

春节前夕资金面如何演绎？

——流动性周报（2020.12.28-2021.1.3）

核心观点

房地产贷款集中度管控下，按揭利率存在向上压力，未来对 M1 形成一定压制。近期，央行出台了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，（1）2019 年以来，央行对房地产融的调控采取全口径（开发贷+按揭）宏观审慎考核，开发贷增长明显放缓，但按揭贷款增长较好，特别是中小银行开始深度涉入按揭领域并对其他领域信贷投放形成挤压。本政策主要考虑之一是同时考核全口径房地产和按揭贷款余额占比，防止在 2021 年“紧信用”环境下资金过多流向房地产，为创新、绿色、普惠等领域资源配置留足空间；考虑之二是对不同类型银行采取差异化要求，遏制中小银行按揭高增势头；（2）根据政策要求，预计大型银行按揭投放相对稳定，但以股份行为代表的中小银行增量按揭投放面临明显收紧压力，不排除这些银行需要重新规划 2021 年预算，零售银行运行逻辑可能受到冲击。由于按揭贷款低资本占用、低不良和高 EVA 特点，**稀缺性将进一步增强，定价存在一定向上压力。**（3）2020 下半年 M1 高增，与经济恢复带动货币活化提速、房地产景气度较好以及财政资金使用节奏偏慢造成一定淤积有关。受本次政策影响，**2021 年房地产销售增长或将边际放缓，并对 M1 形成压制。**同时考虑到 M1 增速一般领先 PPI 半年左右，而 2021 年通胀或在二季度见顶，以此类推当前 M1 高增态势恐难言持久。

预计 12 月份新增人民币贷款 1.0-1.1 万亿，新增社融 1.8-2.0 万亿。12 月份信贷仍延续受控增长，对公贷款受天气转冷施工回落略有影响，但中长期贷款占比依然向好。零售贷款需求较为旺盛，按揭、信用卡维持高增长，预计 12 月份新增人民币贷款 1.0-1.1 万亿，全年新增 19.5 万亿左右。12 月份政府债券供给压力有所加大，净融资规模约 7500 亿元，企业债发行受信用违约事件和利率债挤出效应影响整体偏弱，非标融资延续压降态势，年末贷款核销规模较大，预计 12 月份新增社融规模 1.8-2.0 万亿，全年新增规模 35 万亿左右。

春节前流动性面临四个“节点”，资金面稳定大势不改。从 2021 年元旦至春节，流动性将面临四个“节点”，即：a) 新年第一周 5200 亿元 OMO 以及第二周 3000 亿元 MLF 到期、b) 月中时点缴税高峰、c) 春节前取现规模高达 1.0-1.5 万亿以及 d) 春节后资金回潮。预计 2021 年元旦至春节前，央行货币投放总体呈现“紧-松-紧”特点，基础货币吞吐规模较大，预计**短端资金利率特别是隔夜利率波动将有所加大，利率中枢较 2020 年 12 月份略有上升，但中长端利率较为符合央行合意目标，调整空间不大。**

下一阶段市场展望及投资建议。（1）流动性稳定大势不改，**不必过度担忧流动性会对债市形成压制**；（2）1 月份国债发行量较少，目前仍未提前下达地方债额度，预计一季度政府债券供给压力弱于 2020 年四季度。同时，**一季度是银行、保险等机构集中配置期，供需矛盾反转对于债市而言相对利好**；（3）NCD 利率已基本调整到位，较为符合合意目标，后续将围绕 1YMLF 利率波动。而目前 1Y 国股 NCD 价格与 10Y 国债收益率扩大至 24bp，短期内对债市的压制进一步减弱；（4）10Y 国债收益率较 11 月份高点下行约 20bp 至 3.14%，略高于年初水平，期限利差保护仍有空间，而 2020 年 OMO、MLF 利率全年下降 30bp，债市估值仍有一定吸引力。**综上所述，尽管近期债市收益率迎来一小波下行，但综合资金面、债券供需、NCD 利率以及估值点位来判断，一季度利率不会有过大反弹空间，已入场持仓机构安全边际依然充足，其中 5Y 以上品种性价比相对更高。**

