

外汇占款会成为基础货币投放新渠道吗？

——流动性周报（2021.2.1-2021.2.7）

核心观点

央行持续等量续作 14 天 OMO 透露出什么意图？市场有两种解读：一种是为了使春节后 OMO 到期期限分散；另一种是变相释放了加息信号。对于第一种解读，我们认为相对合理。即，从流动性管理的角度看，在 2 月 4-10 日，若央行通过开展 7 天 OMO 跨春节，到期期限均为春节后的第一个工作日（2 月 18 日），即便全部等量续作，2 月 18 日到期资金也有 4800 亿。对于第二种解读，合理性相对弱一些，但也在一定程度上体现出央行意在维持资金面“紧平衡”的意图，但既不用期待央行会加息，更不用期待央行会降准或降息，结构性流动性短缺框架下，央行只需适度的增量资金吞吐，即可引导资金利率调整。由于节前央行并未大幅度投放基础货币，加之现金需求的下降，那么节后资金回潮力量也会相对偏弱，央行回收流动性的压力也会较少，资金利率不太会出现明显下行，从而带来利率中枢水平抬升。

基础货币的外汇占款渠道是否会重新恢复？2021 年我国经常项目顺差有望维持较强势头，外贸增长驱动可能由供给侧向需求端切换，并持续保持较好态势。若央行继续压制外汇占款，则会使得外币资金过度淤积于银行体系，造成银行体系外币资金运用压力加大，变相带来银行体系流动性增加。但中长期看，外汇占款不具备替代 OMO 和 MLF 的条件：一是 OMO 和 MLF 是短端和中端利率锚，过度降频降力会降低政策利率的基准性。二是外占形成本身具有不稳定性，央行运用相对被动，在可预见的未来，外占不太可能成为主要的基础货币投放渠道，甚至外占增长态势也可能出现逆转。因此，**基于稳汇率和稳流动性的双重考虑，央行的占优选择，可能是适度加大外汇占款投放，而收窄 OMO+MLF 管道**，这样既可以消化银行体系冗余外币，又可能避免资金面过度宽松破坏央行贷方地位和结构性流动性短缺框架。

即将公布的 1 月份金融数据怎么看？贷款方面，预计 1 月份新增规模 3.3-3.5 万亿，与去年同期水平基本相当。监管部门延续狭义信贷额度管控，重在维持均衡投放节奏，但机构间有所分化，优质银行项目储备较为充足，国有大行依然扮演“头雁效应”。结构上，对公贷款增长稳定，增量与去年同期接近，大型企业融资相对更好。零售贷款因受春节落于 2 月份影响而录得较好增长，1 月份更多的工作日促进了房地产销售和按揭投放，同时使得按揭摊销还款和信用卡分期净偿付额有所减少。**社融方面，预计 1 月份新增规模 4.1-4.3 万亿**，低于去年同期水平，**余额同比增速为 12.6-12.8%**，其中政府债券净融资规模约 3000 亿，信用债净融资规模约 4000 亿，信托贷款压降 1000-2000 亿，未贴现票据维持正增长。**M2 方面**，综合 1 月份贷款增长、银行对信用债的配置、财政净投放、非标融资以及外汇占款等因素看，**预计 M2 同比增速为 9.7-9.9%**。

下一阶段市场展望及投资建议。当前债市较为纠结，资金面持续“紧平衡”，经济景气度受疫情影响边际减弱、信用体系收敛以及风险事件再度出现等，令市场缺乏稳定预期。2020 年市场波动较大，债市“V 型”反转并无太大参考意义，而 2019 年下半年无论是货币投放还是资金利率运行，均相对接近于正常货币政策环境，债市呈现窄幅震荡态势，可以作为当前参考区间。现阶段，**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。长债安全边际较为充足，仍将呈现“上有顶、下有底”趋势，维持 10Y 国债运行区间大概率在 3.1-3.3% 水平的判断，大的流动性变盘风险可能需到“两会”后再行观测。**

