

# 以史鉴今：钱荒之后会发生什么？

——流动性周报（2021.1.25-2021.1.31）

## 核心观点

**当前市场环境**与 2013 年 6 月“钱荒”的四点异同。（1）宏观经济均处于上升轨道，通货膨胀水平有上行压力；（2）资金需求较为旺盛，资金在金融体系内留滞，虚拟经济繁荣，房地产价格出现较快上涨。今年开年非银贷款投放量较大，零售存款逆季节性负增长，新发基金较为火爆，资金存在跑步入市迹象需要得到修正；（3）监管部门旨在引导金融机构去杠杆，2013 年主要是基于对同业业务的整治，改善期限错配，防止资金“跑冒滴漏”进入虚拟经济，引导“脱虚入实”；（4）2013 年我国基础货币投放主要为外汇占款，而当前基础货币投放主要依靠 OMO+MLF 等工具。总结而言，在宏观经济上行时期，实体经济和金融机构资金需求较为旺盛，杠杆率明显提升，资金存在“脱实入虚”现象。而经济基本面的向好使得央行存在一定的政策空间，有底气通过保持货币政策刚性，引导机构去杠杆和实现资金“脱虚入实”，且在这一过程中，央行的行为存在一定主动性，在资产价格泡沫尚未“吹大”时期，通过适当紧缩未雨绸缪予以防范。

**本轮“钱荒”后市场如何演绎。**（1）“钱荒”过后央行会释放政策暖意，通过 7 天+14 天 OMO 以及提前开展 1 期 MLF 等方式补充流动性，但综合考虑结汇需求、北方地区“就地过年”造成现金需求下降以及今年资金利率的“双峰效应”，不宜期待央行会有大量净投放，**春节前夕资金面或维持“紧平衡”态势**；（2）本轮“钱荒”时期资金利率峰值远不及 2013 年，其余波效应也相对弱一些，但**短期资金利率中枢上移或已成定局**；（3）银行同业业务规模出现缩量，市场加杠杆现象开始退潮，错配缺口改善，资金逐步回流至实体经济；（4）资金利率的脉冲式走高对长债利率影响相对有限，但考虑到二季度 CPI 见顶回落，长债利率难有趋势性机会，而资金利率中枢的上移，以及债市进一步解杠杆，对于短债利率利空更大；（5）在人民币升值预期以及海外热钱加速涌入情况下，外汇占款短期内有望成为新的基础货币投放渠道，OMO 投放管道或出现收窄。

**上周五银行间与交易所市场资金面出现分化。**上周五下午 GC001 一度触及 1%，而 DR 利率延续上行趋势，并小幅突破利率走廊上限。究其原因可能有：一是央行通过官方声明辟谣上调 SLF 利率，尾盘 A 股出现反弹，市场紧张情绪得到缓和。二是交易所资金起息是 T+1，由于月末和周末的重叠，1 月 29 日在交易所市场融入隔夜资金将在 2 月 1 日到账，使得机构隔夜融入需求大幅下降。这样一来，非银机构涌入银行间市场借 7 天资金（隔夜资金实际占用天数为 3 天，价格与 7 天倒挂），可以看到 1 月 29 日 R007 成交规模增加 1.1 万亿，创 2020 年 10 月以来新高，而隔夜成交量进一步回落至 1.4 万亿。

**下一阶段市场展望及投资建议。**对于对于市场而言，短端资金价格脉冲式上行警示的信号意义大于实际影响，在央行超预期收紧短端流动性警示下，会让市场重新评估定价逻辑，最重要的是要修正对宽松流动性的过高预期，“不急转弯”也可以“拐弯”，从而避免陷入“危机爆发——货币放水——资产价格暴涨”的处境。我们多次提示，在春节前基础货币大幅吞吐的情况下，短债收益率波动幅度较大，尤其是当前央行已释放明显政策信号后，短债调整空间已不大，不宜过度博弈波段操作，票息策略相对占优。长债利率经过近期调整性价比进一步提升，EVA 水平与按揭贷款基本相当，安全边际较为充足，呈现“上有顶、下有底”趋势，区间大概率维持在 3.1-3.3%水平。

**风险提示：**疫情持续时间超预期，资金面波动加大。

## 银行业

### 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

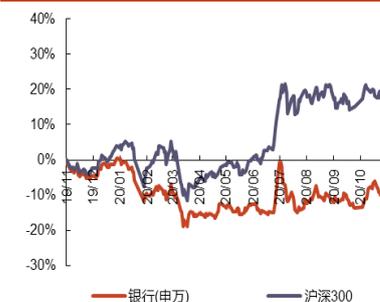
010-56513033

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

不宜对 1 月份信贷投放过度乐观——流动性周报（2021.1.18-2021.1.24）

从“晚春效应”看 1 月中下旬信贷和流动性形势——流动性周报（2021.1.11-2021.1.17）

隔夜利率为何总是上蹿下跳——流动性周报（2021.1.4-2021.1.8）

春节前夕资金面如何演绎——流动性周报（2020.12.28-2021.1.3）

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、 热点透析——以史鉴今：钱荒之后会发生什么？

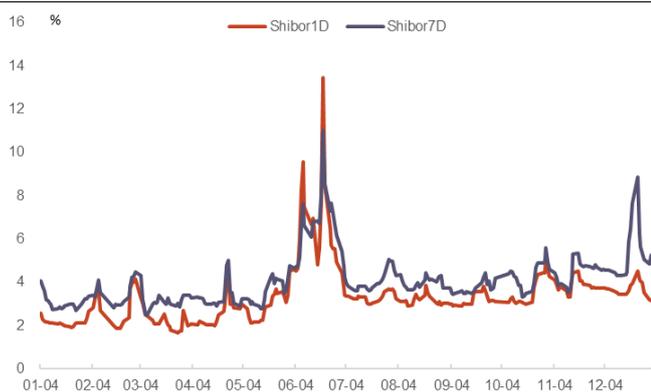
上周央行在公开市场操作上表现异常坚定,连续4个交易日持续回笼基础货币,仅在周五小幅净投放980亿,市场预期接连落空,资金市场利率大幅上行。尤其是网传央行上调SLF利率的谣言出现后,国债期货一度出现重挫,现券卖盘激增,GC001最高上行至10%,DR007也上行至3.07%,突破利率走廊上限(隔夜SLF利率3.05%)。