风险提示：中美摩擦不确定性依然存在，信用体系收紧影响需求复苏。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

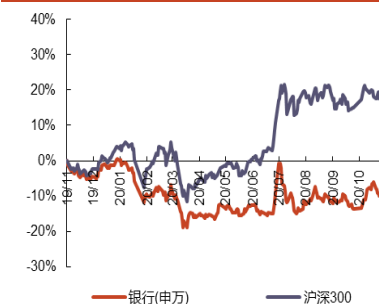
010-56513033

wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

liujie9@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

央行“扭转操作”减弱降准概率，定向工具面临“扩面提效”——流动性周报（2020.12.21-2020.12.27）

明年银行利率债配置性价比突出——流动性周报（2020.12.07-2020.12.13）

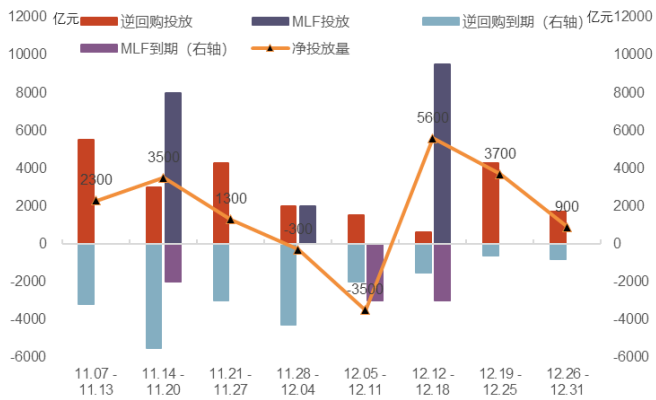
MLF 临时性投放带动市场情绪回暖，NCD 价格年内或企稳——流动性周报（2020.11.30-2020.12.06）

1、 上周市场流动性回顾

1.1、 资金市场情况回顾

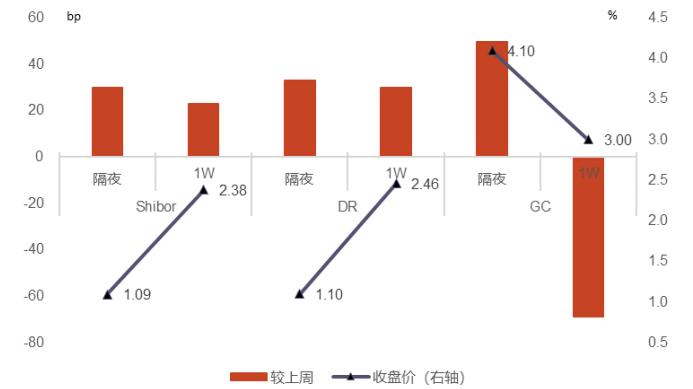
7天OMO小幅放量助力机构顺利跨年。年末最后一周，央行适度放量7天逆回购，累计实现资金净投放900亿元。截至12月31日，MLF余额为5.15万亿元，本周OMO到期5200亿元，MLF无到期。

图 1：上周央行净投放资金 900 亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年11月7日-2020年12月31日

图 2：DR 利率延续低位运行，隔夜 GC 利率小幅冲高



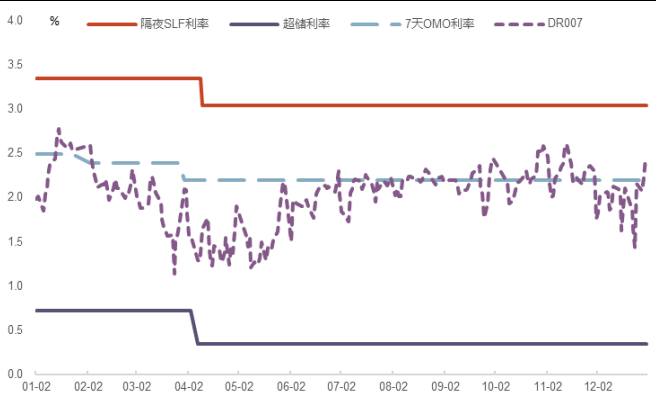
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年12月21日-2020年12月31日