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

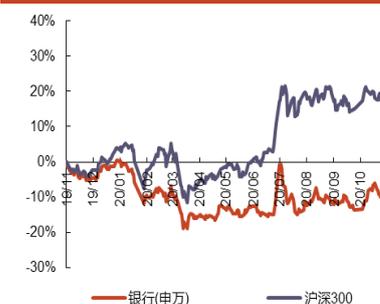
010-56513033

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

以史鉴今：钱荒之后会发生什么——流动性周报（2021.1.25-2021.1.31）

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）

1、 热点透析

2021 年以来，我们陆续发布了多篇流动性周报，对货币政策操作、资金面松紧度进行了分析和推演，其核心观点如下：

(1) 1 月 3 日发布的报告《春节前夕资金面如何演绎？》提出，元旦至春节前，央行货币投放总体呈现“紧-松-紧”特点。

(2) 1 月 10 日发布的报告《隔夜利率为何总是上蹿下跳？》明确提出隔夜利率破 1% 不可持续。

(3) 1 月 17 日发布的报告《从“晚春效应”看 1 月中下旬信贷和流动性形势》提出，在 1 月中下旬至 2 月第一周将是资金利率承压时期，隔夜利率或进一步升至 2% 以上，7 天利率或将升破 7 天 OMO 利率之上，1Y 国股 NCD 利率将逐步抬升，通过不同期限 OMO+MLF 的合理摆布能够应对“春节”因素，政策效果优于 CRA 投放。

前期市场演绎与我们的观点高度吻合。上周，央行流动性投放释放了部分暖意，周一和周二净投放 1760 亿，周三净回笼 800 亿，周四则重启 14 天 OMO 等量投放跨春节资金，本轮小型“钱荒”基本结束，但资金利率中枢出现上移。这再度印证了我们 1 月 31 日发布的报告《以史鉴今：钱荒之后会发生什么？》的观点，即“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 MLF 等方式补充流动性，但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。

在本期热点透析中，我们将对市场所关切的几个问题予以回应：

- 1) 央行持续等量续作 14 天 OMO，透露出什么意图，是否可视为变相加息？
- 2) 基础货币的外汇占款渠道是否会重新恢复？
- 3) 对即将公布的 1 月份金融数据有何展望？

1.1、 央行持续等量续作 14 天 OMO 透露出什么意图

2021 年 2 月 4 日和 5 日，央行重启了 14 天 OMO，连续两天分别投放 1000 亿，实现了等量对冲。对于央行这一操作，市场有两种解读：一种是为了使春节后 OMO 到期期限分散；另一种是变相释放了加息信号。

对于第一种解读，我们认为相对合理。从流动性管理的角度看，在 2 月 4-10 日，若央行通过开展 7 天 OMO 跨春节，到期期限均为春节后的第一个工作日（2 月 18 日），即便全部等量续作，2 月 18 日到期资金也有 4800 亿。观察近 5 年来，央行开展 14 天 OMO，以及春节后第一个工作日资金到期情况看：

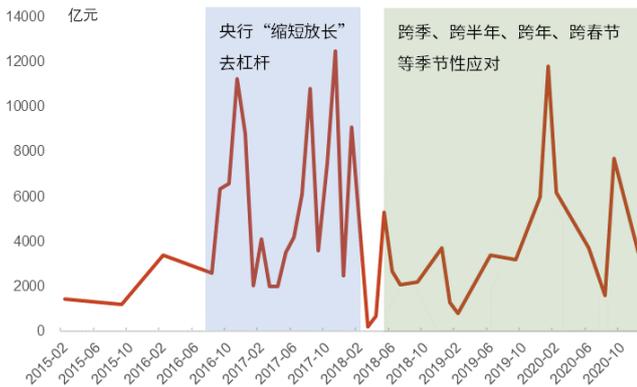
(1) 2016 年下半年至 2017 年期间，14 天 OMO 投放规模较大，操作频度较高，主要是由于监管开启了近一年半的金融去杠杆，央行“缩短放长”拉长基础货币久期，并暂停降准降息政策，实现资金利率中枢的整体抬升。

(2) 2018-2020 年期间，央行也适当时点开展了 14 天 OMO 操作，主要集中在跨季、跨半年、跨年以及跨春节。

(3) 近 5 年来，除 2018 年外，央行均在春节前开展了 14 天 OMO 操作，春节后第一个工作日，资金到期规模普遍不高。只有 2020 年春节后第一个工作日（2 月 3 日）到期 1.05 万亿，主要与疫情影响下春节假期延长，央行将大额支付系统延后至 2 月 3 日重启有关，央行也于当日开展了 1.2 万亿 OMO 对冲。

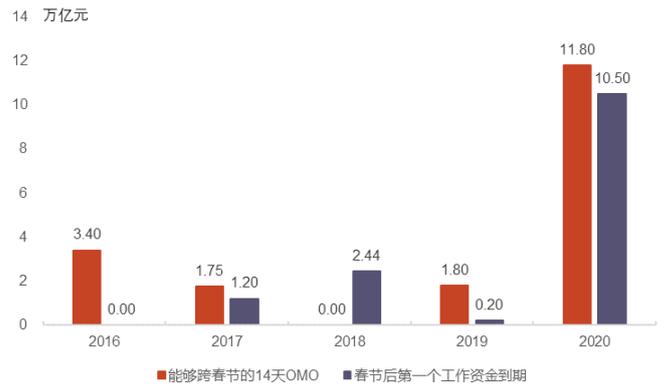
所以，从流动性管理角度看，央行开展 14 天 OMO 操作，主要考虑是为了避免资金过度集中在春节后首个工作日到期。