对于上周的资金市场形势,大体可以将其视为一次小型“钱荒”,我们在1月27日的报告《资金面紧张还要持续多久?——对央行近期货币政策操作的点评》中已此进行了详细分析。本文以史鉴今,通过回顾2013年“钱荒”后的市场表现,推演本次“钱荒”之后市场演化的逻辑?

## 1.1、 2013年6月“钱荒”与当前市场环境的对比

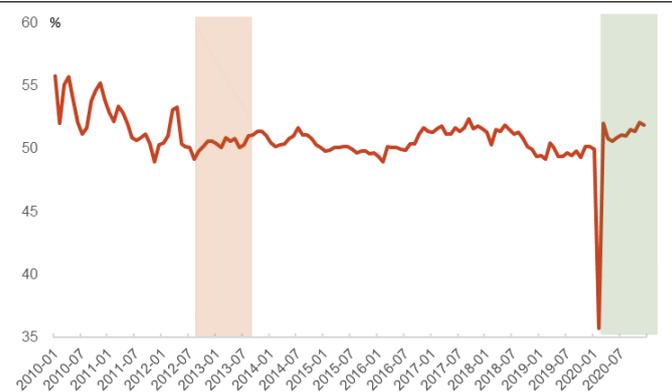
2013年的“钱荒”始于5月下旬,随着年度企业所得税缴纳的开始,资金面已有收紧迹象,但机构并未予以重视。进入6月份资金面进一步恶化,部分银行陷入“违约门”传闻、农发行债券“流标”等事件引起市场恐慌情绪,资金面陡然收紧,隔夜Shibor由6月3日的4.5%升至6月8日的9.58%。6月20日,美联储主席伯南克发表讲话明确释放退出QE信号,全球股市、大宗商品大跌,A股同样出现大幅下挫,令市场神经再度紧绷。下午市场传闻出现资金违约、货币基金出现大规模赎回潮和爆仓,成为压垮资金面的最后一个稻草。受此影响,隔夜利率升至13.44%,创历史新高。6月下旬,央行开始释放流动性支持,并引导部分流动性充足的银行向市场融出资金,资金利率逐步回落。

图1：2013年Shibor1D和Shibor7D运行情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2013年1月4日-2013年12月31日

图2：两轮PMI均处于上行通道



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2010年1月-2020年12月

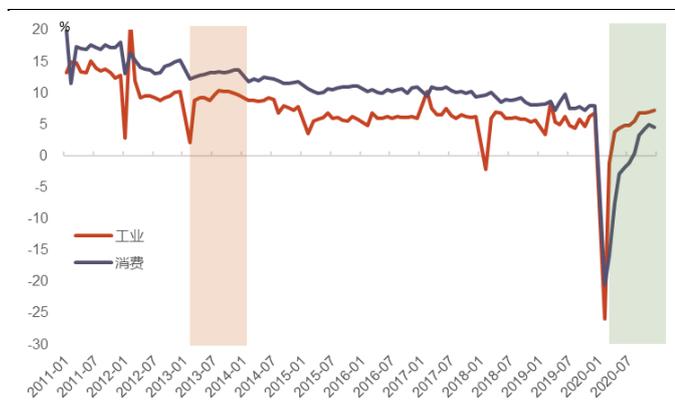
理论上,“钱荒”形成的原因,主要在于金融体系内部杠杆率上升,各类资产价格较快上升,资金留滞于虚拟经济,使得货币政策需要关注资产价格波动。而对于2013年“钱荒”,大的背景是监管对同业业务的整治。2013年“8号文”对于

理财投资的规定，使得金融机构转向采取表内资金（如同业拆借、回购）对接非标，期限错配问题较为突出。在半年末月份，机构通过票据融资加杠杆提前布局占位的冲动较强，资金需求较大，但央行在此期间却保持了相对克制的货币投放，旨在提示机构控杠杆，叠加财政缴税、季节性效应、各类网传“风险门”事件以及美联储声明退出QE等多方面因素形成共振，造成了资金面的大幅收紧和“钱荒”的爆发。

以史鉴今，为了推演“钱荒”后市场会发生什么，我们需要对比2013年6月和本轮“钱荒”下市场环境异同，归纳起来有以下几个方面：

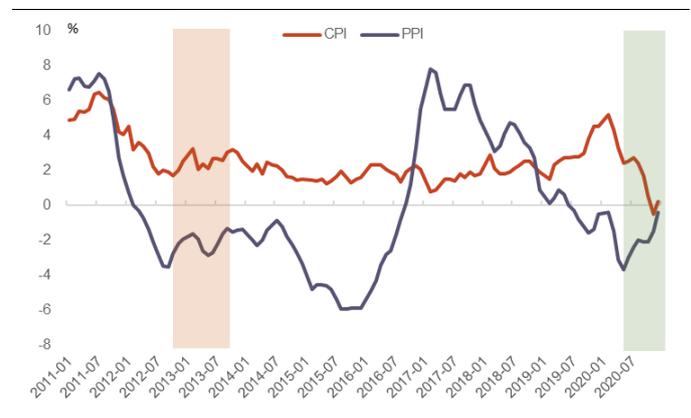
一是宏观经济均处于上升轨道，通货膨胀有上行压力。2013年以来，PMI稳步上行，工业增加值增速企稳并逐步回升至两位数水平，消费增速同样处于平稳阶段，PPI和CPI在经过2012年大幅回落后开始缓慢爬升。而2020年下半年以来，随着疫情得到基本控制，我国经济景气度同样处于复苏轨道，各项宏观经济指标均触底反弹。