在央行呵护之下，市场流动性保持合理充裕，机构平稳跨年，DR 利率延续低位运行，隔夜 GC 利率小幅冲高。截至 12 月 31 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.09%和 2.38%，较前一周分别上行 30bp 和 23bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.10%和 2.46%，较前一周分别上行 33bp 和 30bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 4.10%和 3.00%，较前一周分别上行 50bp 和 -69bp。

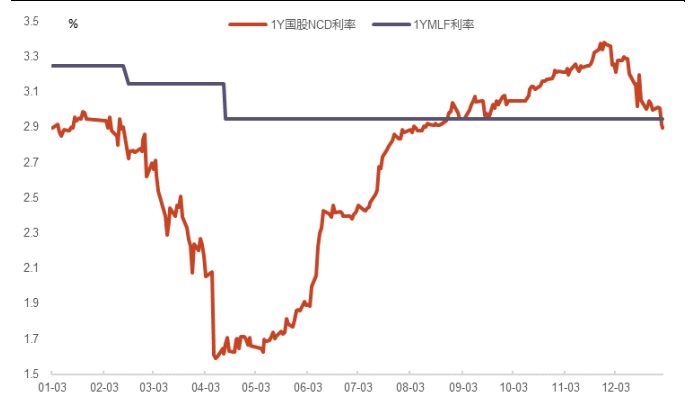
除隔夜外，短端利率走廊基本稳定，1Y-NCD 略低于 MLF 利率。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态基本稳定。年末最后一周，银行流动性指标摆布基本完毕，司库对中长期 NCD 发行需求偏弱，使得 1Y 国股 NCD 价格进一步下行至 2.90%水平，低于 1Y-MLF 利率 5bp。

图 3：短端利率走廊基本稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2020年12月31日

图 4：1Y-NCD 略低于 MLF 利率 5bp

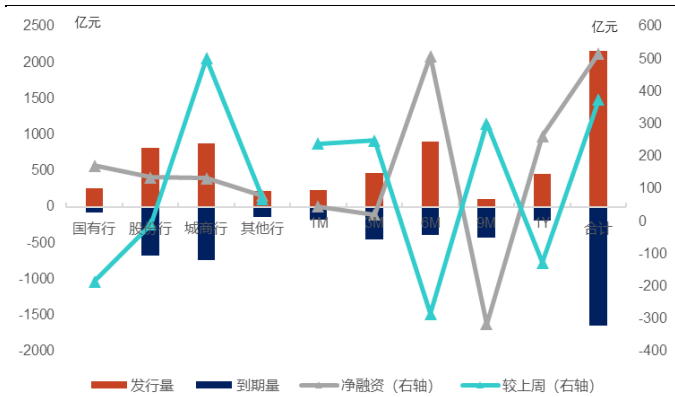


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月3日-2020年12月31日

上周 NCD 净融资额 516 亿元，较前一周增加 374 亿元。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 171、135 和 132 亿元，较前一周增加-186、-10 和 501 亿元。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 44、20、508、-317 和 262 亿元，较上周分别增加 238、249、-285、301 和-128 亿元。

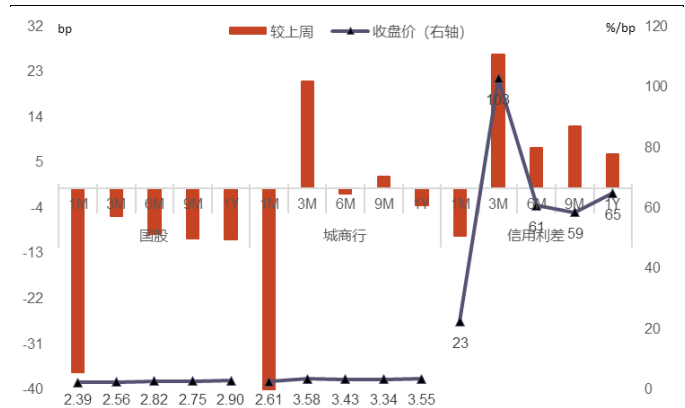
国股各期限 NCD 价格普遍下行。截至 12 月 31 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.39%、2.56%、2.82%、2.75%和 2.90%，较前一周分别下行 37bp、5bp、9bp、10bp 和 10bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.61%、3.58%、3.43%、3.34%和 3.55%，较前一周分别下行 46bp、-21bp、1bp、-2bp 和 3bp。