图 1：近年来 14 天 OMO 投放情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月-2020 年 12 月

图 2：近年来跨春节 14 天 OMO 投放与节后第一个工作日到期

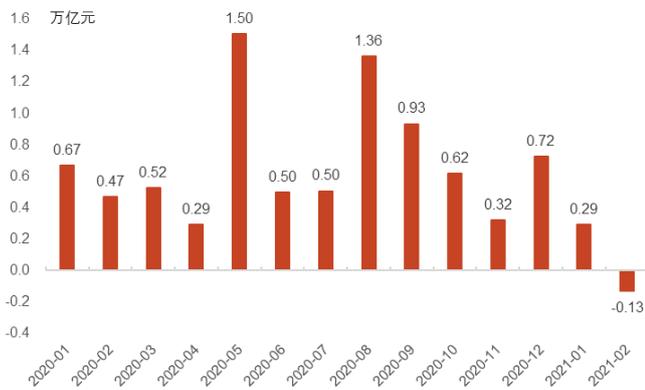


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年

对于第二种解读，即重启 14 天 OMO 是否有变相加息，我们认为合理性相对弱一些，但也在一定程度上体现出央行意在维持资金面“紧平衡”的意图。

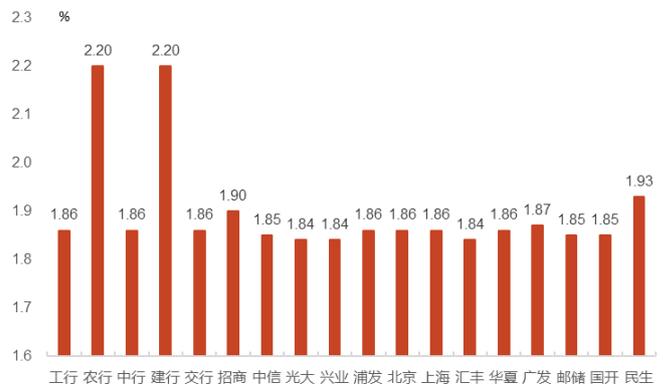
(1) 一般情况下，若央行持续较长时间开展 14 天及以上期限的 OMO 操作，可视为变相加息，而本次重启则不是。例如，2016 年下半年至 2017 年期间，央行开展的“缩短放长”操作，实质上已变相抬升政策利率水平，进而起到了引导资金利率中枢上行和金融去杠杆的效果。而应对跨年、跨春节等季节性因素而临时性投放的 14 天 OMO，则不应视为变相加息。

图 3：2021 年以来政府债券净融资偏弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 2 月 5 日

图 4：2021 年 2 月 3 日各家行 Shibor1D 报价利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 3 日

(2) 央行维持资金面“紧平衡”意图较为明显。在本轮小型“钱荒”结束后，部分投资者基于对资金缺口的测算，以及维持“钱荒过后即会放水”的定式思维，认为央行会在春节前会投放超过万亿的资金，甚至判断华夏幸福潜在信用风险事件出现后，央行会再次采取类似于 2020 年 11 月永煤、紫光债券违约后的“大放水”政策。这种观点有待商榷：

第一，今年春节前夕资金缺口小于往年，是央行政策保持克制的根本原因。一是疫情防控趋严造成部分省市居民选择就地过年，现金需求明显弱于往年，对中小银行的流动性备付需求冲击也弱于往年春节，今年“春节”的流动性冲击更类似于“十一”长假，并为体现出显著的“春节效应”。二是政府债券发行偏弱，冻结流动性不多。1 月份净融资规模为 2914 亿，2 月份以来（截至 2 月 5 日）净融资规模为-1267 亿，而 1 月末也有财政资金的释放。三是人民币汇率持续维持强势，结

售汇顺差存在持续走强的可能，不排除央行加大了外汇占款投放，外汇占款有可能重新作为基础货币投放的一个管道。所以，仅从资金缺口角度看，在“晚春效应”和以上因素的共同作用下，春节前可能远不及市场所测算的超过 2 万亿规模，作为表现是央行近期结束净投放后，资金利率总体稳定。

