

行业研究

观察公开市场操作岂能“量”“价”分离？

——流动性周报（2021.2.18-2021.2.21）

要点

公开市场操作的“量”“价”目标框架。一般而言，公开市场操作有自己的“量”、“价”目标，且效果等价。**当侧重点在价的目标时，量（招标规模）就要随行就市；当侧重于操作量时，价格（中标利率）就会随行就市。**

现阶段央行的侧重点在于“控价”。在流动性过度宽松和低利率环境下，资金存在“脱实入虚”，央行需要引导资金价格回撤，甚至不惜提升价格波动的容忍度，让资金利率阶段性冲高，促使资金“脱虚入实”和抑制债市过度加杠杆。

量的操作随行就市服务于“控价”目标。本轮小型“钱荒”告一段落后，DR007已回归7天OMO利率中枢，价格运行基本符合央行合意目标。现阶段，央行要实现“控价”，**理想状态是让 Δ 超储在0附近震荡运行，或至少不出现较大幅度波动，而DR007作为水池中的“浮标”刻度稳定**，不会因超储水位过高而淹没，也不会因过低而凸起。

超储的形成是多管道运行的结果，央行会根据其他管道水流情况着力让超储水位保持稳定。**外汇占款：**经常项目持续顺差和人民币汇率升值下，外币资金冗余需要适度加大外占对冲，外汇占款有望成为基础货币投放新渠道。**政府存款：**春节前财政资金释放，加之2月份是缴税小月，政府存款对超储的消耗较为有限。**现金：**部分地区居民就地过年使得今年现金吞吐规模偏小，节后回流有限。**缴准：**2月份一般存款增长较弱，缴准规模较小。**整体来看，2月份 Δ 超储压力较小，尽管下周将进入缴税期和跨月期，但预计央行货币投放仍将较为克制。**

关注“量”仍有意义，核心原则有四点：一是综合经济基本面以及货币政策执行报告、货币政策例会判断货币政策取向；二是综合关注超储水池外汇占款、央行净投放、政府存款、缴准以及现金等管道的变化；三是看基础货币边际投放量，央行贷方地位较强，量的边际操作即可形成对金融市场的影响；四是观察基础货币投放期限结构。

“价”也有局限性，市场利率容易“上蹿下跳”，而政策利率调整频率较低。由于我国货币政策的多目标特性，加之影响资金面松紧度的因素颇多，央行难以做到精确引导，甚至某一时期需要在多目标中进行综合权衡，阶段性导致市场利率偏离政策利率。“价”的核心关注点有三：**一是关注DR007，多看中枢（20日移动平均值），过滤短期波动；二是关注国股1Y-NCD利率，短端与长端利率往往并非同步调整；三是政策利率是市场指示器，但当前央行动用政策利率工具的概率并不大，所传递的价格信号有限，市场利率也会时常出现偏离中枢的情况。**

下一阶段市场展望及投资建议。对于下一阶段债市，我们判断：**（1）海外疫情好转+经济修复+油价强势共振推动通胀预期升温，“再通胀”短期交易行情仍在。（2）今年整体通胀压力大于2020年，春节期间消费数据好于预期，货币政策会对通胀预期作出适当反应，整体基本面对债市难言友好。（3）资金面维持紧平衡，公开市场操作“直观表现”上还会释放边际收敛信号。（4）中美利差安全空间依然较高，美债收益率上行对国内债市不会形成实质性冲击。（5）两会后地方债发行放量需要适宜的货币金融环境。基于此，我们依然维持10年期国债收益率处于3.0-3.3%的判断，2021年上半年趋势性机会难觅，但安全边际较好，对于配置盘而言，在 Δ EVA指标容忍度许可的情况下，逐步增加长债配置是占优策略。而对于交易盘而言，当前要多看少动。**

