜	0.84	1.96	-112.30
SHIBOR：1 周	2.34	2.23	10.80

数据来源：Wind

图 1：银行间质押式回购加权利率变化



数据来源：Wind

下周（11月30日至12月04日）央行公开市场到期逆回购4300亿元。

表 2：未来公开市场到期一览

名称	发行/到期	发生日期	发行量(亿元)	利率(%)
逆回购 7D	到期	2020-11-30	400	2.20
逆回购 7D	到期	2020-12-01	700	2.20
逆回购 7D	到期	2020-12-02	1200	2.20
逆回购 7D	到期	2020-12-03	800	2.20
逆回购 7D	到期	2020-12-04	1200	2.20
净投放			-4300	

数据来源：Wind

2. 资金面展望

资金面方面，本周资金面处于宽松状态，隔夜资金价格大幅下行。MLF操作延续了央行7月以来“量增价稳”的常规作法。超量续作的主要原因是市场对MLF的需求较大。一方面，四季度银行需要继续压降结构性存款，作为替代产品的同业存单发行利率已高于MLF利率，这就需要央行通过加大MLF操作力度以缓解银行负债压力；因此预测本周资金面继续处于宽松状态。

3. 货币市场回顾

(1) 同业存单市场

本周一级市场提价势头猛烈，较上周需求有所回暖。1M股份制虽一再提价，但需求依旧寥寥，倒是城商提价至2.70%附近需求甚好。3M股份制大行提价至3.25%后，涌入大量需求，城商在3.30%以上也有不少需求。长期的需求相对较少，9M和1Y在提价至3.36%的高位后，个别股份制终于募集一些需求。

本周二级市场由于资金面持续宽松，各期限成交价格相较上周均略有下行（国股3M大约下降了15BP）。月内AAA短券多成交在1.9%-2.20%这个区间。2M股份制大行成交一路从3.26%TKN到3.20%的位置。3M到4M附近大行股份制3.25%到3.30%。6M左右股份制成交在3.30%-3.35%，城商成交较少。9M、1Y成交价位相同，股份制大行在3.33%-3.35%。

(2) 品种百分位数以及利差一览

下表展示了同业存单、短期融资券关键期限的绝对价格以及当前价格处于过去 30 日及 90 日的百分比。

表 3：历史价格水平与期限利差一览

绝对价格百分比		30 日	90 日	期限利差	30 日	90 日
CD	1M	31.0%	55.1%			
	3M	93.1%	97.8%	3M-1M	100.0%	100.0%
	6M	96.55%	98.88%	6M-3M	24.1%	10.1%
	9M	96.55%	98.88%	9M-3M	6.9%	2.2%
	12M	100.00%	100.00%	12M-3M	10.3%	3.4%
CP	1M	68.97%	82.02%			
	3M	79.31%	93.26%	3M-1M	72.4%	91.0%
	6M	100.00%	100.00%	6M-3M	72.4%	39.3%
	9M	86.21%	95.51%	9M-3M	72.4%	25.8%
	12M	82.76%	94.38%	12M-3M	69.0%	24.7%

数据来源：Wind

表 4：品种利差一览

品种利差		现值	30 日百分位	90 日百分位
CD-国开	3M	0.4453	65.52%	76.47%
	6M	0.4342	86.21%	84.87%
	9M	0.3211	27.59%	82.35%
	12M	0.2861	24.14%	81.51%
CP-CD	3M	0.0835	37.29%	38.66%
	6M	0.1759	79.31%	72.27%
	9M	0.1400	82.76%	64.71%
	12M	0.1924	72.41%	64.71%

数据来源：Wind

三. 债券市场

1、利率债

本周银行间市场资金面进一步宽松，流动性合理充裕。后半周隔夜质押回购加权利率大跌逾 30 BP，并创出 9 月 29 日以来新低；跨月的七天期品种融出相对略少，其利率亦较稳定；交易所市场来看，隔夜和七天利率在经历了大跌后均恢复正常水准。央行在第三季度中国货币政策执行报告称，今年我国实现全年经济正增长是大概率事件。未来随着经济增速逐步向潜在水平回归，宏观杠杆率有望趋于平稳。下一阶段，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，既保持流动性合理充裕，不让市场缺钱，又坚决不搞“大水漫灌”，不让市场的钱溢出来。

利率债总体窄幅震荡。前半周因为周末金稳会对信用债违约的问题做出了最新的表态，缓和了信用债违约的短期压力，避免流动性进一步的冲击，加上央行净投放流动性，利率明显下行。宏观热度仍高，利率仍在寻顶过程。后半周利率冲高回落，长期活跃券普遍下行，央行 OMO 净投放，并且交易所 7 天回购在 2.4% 大量的供给，缓和了部分机构信用债借钱的压力，避免信用违约担心引发的流动性冲击，利率债收益率转而明显回落。