第二，从央行意图看，维持资金面“紧平衡”以及加强对狭义信贷额度额管控，意在减弱非银贷款的投放，防止信贷资金“跑冒滴漏”进入资本市场和房地产市场，避免债市新增杠杆过快上行。可以看到，在 2 月 1-2 日跨月后，央行虽然恢复了净投放，但央行将隔夜利率仍控制在 2.2% 左右，显示出维持面“紧平衡”的目标较为明确。

因此，春节前资金面将继续维持“紧平衡”态势，既不用期待央行会加息，更不用期待央行会降准或降息，结构性流动性短缺框架下，央行只需适度的增量资金吞吐，即可引导资金利率调整。由于节前央行并未大幅度投放基础货币，加之现金需求的下降，那么节后资金回潮力量也会相对偏弱，央行回收流动性的压力也会较少，资金利率不太会出现明显下行，从而带来利率中枢水平抬升。

1.2、 基础货币的外汇占款渠道是否会重新恢复

受出口形势持续向好、企业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，NDF 市场人民币持续升水，代客远期结售汇净额为 348 亿美元，显示出未来结汇需求依然较为旺盛。但形成反差的是，12 月份外汇占款录得-329 亿增长，反映出在当时资金面宽松环境下，央行无意通过外汇占款形式投放基础货币，过多扰动流动性运行。

那么，在当前资金面维持“紧平衡”下，外汇占款是否会重新成为央行基础货币投放的重要渠道？我们认为，这一问题应分两部分看，即未来外汇占款投放量可能会有所加大，但并不具备替代 OMO 和 MLF 的条件。

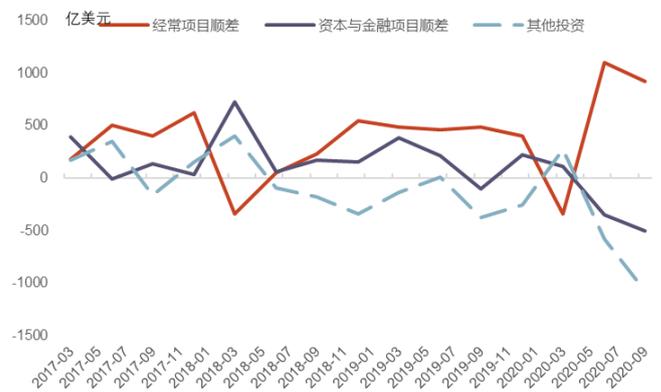
2020 年我国经常账户顺差进一步扩大，人民币汇率升值预期较强，需要加大外占投放降低升值压力。2020 年受疫情影响，全球主要经济体宽松政策刺激力度加大，但生产活动受到抑制，使得我国出口明显扩张，经常账户顺差从 2020 年二季度开始明显走高，二、三季度顺差分别为 1102 和 992 亿美元。在此情况下，银行所持有外币资产不断增长数据显示：2020 年前三季度国际收支平衡表中，资本与金融项逆差规模有所扩大，特别是“其他投资”项（主要反映的是外币存贷款情况）逆差幅度进一步加深，二、三季度分别为-580 和-1079 亿美元。根据金融机构信贷收支表，2020 年商业银行明显加大了外币资金的运用，人民币升值预期推动外币贷款需求与远期结售汇组合安排“套利”，企业外币借贷“风险中性”理念尚未完全形成。2020 年全年外币贷款新增 802 亿美元，较 2019 年多增 881 亿美元，股权与债券投资少增 146 亿美元，且外币增量存贷比进一步攀升。