图3：两轮工业和消费景气度均处于上行通道



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2011年1月-2020年12月

图4：两轮通胀水平均处于上行通道



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2011年1月-2020年12月

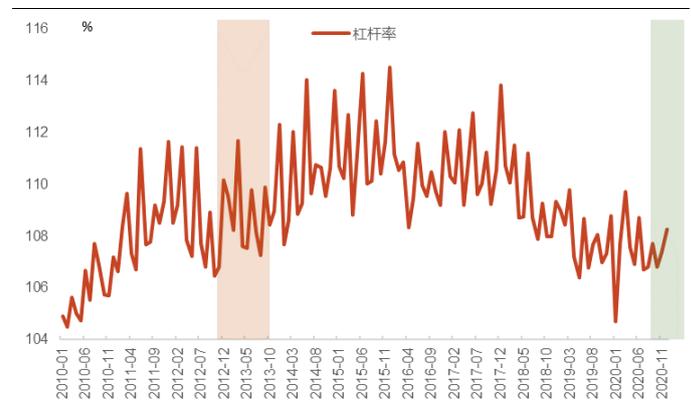
二是资金需求较为旺盛，且存在“脱实入虚”现象。可以看到，2013年我国房地产价格迎来一波快速上涨，商品房销售面积增速大幅上行并达到全年高点，而2020年下半年以来，部分地区如上海、深圳等地区房地产价格同样出现快速上涨。

图5：两轮房价处于上行通道



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2011年2月-2020年12月

图6：两轮杠杆率均出现快速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2011年1月-2020年12月

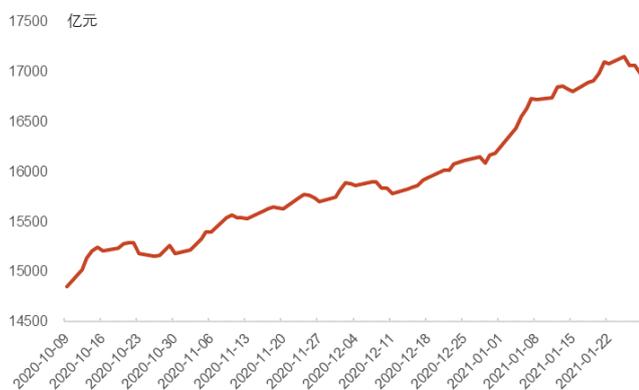
同时，资金“脱实入虚”现象较为明显，主要表现为：

(1) 2013年债市杠杆率经历了触底快速反弹的趋势，由106%的低位上行至110%；

(2) 2020年12月债市杠杆率为108%，较前期106%的低位同样出现上行，而且2021年1月上旬在资金利率持续低位运行情况下，隔夜回购成交量突破4万亿规模，显示债市加杠杆现象进一步加剧。

(3) 2021年开年以来，信贷投放存在一定“外溢效应”，新基金发行“火爆”，表现为：a) 非银贷款月内投放量较大，b) 零售存款逆季节性负增长 c) 非场景化消费金融增长增势好于场景化消费金融，资金存在跑步入市迹象。可以看到，1月份沪深融资余额增势较前期有所提升，由1.62万亿增至1.72万亿。

图7：2021年以来沪深两融余额快速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年10月9日-2021年1月29日

图8：2021年1月份新发基金较为火爆

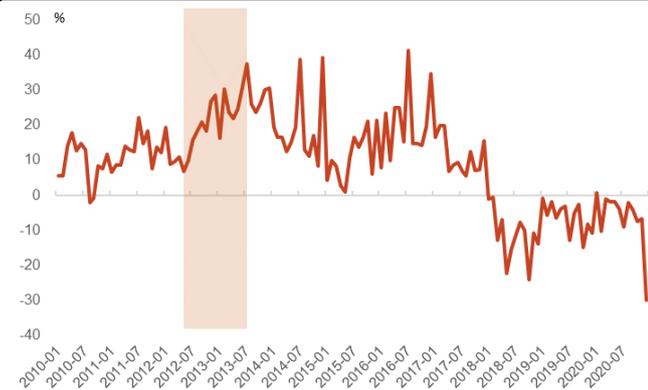


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月-2021年1月

三是监管部门均旨在引导金融机构“去杠杆”，引导资金“脱虚入实”。2012年随着非标业务的兴起，银行通过理财、同业业务等投资信托资管等非标资产，使得大量资金流入地方融资平台和房地产行业，理财和同业业务大幅扩张。2013年3月银监会发布“8号文”，明确要求“理财资金投资非标余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上一年度审计报告披露总资产的4%之间孰低者为上限”。受此影响，机构之间开始通过“互买”、“过桥”等方式，将非标转向自营账户，并用拆借、存放、买返等同业渠道对接非标，资产端则计入应收类投资，导致同业杠杆进一步放大，期限错配加剧。因此，在资金面出现趋紧苗头时，央行货币投放保持了相对克制，并向各商业银行发送《关于商业银行流动性管理事宜的函》要求加强流动性风险管理，旨在引导机构降杠杆。