图 5：NCD 净融资规模较前一周有所增加



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 28 日-2020 年 12 月 31 日

图 6：国股各期限 NCD 价格普遍下行

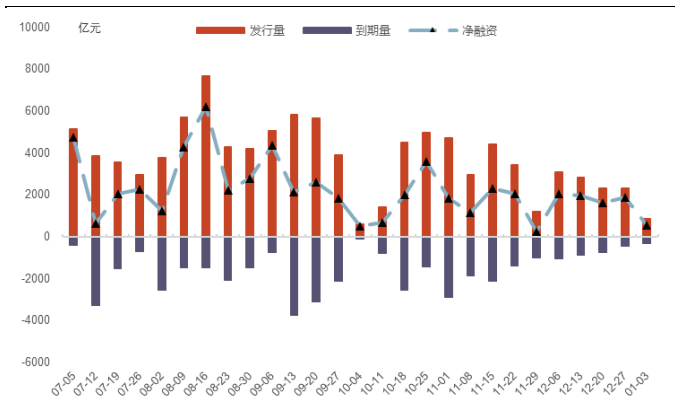


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 28 日-2020 年 12 月 31 日

1.2、利率债市场回顾

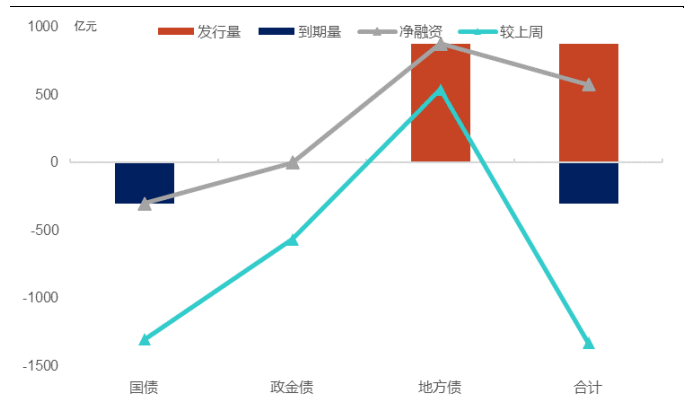
年末利率债净融资规模较小。上周国债净融资-301 亿元，较上周下降 1305 亿元；国开债净融资 0 亿元，较前一周下降 564 亿元；地方债净融资 879 亿元，较前一周增加 540 亿元。

图 7：利率债净融资规模有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 7 月 5 日-2021 年 1 月 3 日

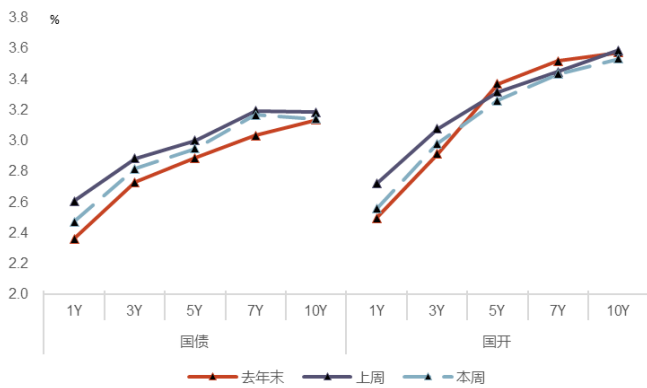
图 8：国债净融资规模有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 28 日-2020 年 12 月 31 日