图 5：2020 年 12 月外占与结售汇净额大幅背离



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 2 月 5 日

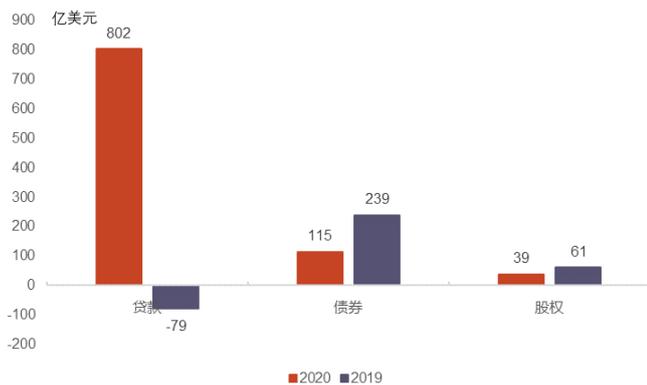
图 6：2020 年三季度经常项目顺差与其他投资逆差进一步背离



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017 年 3 月-2020 年 9 月

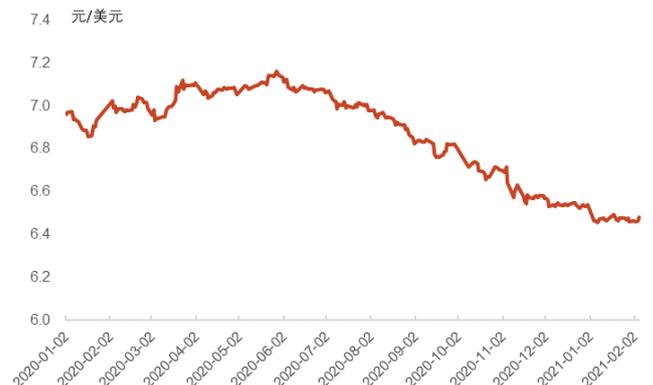
现阶段，我国经常项目顺差有望维持较强势头，后期外贸增长驱动可能由供给侧向需求端切换，并持续保持较好态势。若央行继续压制外汇占款，则会使得外币资金过度淤积于银行体系，造成银行体系外币资金运用压力加大，变相带来银行体系流动性增加。因此，未来央行可能会适当加大外汇占款投放，以消化银行体系冗余外币资金，缓解人民币汇率升值压力，并由此形成基础货币的投放新渠道。此举可能造成市场人士关注到公开市场操作投放的减少的信号。

图 7：2020 年银行外币贷款投放规模大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019-2020 年

图 8：2020 年下半年来人民币兑美元汇率持续升值



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 2 日-2021 年 2 月 5 日

但从中长期看，外汇占款这一货币投放管道具有不稳定性，也不太会对 OMO 和 MLF 形成较大的替代：

(1) OMO 和 MLF 是短端和中端利率锚，过度降频降力会降低政策利率的基准性。目前，我国利率走廊大体机制为，短端走廊目标为引导 DR007 以 7 天 OMO 利率为中枢震荡运行，中端走廊目标为引导 1Y 国债 NCD 利率以 1Y-MLF 利率为中枢震荡运行。若 OMO 和 MLF 降频降力过大，会降低政策利率的基准性。

(2) 外占形成本身具有不稳定性，央行运用相对被动，这一方面取决于居民、企业结汇意愿的强弱，另一方面现阶段与过去“双顺差”格局显著不同，人民币升值的可持续性、海外疫情和经济恢复的稳定性、以及我国货币总量基数偏大等因素都会影响外汇占款作为基础货币的投放力度，在可预见的未来，外占不太可能成为主要的基础货币投放渠道，甚至外占增长态势也可能出现逆转。即便未来外汇占款连续大幅度增加，政策仍然可以通过减少 MLF、或者上调存款准备金政策予以对冲，不至于让流动性产生过多的外溢效应。

综合来看，基于稳汇率和稳流动性的双重考虑，央行的占优选择，可能是适度加大外汇占款投放，而收窄 OMO+MLF 管道，这样既可以消化银行体系冗余外币，又可能避免资金面过度宽松破坏央行贷方地位和结构性流动性短缺框架，但这并不意味着外占会对 OMO、MLF 等工具形成明显替代，一方面是我国基本告别了“双顺差”时代，另一方面这一工具过度使用所带来的负面效应也不容忽视。

1.3、即将公布的 1 月份金融数据怎么看

信贷方面，预计 1 月份新增人民币贷款 3.3-3.5 万亿，与去年同期水平基本相当。监管部门延续狭义信贷额度管控，重点在于投放节奏均衡、月度同比增量不多不少，但机构间有所分化，优质银行项目储备较为充足，国有大行依然扮演“头雁效应”。结构上，对公贷款增长稳定，增量与去年同期接近，大型企业融资相对更

好。零售贷款因受春节落于 2 月份影响而录得较好增长，1 月份更多的工作日促进了房地产销售和按揭投放，使得按揭摊销还款和信用卡分期净偿付额有所减少。

社融方面，预计 1 月份新增社融 4.1-4.3 万亿，低于去年同期水平，余额同比增速为 12.6-12.8%。结构方面：

(1) 由于地方政府债提前发行额度尚未下发，财政资金使用效率偏低，1 月份政府债券发行偏弱，预计净融资规模约 3000 亿左右。

(2) 1 月超短融到期规模较大，但企业续发需求较高，1 月发行量超过 4800 亿，占信用债发行规模比重约 37%，一定程度上与年初资金利率偏低有关，预计信用债净融资规模约 4000 亿左右。