风险分析：通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

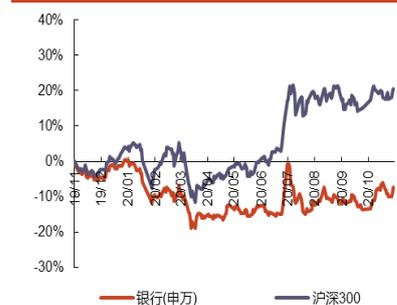
010-56513033

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

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）

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）

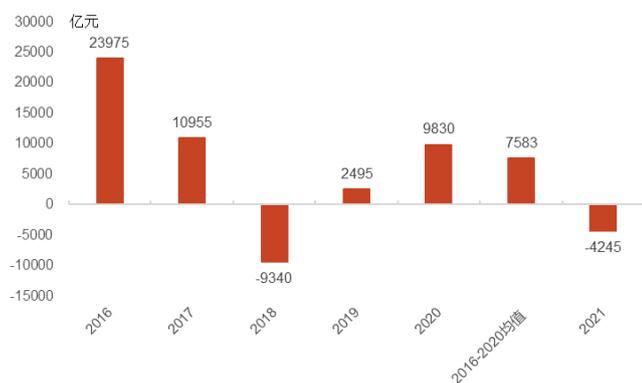
明年银行利率债配置性价比突出——流动性周报（2020.12.07-2020.12.13）

1、热点透析——公开市场操作关注“量”还是“价”

2021年1月中旬以来，央行对基础货币投放保持了较强克制，即便在隔夜回购利率一度冲高至近10%之时，依然维持净回笼。数据显示，2021年春节前T-15个工作日，央行累计实现资金净回笼4245亿，这一强度在过去5年之中仅次于2018年。

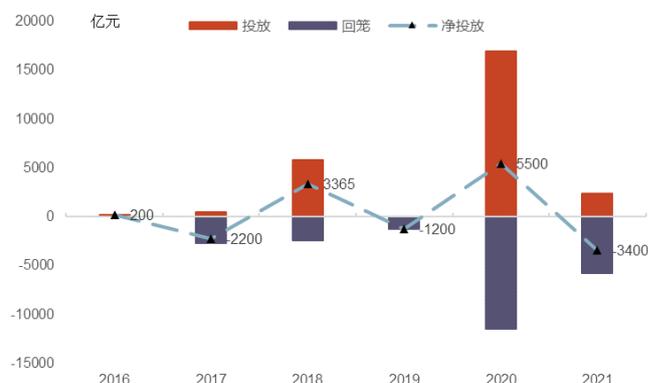
同时考虑到2017-2020年春节前夕，央行每年都有创新的流动性投放渠道，分别是：开展了TLF（释放约6000亿）、CRA（释放约2万亿）、TMLF和1%的全面降准（释放约1.7万亿）以及0.5%的全面降准（释放约8000亿）。**2021年央行春节前的基础货币投放量的确显著弱于历史同期水平。**而春节后，央行延续了净回笼态势，18-19日累计净回笼3400亿，创近5年以来春节后工作日净回笼规模新高。

图1：2016-2021年春节前T-15个工作日净投放情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2021年

图2：2016-2021年春节后T+2个工作日净投放情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2021年

央行持续净回笼操作也引发了市场热议，即市场担心货币政策已进入收紧通道，特别是在全球“通胀预期升温+risk on”影响下，货币政策是否已针对性作出反应。为此，央行在《2020年四季度货币政策执行报告》中，就已强调“判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场7天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量”。

春节后，央行于2月18日通过旗下《金融时报》发表文章，强调“当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况”。在央行连续发声下，市场对公开市场操作应该关注“量”还是“价”较为关心，我们也试图对货币政策的“量”“价”关系进行描述

1.1、公开市场操作的“量价”目标框架

对公开市场操作的“量”“价”目标，我们可以回顾一下历史情况。2016年7月份政治局会议定调“去杠杆、防风险”后的近一年半时间里，货币金融环境持续收紧，DR007也逐渐脱离7天OMO利率中枢整体上移。