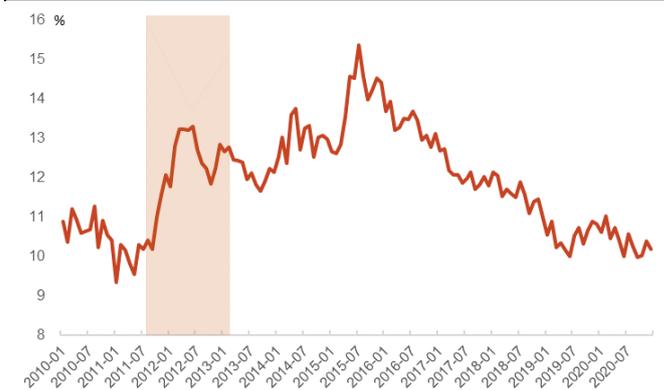
同样，近期在资金利率明显上行的情况下，央行货币政策操作却保持了相对刚性，持续在公开市场净回笼货币，其核心考量则在于应对信贷外溢造成资金“跑冒滴漏”进入资本市场和房地产市场，以及纠正前期低利率环境下债市股市“加杠杆”行为，引导资金“脱虚入实”。

图 9：2012-2013 年非标融资占社融比重快速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010 年 1 月-2020 年 12 月

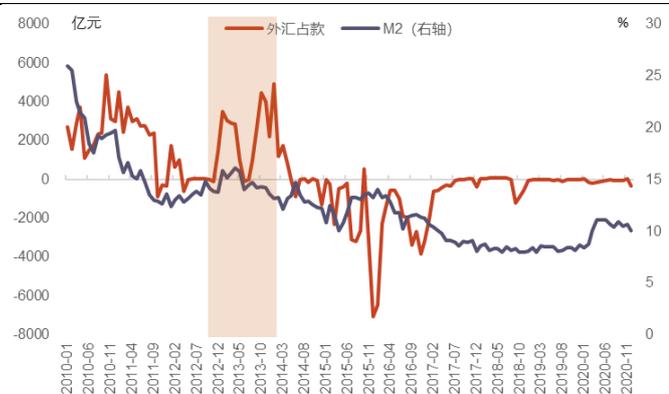
图 10：2012 年商业银行同业负债占比快速上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010 年 1 月-2020 年 12 月

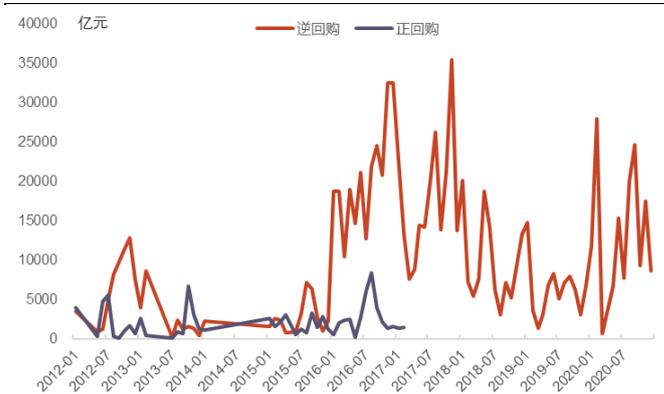
四是基础货币投放机制不同。2013 年我国基础货币投放主要为外汇占款，央行需要通过正回购（之前是通过央票）甚至提高法定存款准备金率的方式回笼基础货币。而 2015 年“8.11 汇改”之后，人民币贬值预期升温，国内资本流出压力明显增大，基础货币的外汇占款渠道基本结束，央行不仅提高了公开市场操作的频度和力度，而且创新了诸如 MLF、SLF、SLO 和 PSL 等工具。

图 11：2013 年基础货币投放主要依赖于外汇占款



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010 年 1 月-2020 年 12 月

图 12：当前基础货币投放主要依赖公开市场操作



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2012 年 1 月-2020 年 12 月

总结而言，两轮钱荒均出现在宏观经济上行时期，实体经济和金融机构资金需求较为旺盛，杠杆率明显上行。经济基本面的向好使得央行存在一定的政策空间，有底气通过保持货币政策刚性，引导机构“去杠杆”和实现资金“脱虚入实”，且在这一过程中，央行的行为存在一定主动性，在资产价格泡沫尚未“吹大”时期，通过紧缩政策未雨绸缪予以防范，通过下好政策“先手棋”、打好“先手牌”，释放政策边际收敛的信号，来达到管理预期的效果。

特别需要强调的是，本轮小型“钱荒”的资金利率“脉冲式”上行，可能还和市场结构在短期内出现较大变化相关，而不完全是整体流动性全面收紧。即虽然关注“总闸门”有一定影响，但是我们仍需要看到流动性可能在机构间分布出现