(3) 非标融资延续压降态势，若按照 2021 年全年压降 1 万亿融资类信托的目标计算，预计 1 月份压降规模约 1000-2000 亿，尤其是在房地产融资政策趋严、部分企业信用风险加大的背景下，非标融资全年仍将延续负增长。在狭义信贷额度受控情况下，存量票据规模有望进一步增加，未贴现票据维持正增长。

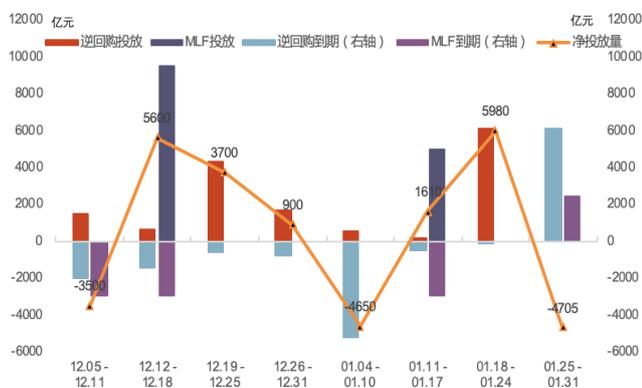
M2 方面，综合 1 月份贷款增长、银行对信用债的配置、财政净投放、非标融资以及外汇占款等因素看，预计 M2 同比增速为 9.7-9.9%。

2、 上周市场流动性回顾

2.1、 资金市场情况回顾

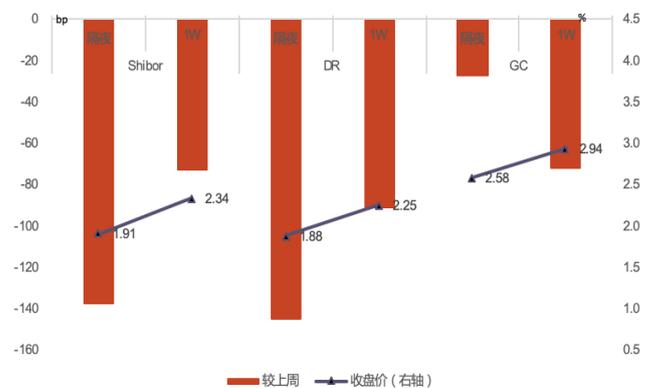
央行货币投放保持相对克制。上周四和周五，央行重启了 14 天逆回购操作，并持续采取等额续作方式对冲到期资金，全周累计实现净投放 960 亿元。截止 2 月 5 日，MLF 余额为 5.15 万亿。

图 9：央行货币投放保持相对克制



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 12 日-2021 年 2 月 5 日

图 10：隔夜资金利率大幅下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 1 日-2021 年 2 月 5 日

资金利率普遍下行，其中隔夜资金利率下行幅度较大，截止 2 月 5 日：

(1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.91%和 2.34%，较上周分别下行 137bp 和 73bp。

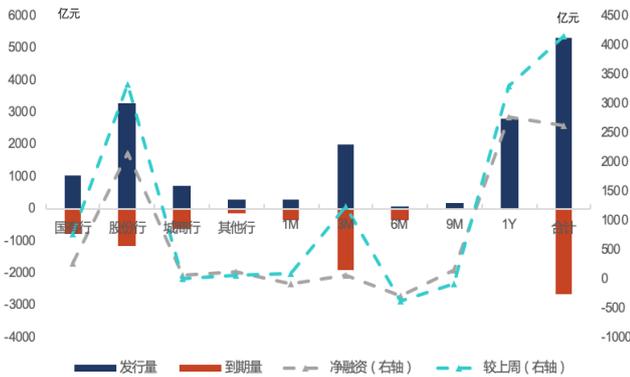
(2) DR001 和 DR007 分别为 1.88%和 2.25%，较上周分别下行 145bp 和 91bp。

(3) GC001 和 GC007 分别为 2.58%和 2.94%，较上周分别下行 27bp 和 72bp。

DR007 回归 7 天 OMO 利率中枢，1Y 国股 NCD 利率进一步上行。上周 DR007 下行至 2.25%，已回归 7 天 OMO 利率中枢附近（7 天 OMO 利率为 2.20%）。1Y 国股 NCD 价格为 3.11%，高于 1Y-MLF 利率 16bp。