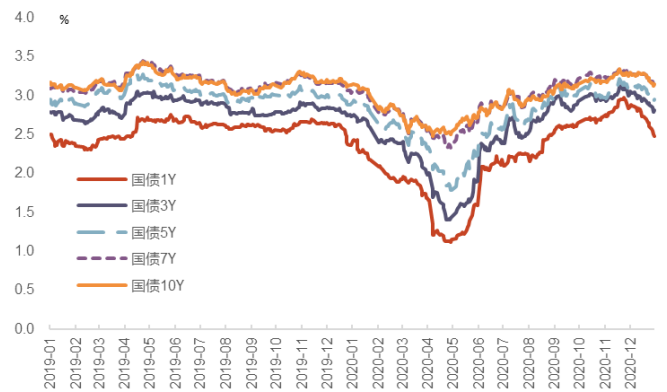
各期限收益率普遍下行。截至 12 月 31 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.47%、2.82%、2.95%、3.17%和 3.14%，较上周分别下行 14bp、7bp、5bp、3bp 和 4bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.56%、2.98%、3.26%、3.43%和 3.53%，较上周分别下行 17bp、10bp、6bp、1bp 和 6bp。

图 9：利率债各期限收益率普遍下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年12月28日-2020年12月31日

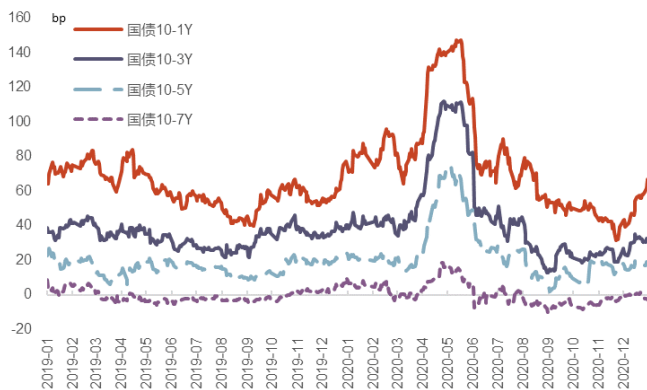
图 10：近两年国债收益率走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2020年12月31日

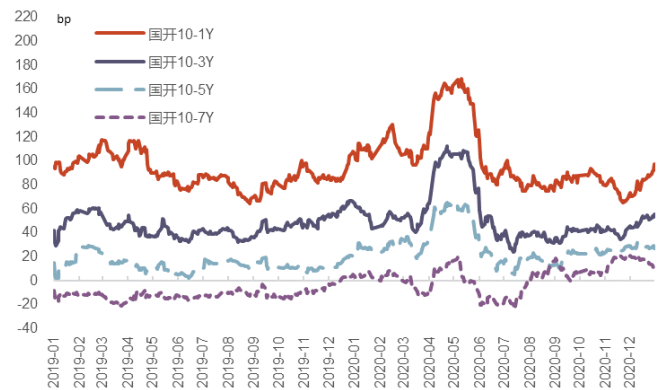
利率债期限利差有所扩大。截至12月31日，国债10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y利差分别为67bp、33bp、19bp和-3bp，国开债10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y利差分别为98bp、55bp、27bp和10bp。