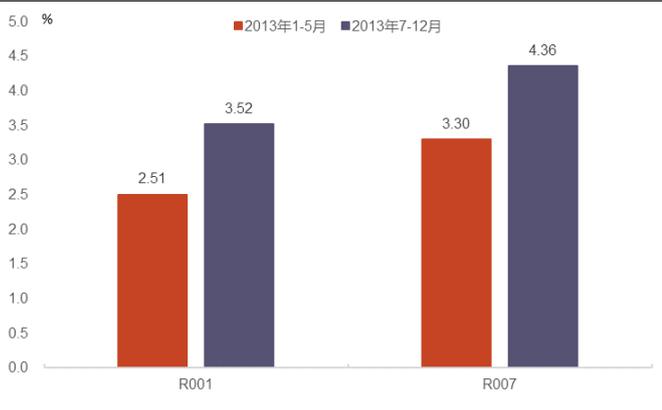
了较大的不平衡。造成这种不平衡的因素在于：今年1月上旬，在流动性相对宽松的环境下，银行投放了大量非银贷款，新发基金较为火爆，全月新发规模为4250亿份，仅次于2020年7月份水平。银行资金“借基入市”现象，导致银行体系负债结构中同业负债占比有所提升，负债稳定性下降，基金代销业务的差异化也造成流动性的结构性不平衡，整个银行体系预防性备付目标有所提升。资金跑步入市造成了银行负债稳定性下降和流动性结构性不平衡加剧。随着央行在公开市场上持续回笼货币，再叠加季节性效应，和流动性机构间不分布不平衡而出现“共振”，市场机构争相自保流动性安全抬高备付率水平，造成市场利率“脉冲式”上行。正印证了“流动性是个胆小鬼，遇到麻烦它就躲起来”。

## 1.2、 本轮“钱荒”后市场如何演绎

通过对比2013年6月和本轮“钱荒”所处的市场环境来看，两轮市场在宏观经济、资金需求、监管导向等方面存在一定的相似度，尽管基础货币投放渠道有所不同，但也不妨碍我们以史鉴今，推演本轮“钱荒”过后市场该如何演绎。

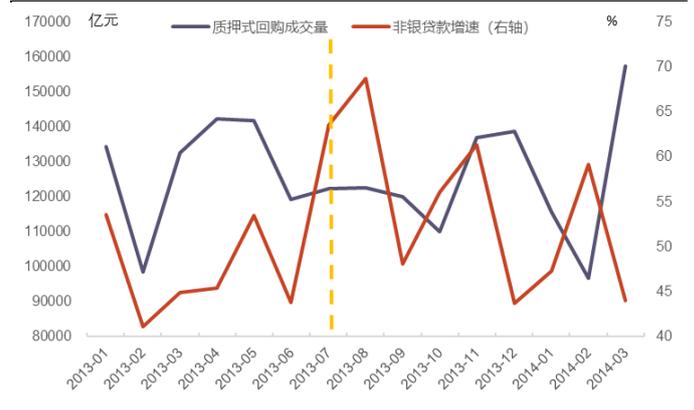
(1) “钱荒”过后央行会释放政策暖意，但不宜期待过度宽松的环境，春节前夕资金面或维持“紧平衡”态势。2013年“钱荒”过后，央行窗口指导部分大型银行加大资金融出，并通过SLF、正回购到期等方式累计净投放资金7600亿，向“钱荒”中资金缺口较大的机构提供流动性，并接受高等级债券和优质信贷资产作为合格抵押品。从本轮“钱荒”看，央行已在上周五净投放980亿，释放了一定政策暖意，本周OMO到期3840亿，预计央行不会再延续上周净回笼的态势，通过7天+14天OMO以及提前开展1期MLF等方式补充流动性，但综合考虑结汇需求、北方地区“就地过年”造成现金需求下降以及今年资金利率的“双峰效应”，不宜期待央行会有大量净投放，即可能“春节前不过量放，春节后也不过量收”，整体资金面维持紧平衡态势。

图 13：2013 “钱荒” 过后资金利率中枢上移



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2013年1-5月、7-12月

图 14：2013-2014 年非银贷款增速与回购成交量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2013年1月-2014年3月

(2) 短端回购资金利率中枢出现上移。“钱荒”过后的余波仍会持续存在，可以看到，2013年7-12月期间，R001均值为3.52%，较1-5月上行101bp，R007则上行106bp至4.36%，而在此期间，央行并未对法定存款准备金率和存贷款基准利率予以调整。而本轮宽松潮始于2020年11月末，资金利率上行始于2021年

1月11日，在此期间R001和R007均值分别为1.1%和2.28%，而资金利率上行峰值分别为6.59%和4.83%，仅为2013年6月时期峰值水平的一半，DR001和DR007仅为3-4%。因此，本轮“钱荒”过后的余波效应相对偏弱，但资金利率中枢上移或已成定局。

(3) 银行同业业务规模出现缩量，市场“加杠杆”现象退潮，流动性错配缺口改善，资金逐步回流至实体经济。从2013年“钱荒”过后资金交易情况看，随着市场对央行宽松的一致性预期被打破，预防性备付需求有所提升，传统大户资金融出相对审慎，导致非银贷款增速呈现震荡下行态势，而质押式回购成交量缩量迹象更为迅速，在2013年7-11月期间，月均规模为12万亿左右，明显低于3-5月份14万亿水平，反映出市场“加杠杆”现象有所退潮，持续时间大概为4-5个月。而从本轮“钱荒”情况看，随着机构逐步解杠杆或不再“加杠杆”，质押式回购成交规模在近期出现明显缩量，预计短期内难现前期日均4万亿的规模，银行同业业务规模会出现一定程度缩量，非银机构错配缺口未来趋于改善，引导资金逐步回流至实体经济。