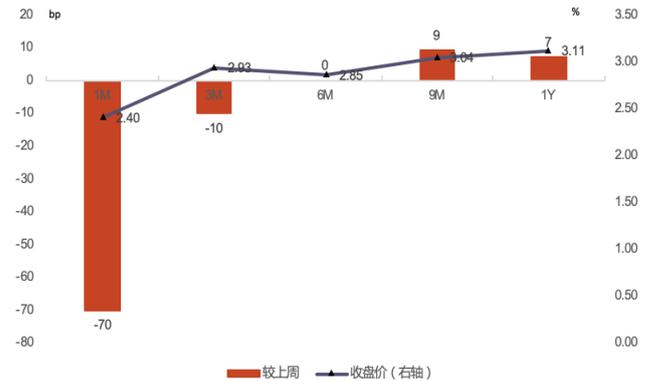
上周 NCD 净融资额-1043 亿，较前一周上升-3660 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资-751、-520 和 195 亿，较前一周增加-1025、-2674 和 130 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 266、-1011、-828、877 和-347 亿，较上周分别增加 350、-1082、-541、737 和-3124 亿。

图 11：NCD 净融资规模较前一周大幅下跌



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 1 日-2021 年 2 月 5 日

图 12：1M 期国股 NCD 价格显著下行



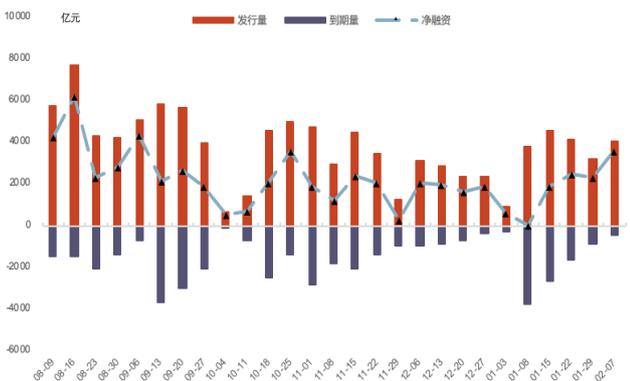
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 1 日-2021 年 2 月 5 日

1M 期国股 NCD 价格显著下行。截至 2 月 5 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.40%、2.03%、2.85%、3.04% 和 3.11%，较前一周分上行-70bp、-10bp、0bp、9bp 和 7bp。

2.2、利率债市场回顾

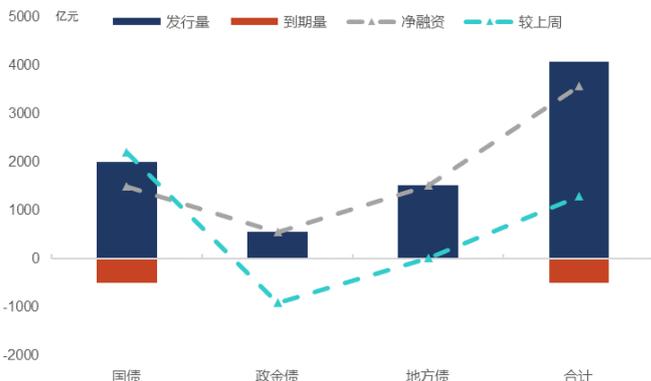
利率债净融资规模显著上行。上周国债净融资 1499 亿，较上周增加 2203 亿；国开债净融资 557 亿，较前一周增加-917 亿；地方债净融资 1519 亿，较前一周增加 12 亿。

图 13：利率债净融资规模显著上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 8 月 9 日-2021 年 2 月 7 日

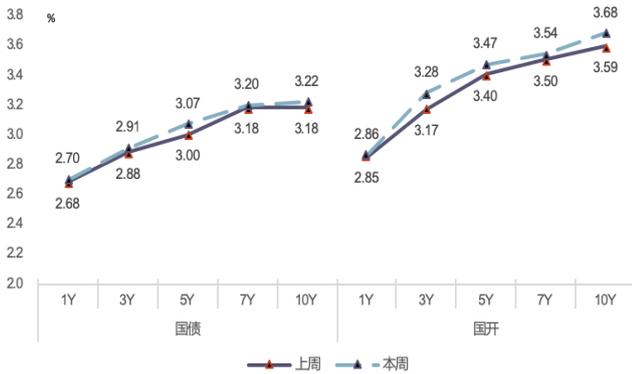
图 14：国债净融资规模有所增加



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 1 日-2021 年 2 月 7 日

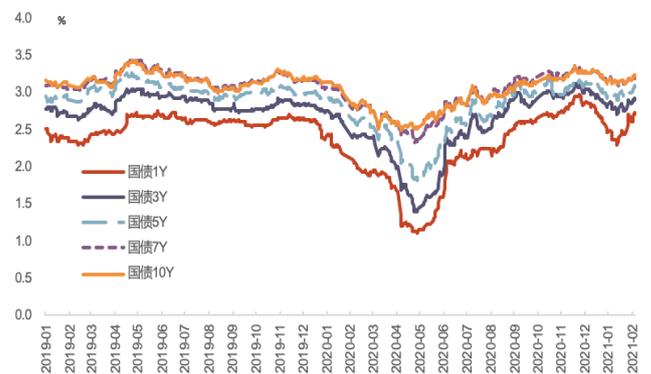
各期限收益率上行 2-4bp。截至 2 月 5 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.70%、2.91%、3.07%、3.20% 和 3.22%，较上周分别上行 2bp、3bp、7bp、2bp 和 4bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.86%、3.28%、3.47%、3.54% 和 3.68%，较上周分别上行 1bp、11bp、7bp、4bp 和 9bp。