表 5：本周利率点位（%）

利率点位	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债	2.91	3.08	3.15	3.32	3.30
国开	3.07	3.32	3.46	3.55	3.75
农发行	3.07	3.36	3.43	3.61	3.78
铁道	3.46	3.74	3.87	3.97	4.07

表 6：收益率周度变化（BP）

周度变化	1Y	3Y	5Y	7Y	10Y
国债	-4.06	0.86	1.85	1.59	3.5
国开	-1.15	-5.83	-2.2	0.57	1.26
农发行	3.17	-2.79	0.02	1.35	-1.77
铁道	-3.98	-2.58	0.9	3.63	2.63

数据来源：Wind

表 7：国债期限利差及百分位水平

	3-1Y	5-3Y	10-5Y	10-1Y
2020/11/27	25.20	9.31	17.31	42.51
周变动 (BP)	-1.08	2.11	-0.60	-1.68
历史 3/4 位数	52.14	18.95	22.93	72.19
历史均值	39.15	14.23	17.84	57.00
历史 1/4 位数	27.28	9.97	12.12	44.12
当前分位数	21%	22%	47%	23%

表 8：国开期限利差及百分位水平

	3-1Y	5-3Y	10-5Y	10-1Y
2020/11/27	38.81	14.17	28.84	67.65
周变动 (BP)	-1.05	3.63	1.42	0.37
历史 3/4 位数	76.16	27.07	25.99	98.23
历史均值	63.10	20.16	17.33	82.32
历史 1/4 位数	48.16	11.92	9.88	59.93
当前分位数	15%	32%	83%	31%

数据来源：Wind

2、信用债

上周信用债收益率均呈现上行趋势。本期各信用级别短融收益率多数上涨，就具体信用评级而言，AAA 级整体下跌 7.69 BP，AA+级整体下跌 3.07 BP，AA-级整体下跌 3.07 BP。各信用级别中票收益率多数下跌，其中 5 年期 AAA 级中票下跌 0.82 BP，4 年期 AA+级中票下跌 2.15 BP，2 年期 AA-级中票上涨 2.08 BP。各级别企业债收益率不同期限多数下跌；具体品种而言，1 年期 AAA 级下跌 5.24 BP，3 年期 AA+级下跌 3.99 BP，15 年期 AA 级下跌 2.79 BP。

3、媒体观点

华创证券称，大型国企违约，与相关政策带来的信用债市场影响有以下几方面：1、信用利差短期整体走扩料将成定局。2、对上游行业持仓调整的边际影响预计将持续一段时间。3、城投类企业会受到波及，违约地区尤为明显。4、民营企业、房地产行业料将得到边际利好。所有制利差料将收窄。

中信固收称，受结构性存款压降和同业存单到期影响，同业存单发行量或将继续维持高位，但考虑财政投放以及年末考核，存量规模将趋于稳定。从价格上来看，11月整体流动性维持紧平衡，中长期存单发行利率大概率上行，但空间较小，同业存单发行利率提升对银行负债成本带来的压力有限。中小银行流动性问题暗示信用扩张速度可能寻顶。叠加11月债券市场面临经济修复延续、货币政策稳定、流动性边际宽松等因素影响，我们认为虽然目前暂不支持利率整体逆转下行，但未来更多利多因素将逐步释放，可以把握债券市场阶段性的交易机会。

四. 转债市场

1. 市场行情

本周中证转债微幅上涨 0.65%。虽然目前转债市场均值依然处于较高位置，但目前转债的转股溢价率情况则逐渐重回 2018 年以来的低位。前期估值低位的传统行业出现了一定程度的估值提升。多数前期低估值板块的确在此次震荡区间中取得了较好均值涨幅。当前时点，转债估值处于历史适中的水平，未来转债市场表现更多取决于正股走势。建议投资者从正股的稳健性、债性的保护及逆周期投资等多方面去挖掘机会。