图 15：2013 “钱荒” 后资金利率中枢上移



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2013年1月4日-2014年12月31日

图 16：2013 年 “钱荒” 后债市收益率上行，曲线陡峭化



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2013年5月2日、12月31日

(4) 短债上半年或有所承压，资金利率的脉冲式冲高对长债影响相对有限。可以看到，2013年下半年，债市收益率出现了快速上行，其中10Y国债收益率由3.4%上行至4.6%，而1Y收益率由2.78%上行至4.21%，收益率曲线有平坦化趋势。这固然有CPI上行带来的影响，但回购利率中枢的上移也降低了加杠杆的空间，特别是对通过代持养券形式放杠杆的违规操作进行查处，使得债券市场经历了近半年的熊市，直到2014年才真正迎来债市的大底。那么，回到本轮“钱荒”对债市的影响，资金利率的脉冲式走高对长债利率影响相对有限，但考虑到二季度CPI或冲高回落，在此期间长债利率难有趋势性运动，而资金利率中枢的上移，以及债市杠杆的进一步压降，对于短债利率利空更大。

(5) 未来几个月需关注外汇占款对基础货币投放的影响，OMO投放管道或出现收窄。受出口形势持续向好、企业年末集中结汇以及市场对人民币汇率预期偏强等影响，2020年12月份银行代客结售汇净额为652亿美元，创近5年以来新高。而代客远期结汇净额为348亿美元，显示出未来结汇需求依然较为旺盛。而12月份外汇占款录得-329亿，反映出在资金面宽松环境下，央行无意通过外汇占款形式过多扰动流动性运行。然而，让外币资金持续滞留在银行体系，无疑会加大银行体

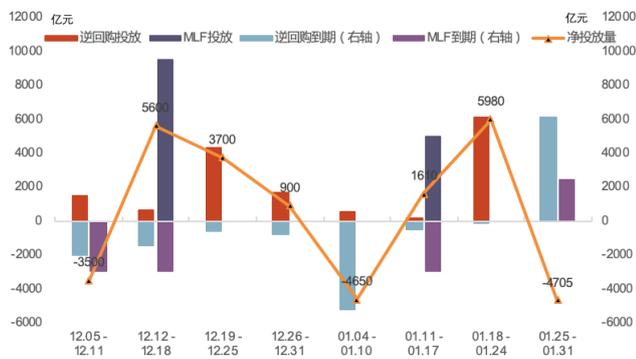
系外币流动性管理难度和财务成本，预计后续央行将会提升与银行结汇力度，外汇占款短期内有望成为新的基础货币投放渠道，从而导致近几年来基础货币投放渠道生变，OMO 投放管道或出现收窄。

## 2、 上周市场流动性回顾

### 2.1、 资金市场情况回顾

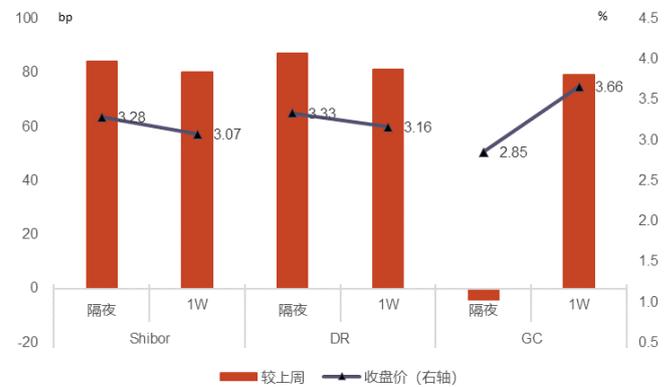
**央行持续回笼流动性。**上周央行在公开市场上连续 4 个交易日回笼流动性，仅在周五净投放 980 亿，全周开展逆回购操作 3840 亿，到期 6140 亿，TMLF 到期 2405 亿元，累计实现资金净回笼 4705 亿。截止 1 月 29 日，MLF 余额为 5.15 万亿。

图 17：央行持续回笼流动性



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 05 日-2021 年 1 月 29 日

图 18：银行间市场与交易所市场资金利率出现一定分化



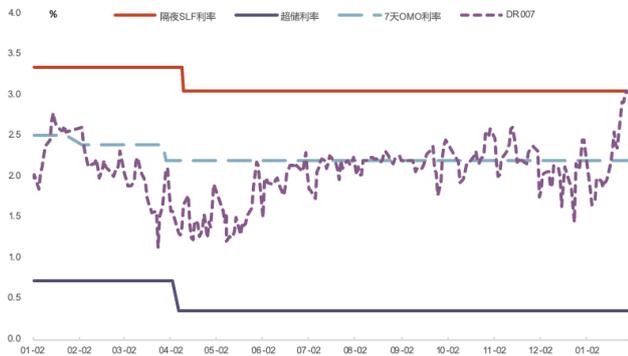
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 25 日-2021 年 1 月 29 日

**银行间市场与交易所市场资金面出现分化，周五下午 GC 利率大幅回落。**上周资金利率波动较为剧烈，周一到周四随着央行持续净回笼流动性，资金利率大幅上行，其中 GC001 因“周四效应”当日最高冲至 9.9%，收盘价上行至 7.14%。周五央行净投放 980 亿后，上午资金面依然较为紧张，但午后资金利率出现大幅下行，GC001 一度触及 1%，而 DR 利率延续上行趋势，并小幅突破利率走廊上限。银行间市场与交易所市场资金面的分化，可以从两个细节进行推断：