图 15: 各期限收益率上行 2-4bp



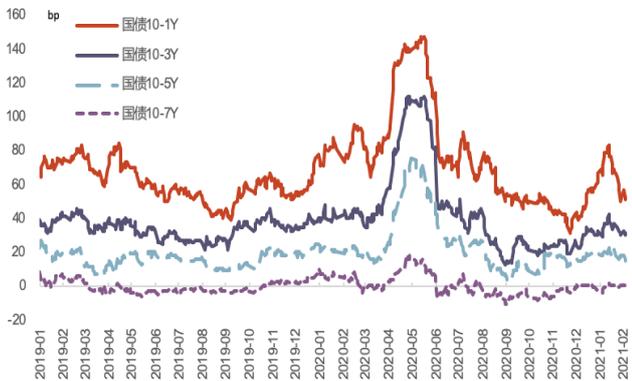
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 2 月 1 日-2021 年 2 月 5 日

图 16: 国债收益率运行情况



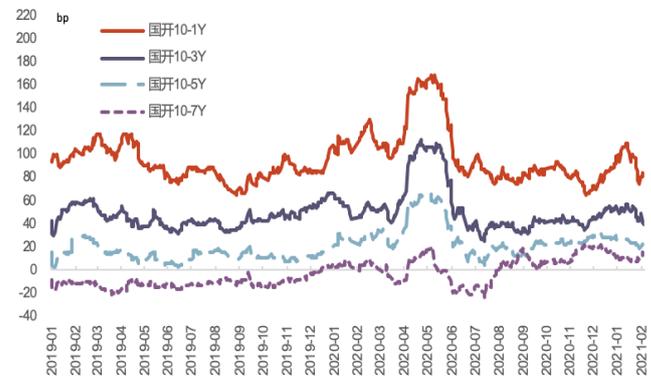
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2019 年 1 月 1 日-2021 年 2 月 5 日

图 17: 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 2 月 5 日

图 18: 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 2 月 5 日

利率债期限利差有所扩大。截至 2 月 5 日, 国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 52bp、31bp、15bp 和 2bp, 国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 82bp、40bp、21bp 和 14bp。

3、下一阶段市场展望及投资建议

上周债券市场情绪依然偏弱, 收益率曲线整体上移 2-4bp, 1 年期国股 NCD 价格以上行至 3.11%, 较 1Y-MLF 利率高 16bp。造成这种现象的原因:

一是资金面维持“紧平衡”, 央行在 2 月 4、5 日重启 14 天 OMO 并持续等量续作, 部分市场将其解读为变相加息, 或者至少反映为央行无意过多投放流动性。

二是市场预期春节后国债发行可能会放量, 根据财政部计划, 节后至 2 月末, 国债+地方政府债合计发行近 4000 亿。

三是华夏幸福公司潜在信用风险事件出现后, 持有此类高风险债券和非标的资管机构和基金公司面临一定赎回压力, 相应债基或资管产品面临一定流动性压力。尽管其负面影响力或不及永煤事件, 但也造成了债市收益率和 NCD 利率的调整。例如, 2 月 4 日 10 年期国开收益率上行 4.5bp, 3 年期上行 7bp, 明显高于国债, 主要由于基金具有免税优势, 更偏好高收益的 NCD 和国开债。

当前债市较为纠结, 资金面持续“紧平衡”, 经济景气度受疫情影响边际减弱、信用体系收敛以及风险事件再度出现等, 令市场缺乏稳定预期。2020 年债市“V 型”

反转并无太大参考意义，而 2019 年下半年无论是货币投放还是资金利率运行，均相对接近于正常货币政策环境，债市呈现窄幅震荡态势，可以作为当前参考区间。

我们多次强调，本轮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。因此，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。长债安全边际较为充足，仍将呈现“上有顶、下有底”趋势，目前维持 10Y 国债运行区间大概率在 3.1-3.3%水平的判断，大的流动性变盘风险可能需到“两会”后再行观测。

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