图 11：近两年国债期限利差



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2020年12月31日

图 12：近两年国开债期限利差



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2020年12月31日

2、下一阶段市场展望及投资建议

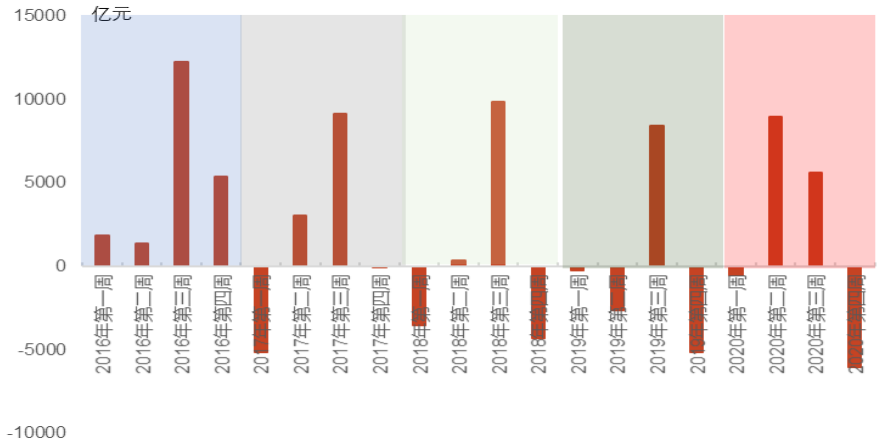
跨年前的最后一周，受短端利率持续宽松影响，收益率下行向长端传导，债券市场利率再度迎来下行，其中10Y国债收益率跌至3.14%，较11月中旬的高位降幅近20bp。我们认为驱动年底债市向好的因素主要有四点：一是央行“扭转操作”助力资金面宽松，二是国内疫情零散出现，三是中央经济工作会议强调宏观政策不急转弯，四是12月PMI环比下行。

那么，债市收益率经过此轮下行后，利好驱动因素能否延续，一季度配置价值如何？我们认为：

春节前流动性面临四个“节点”，央行呵护态度不会转变，资金面对债市相对温和。历年1-2月份重要经济数据均采用合并发布，即春节前夕属于数据空窗期，货币政策无需对经济基本面作出过度反应，而更多从资金面角度出发。2020年四季度货币政策例会强调“综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕”，预示

货币政策不会急于转向，稳定春节前资金面仍是央行的重要考虑。在 2021 年元旦至春节期间，流动性将面临四个“节点”，即：a) 新年第一周 5200 亿元 OMO 以及第二周 3000 亿元 MLF 到期、b) 月中时点缴税高峰、c) 春节前取现规模较大以及 d) 春节后资金回潮。

图 13：历年 1 月份央行通过 OMO 和 MLF 合计净投放情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016 年 1 月-2020 年 1 月

结合历年春节位于 2 月份时期央行操作节奏来看，预计元旦至春节前，央行货币投放总体呈现“紧-松-紧”特点，即：

(1) 跨年后资金面相对宽松，1 月上旬面对 OMO 和 MLF 到期，主要以对冲为主，结合扭转操作特点看，“收短端、稳长端”是一个相对合适的策略，预计 MLF 投放或采取小幅超额续作的方式。

(2) 进入 1 月中旬迎来缴税大月，近五年政府存款增长规模超过 6000 亿，而 1 月中下旬至 2 月初，居民取现高峰期逐步来临，历年平均规模高达 1-1.5 万亿元。结合历年实践，央行主要通过降准，创设 TLF、CRA 等针对春节的临时性工具，并加大 OMO 和 MLF 操作频率和投放力度的方式予以对冲。基于此，预计在 1 月中下旬，将是央行流动性集中投放时点，央行除适度加大 MLF 投放力度外，也会配合 7 天和 14 天 OMO 予以对冲。