一是央行通过官方声明辟谣上调 SLF 利率和投放 SLF 工具，尾盘 A 股出现反弹，市场紧张情绪得到缓和。

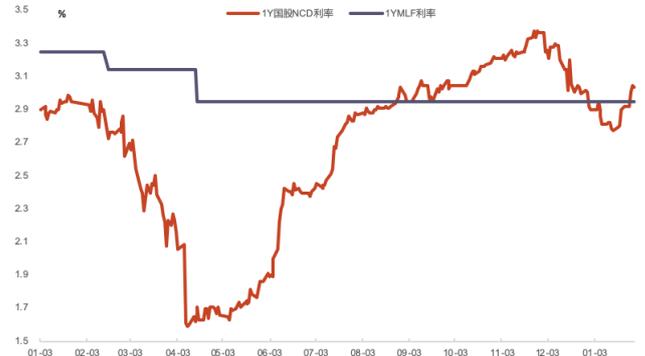
二是交易所资金起息是 T+1 制度，由于月末和周末的重叠，1 月 29 日在交易所市场融入隔夜资金将在 2 月 1 日到账，使得机构隔夜融入需求大幅下降。这样一来，非银机构都涌入银行间市场借 7 天资金（隔夜资金实际占用天数为 3 天，价格与 7 天倒挂），可以看到 1 月 29 日 R007 成交规模增加 1.1 万亿，创 2020 年 10 月以来新高，而隔夜成交量进一步回落至 1.4 万亿。

图 19：短端利率走廊大幅上扬



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年1月29日

图 20：1Y-NCD 利率突破 1Y-MLF 利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月3日-2021年1月29日

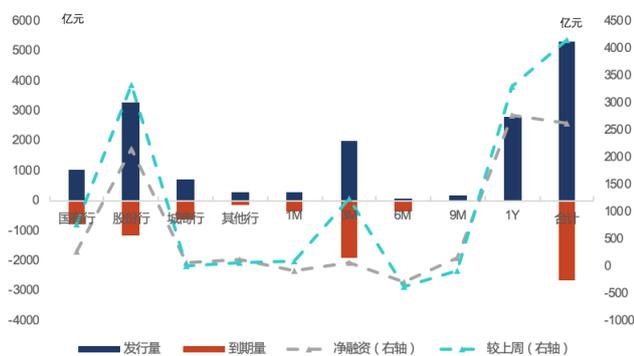
总体来看，上周银行间市场资金利率延续上行步伐，交易所资金利率隔夜品种趋于回落，截至1月29日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 3.28%和 3.07%，较上周分别上行 84bp 和 80bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 3.33%和 3.16%，较上周分别上行 87bp 和 81bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.85%和 3.66%，较上周分别上行-4bp 和 79bp。

短端利率小幅突破利率走廊上限，1Y 国股 NCD 利率进一步上行。上周 DR007 进一步上行至 3.07，已高于利率走廊上限（隔夜 SLF 利率为 3.05%）2bp。1Y 国股 NCD 价格为 3.04%，高于 1Y-MLF 利率 9bp。

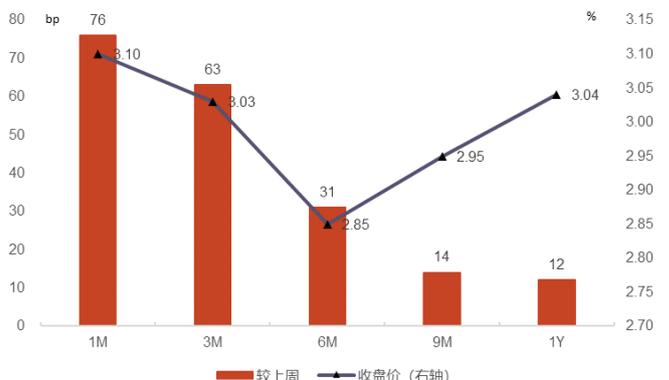
上周 NCD 净融资额 2617 亿，较前一周上升 4139 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 274、2154 和 65 亿，较前一周增加 765、3328 和 1 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资-84、71、-287、140 和 2777 亿，较上周分别增加 103、1226、-390、-96 和 3296 亿。

图 21：NCD 净融资规模较前一周大幅上涨



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月25日-2021年1月29日

图 22：各期限 NCD 价格大幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月25日-2021年1月29日

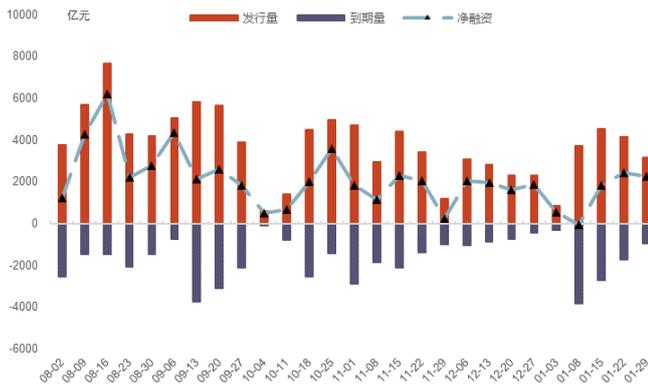
各期限 NCD 价格大幅上行。截至1月29日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 3.10%、3.03%、2.85%、2.95%和 3.04%，较前一周分上行 76bp、63bp、

31bp、14bp 和 12bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 3.13%、3.04%、3.04%、3.21%和 3.35%，较前一周分别上行 60bp、40bp、22bp、21bp 和 21bp。

## 2.2、利率债市场回顾

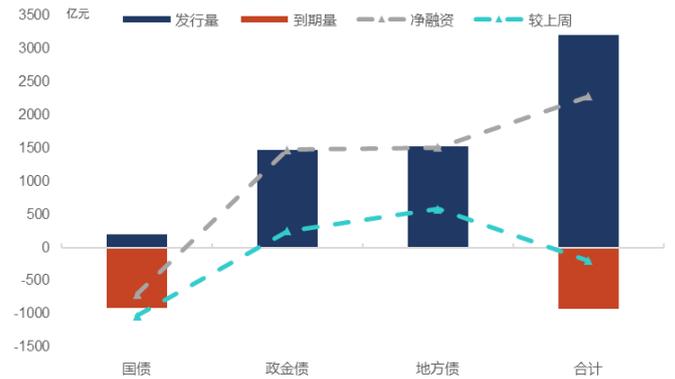
利率债净融资规模有所降低。上周国债净融资-704 亿，较上周增加-1031 亿；国开债净融资 1474 亿，较前一周增加 253 亿；地方债净融资 1507 亿，较前一周增加 579 亿。