图 2：中证转债指数本周继续收涨

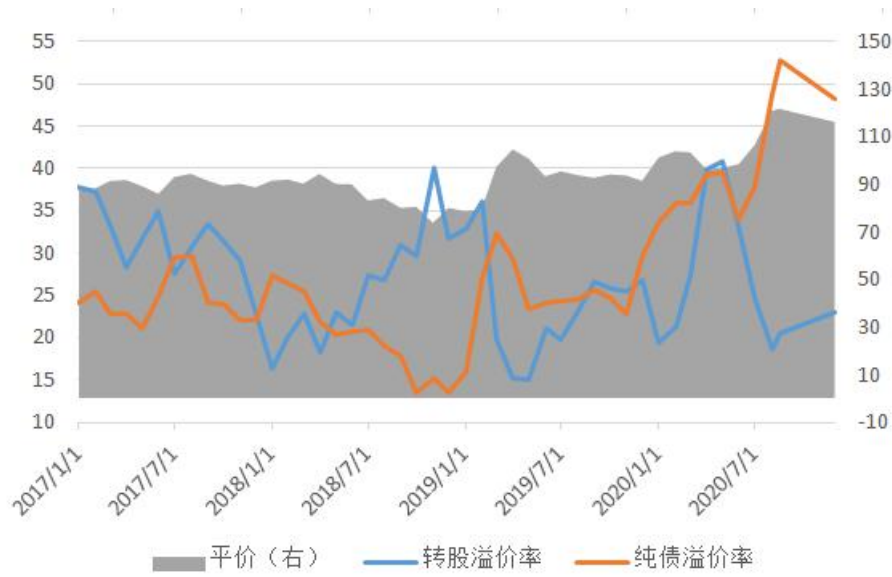


图 3：纯债溢价率继续下行



数据来源: Wind

图 4: 平价较低位对应转股溢价率较高位



数据来源: Wind

图 5: YTM 处于低位, 缓慢上行



数据来源: Wind

2. 一级市场

图 6: 转债净供给变化

序号	交易代码	债券简称	↓发行起始日	缴款日	计划发行规模(亿)	发行金额上限(亿)	发行规模(亿)
1	123078.SZ	飞凯转债	2020-11-27				8.2500
2	113609.SH	永安转债	2020-11-24				8.8648
3	123077.SZ	汉得转债	2020-11-23				9.3715
4		合计					26.4863

数据来源: Wind

3. 二级市场

本周转债市场行情一般, 12 个行业现涨势, 其余 13 个行业均呈现跌势。跌幅前 5 的行业是有色金属、银行、休闲服务、食品饮料、轻工制造、家用电器、纺织服装。个券方面, 涨幅前 5 转债为汽模转 2、今飞转债、永兴转债、金能转债、英科转债。

表 9: 转债涨跌榜

序号	代码	名称	周涨幅 (%)	最新价格	转股溢价率 (%)
----	----	----	---------	------	-----------

1	128090.SZ	汽模转 2	52.60	173.98	40.59
2	128056.SZ	今飞转债	30.31	157.80	-0.03
3	128110.SZ	永兴转债	16.19	158.00	-6.38
4	113545.SH	金能转债	13.31	151.39	-0.18
5	123029.SZ	英科转债	10.03	1253.35	1.38

序号	代码	名称	周跌幅 (%)	最新价格	转股溢价率 (%)
1	110058.SH	永鼎转债	-19.21	109.42	-1.35
2	123032.SZ	万里转债	-11.50	128.29	5.86
3	123046.SZ	天铁转债	-8.39	141.10	1.49
4	123023.SZ	迪森转债	-6.66	106.11	22.46
5	128053.SZ	尚荣转债	-6.58	141.30	5.33

数据来源: Wind

表 10: 转债涨跌幅 (按绝对价格)

区间 下限	区间 上限	数量	周度 涨跌幅	周度上涨 家数	周度下跌 家数	上涨占比
85	100	5	-0.21	3	2	60.00%
100	110	59	-0.84	11	47	18.64%
110	120	63	-0.60	22	41	34.92%
120	130	42	-1.66	16	26	38.10%
130	500	76	-2.02	28	48	36.84%

数据来源: Wind

五. 海外市场回顾

国际市场方面, 本周五美元兑人民币中间价报 6.5755, 与上周五相比上涨 5.48 BP。

美国十年期国债收益率 0.84%, 上周五报 0.83%, 美元指数本周有所下降, 报 91.7845。

周五 COMEX 黄金期货收跌 1.13%报 1790.7 美元/盎司，跌穿 1800 美元关键支撑位，创近五个月以来新低，周跌 4.36%；COMEX 白银期货收跌 2.86%报 22.775 美元/盎司，周跌 6.52%。黄金、白银期货均连跌三周。新冠疫苗捷报频传，市场风险情绪上升。对疫苗的乐观情绪，以及投资者押注拜登上台后全球贸易趋稳，带动美国股市窜升至纪录高位，令金价进一步承压。

周五国际油价涨跌不一，NYMEX 原油期货跌 0.42%报 45.52 美元/桶，周涨 7.31%，连涨四周；布油涨 1.07%报 48.3 美元/桶，周涨 7.43%，连涨四周。新冠疫苗捷报频传，市场对经济复苏的乐观情绪增强。