(3) 进入 2 月份，央行为防止春节后资金回潮造成流动性过度宽松，可能会适度减弱货币投放。

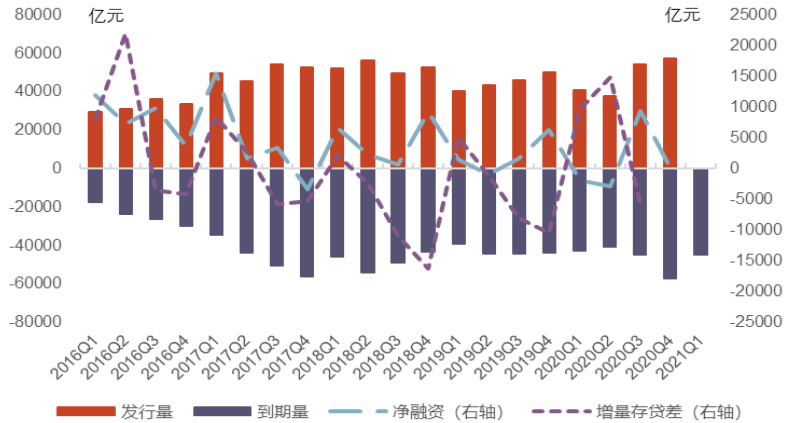
总体来看，由于 2021 年春节时点偏晚，流动性面临四个“节点”，央行将涉及较大规模的基础货币吞吐，预计短端资金利率特别是隔夜利率波动将有所加大，前期较低水平点位恐难延续，利率中枢较 2020 年 12 月份略有上升，但中长端利率较为符合央行合意目标。在此情况下，面对春节前的四个“节点”，央行维护春季前资金面稳定、呵护流动性态度不会改变，不必过度担忧流动性会对债市形成压制。

政府债券供给压力缓解，供需矛盾利好债市。一般而言，由于“两会”尚未召开，年度赤字率目标并未确定，1 月份国债发行均为全年低点，单月净融资额不超过 300 亿元。而 2019 年和 2020 年财政部均提前下达下一年度的地方债发行额度，使得 1 月份地方债净融资规模不低，但截止目前 2021 年仍未予以提前下达。综合判断，预计 2021 年一季度政府债券供给压力弱于 2020 年四季度。而从需求端看，在一季度开门红时点，往往是银行、保险等机构集中配置期，而 MLF 存量规模提升以及夯实流动性监管指标安全边际等需求，也促使银行需要增配利率债，即供需矛盾反转对于债市而言是一个相对利好的因素。

NCD 利率对债市压制减弱，后续将围绕 1Y MLF 利率波动。对于一季度 NCD 利率判断，主要基于三点考虑：一是 2020 年临近年末时点 NCD 利率迅速跌至 2.9%

的水平，一定程度上与年底银行流动性指标安排完毕，发行需求偏弱有关；二是从历史情况看，年初开门红时点，银行资金需求量比较大，往往表现为 NCD 净融资和增量存贷差的双升；三是 2021 年一季度 NCD 到期规模 4.5 万亿，压力高于往年同期水平；四是近期 Shibor3M 已有走平迹象，大体维持在 2.75% 左右，作为中端利率的重要基准锚，Shibor3M 走平也有抑制 1YNCD 价格进一步下行的作用。综上所述我们判断，NCD 利率或已基本调整到位，较为符合央行合意目标，后续将围绕 1YMLF 利率波动。而目前，1Y 国股 NCD 价格与 10Y 国债收益率扩大至 24bp，短期内对债市的压制进一步减弱。

图 14：历年 NCD 在各个季度的净融资与增量存贷差



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016 年一季度-2021 年一季度

中长端估值仍有一定吸引力。从收益率绝对点位看，目前，10Y 国债收益率较 11 月份高点下行约 20bp 至 3.14%，略高于年初水平，低于 2019 年均值 4bp。但与 2019 年相比，2020 年 OMO、MLF 利率全年下降了 30bp，仅从基准利率与市场利率运动轨迹看，债市当前估值仍有一定吸引力。从期限利差看，10-1Y 期限利差为 67bp，位于历史上 1/4 分位与中位数之间，略高于 2019 年均值 6bp，利差保护仍有空间，考虑到 12 月份短端 1-3Y 品种利率下行幅度更大，在央行流动性呵护之下，中长端或仍可期待小幅空间。

综上所述，尽管近期债市收益率迎来一小波下行，但综合资金面、债券供需、NCD 利率以及估值点位来判断，一季度利率不会有过大反弹空间，已入场持仓机构安全边际依然充足，其中 5Y 以上品种性价比相对更高。

3、 风险分析

- 1) 中美摩擦不确定性依然存在，国际地缘政治风险依然较高，市场风险偏好难有显著回升空间。
- 2) 货币信用“双紧缩”环境下，需谨防信用过度紧缩对经济复苏产生的冲击，银行稳存增存压力加大可能会对信贷投放产生约束。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