图 23：利率债净融资规模有所降低



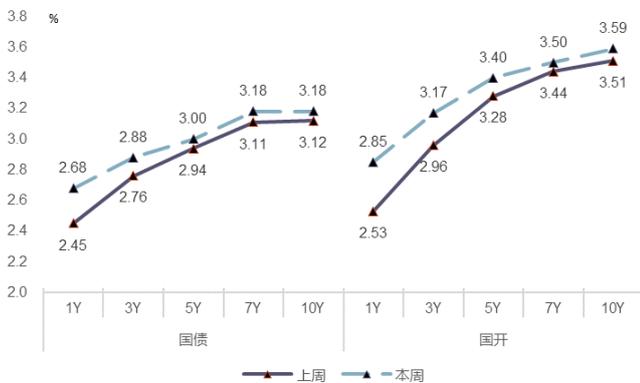
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 8 月 2 日-2021 年 1 月 29 日

图 24：国债净融资规模有所降低



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 25 日-2021 年 1 月 29 日

图 25：债券收益率曲线趋于平坦化



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 25 日-2021 年 1 月 29 日

图 26：国债收益率运行情况

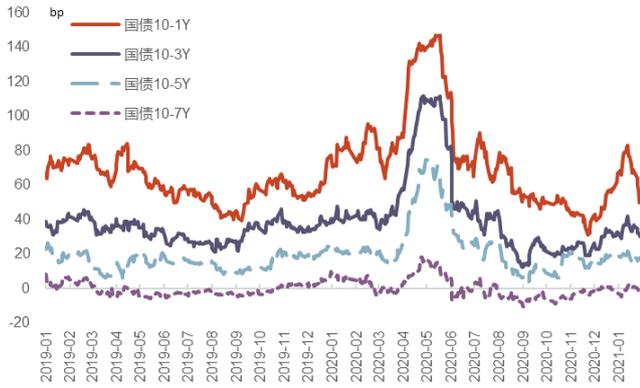


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019 年 1 月 1 日-2021 年 1 月 29 日

短债利率上行幅度更大。截至 1 月 29 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.68%、2.88%、3.00%、3.18%和 3.18%，较上周分别上行 23bp、12bp、6bp、7bp 和 6bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.85%、3.17%、3.40%、3.50%和 3.59%，较上周分别上行 32bp、21bp、12bp、6bp 和 8bp。

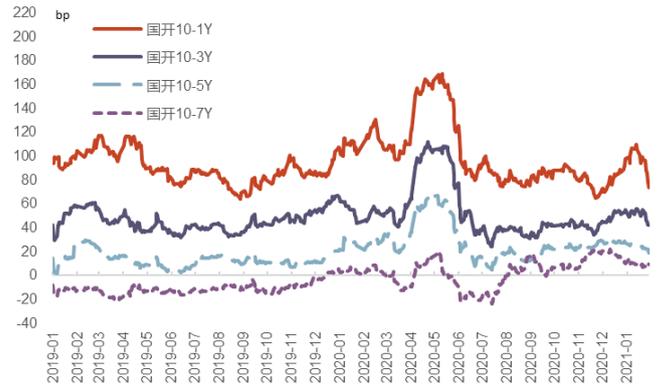
利率债期限利差有所收窄。截至 1 月 29 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 50bp、30bp、18bp 和 0bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 74bp、42bp、19bp 和 9bp。

图 27：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-2021年1月29日

图 28：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-2021年1月29日

### 3、下一阶段市场展望及投资建议

上周市场波动较为剧烈，资金利率“上蹿下跳”，隔夜利率加权水平一度突破利率走廊上限，短债利率上行幅度超过 20bp，债券收益率进一步呈现“熊平”形态。而央行在此期间始终保持了较为克制的货币投放，这在历年春节前也并不多见。同时，市场也开始出现一些“噪音”，如网传央行上调了 SLF 利率的谣言。

央行近期操作释放的政策信号已经较为明确，核心考量在于应对资产价格大幅波动，防止信贷资金“跑冒滴漏”进入资本市场和房地产市场，对机构加杠杆行为予以警示，在两会前夕打好“先手牌”。而 1 月 29 日 980 亿 OMO 净投放，也并非“急转急停”，只是对当前紧张情绪的适度呵护，春节前可能仍会有一些资金投放安排，但不宜期待过度宽松的环境。

对于市场而言，短端资金价格脉冲式上行警示的信号意义大于实际影响，在央行超预期收紧短端流动性警示下，会让市场重新评估定价逻辑，最重要的是要修正对宽松流动性的过高预期，“不急转弯”也可以“拐弯”，从而避免陷入“危机爆发——货币放水——资产价格暴涨”的处境。

我们已多次提示，在春节前基础货币大幅吞吐的情况下，短债收益率波动幅度较大，尤其是当前央行已释放明显政策信号后，短债调整空间已不大，不宜过度博弈波段操作，票息策略相对占优。长债利率经过近期调整性价比进一步提升，EVA 水平与按揭贷款基本相当，安全边际较为充足，呈现“上有顶、下有底”趋势，区间大概率维持在 3.1-3.3% 水平。

### 4、风险分析

疫情持续时间超预期，资金面波动加大。

## 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