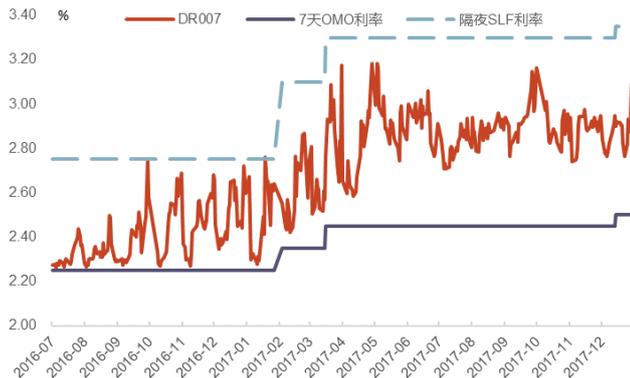
为此，央行于2017年1月和3月分别将OMO和MLF利率上调10bp和5bp，在2017年3月16日答记者问时强调：“公开市场操作有自己的量、价

目标，当侧重点在价的目标时，量（招标规模）就要随行就市；当侧重于操作量时，价格（中标利率）就会随行就市”。

结合当时的市场环境看，在“紧货币、强监管”环境下，对影子银行监管的趋严，导致了信用体系收缩。同时，**公开市场操作可能更加侧重于量的目标**，即通过“缩短放长”拉长基础货币久期操作，以及加强对货币供给总闸门管控，维持一个相对紧平衡的资金面，进而引导金融机构去杠杆，这是一种在量上的主动操作行为。在此情况下，随着资金利率的上行，央行随行就市上调 OMO、MLF 等政策利率水平，即**根据央行表述，政策利率调整具有一定被动操作特点。**

但需要强调的是，公开市场“量价”操作事实上具有较强的“对偶性”，即**量的操作会影响到价，而价的操作同样会影响到量，不能将二者予以简单割裂。**例如，2016 年下半年，央行“缩短放长”操作会导致政策工具综合利率上行，加大了一级交易商的融入成本，进而传导至市场价格端。随后尽管资金利率中枢有所提升，但以隔夜 SLF 利率为上限、7 天 OMO 利率为“隐性下限”的走廊模式依然稳定。自 2017 年 1 月份开始，资金利率中枢与政策利率基本同步上行，仅从利率走势来看，很难判断市场利率与政策利率上行的先后关系，但可以确定的是，政策利率上调释放了收紧信号，增加了融入成本，起到了进一步推高资金利率的效果。

图 3：2016-2017 年间 DR007 明显向上偏离 7 天 OMO 利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016 年 7 月-2017 年 12 月

图 4：2 月份以来央行持续净回笼的同时，DR007 已显著回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 1 日-19 日

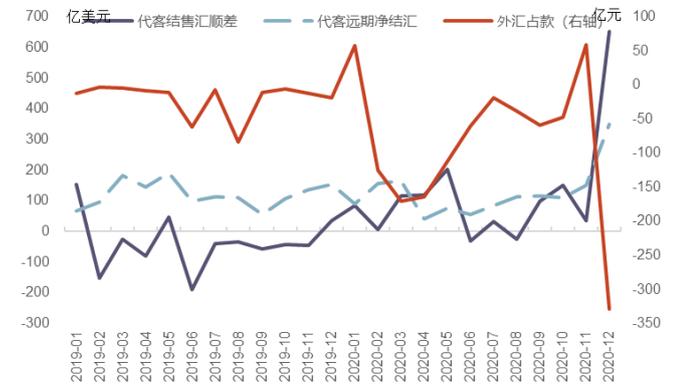
1.2、当前阶段央行的侧重点在于“价”，“量”服务于“价”

回到当前市场形势，央行今年以来的基础货币投放较为克制，在持续净回笼的同时，反复强调不应过度关注数量操作，即央行所要表达的政策意图可能是，**现阶段更加侧重于“控价”，在量上则是随行就市服务于“控价”目标。**

从价的目标看，流动性过度宽松和低利率环境下，资金存在“脱实入虚”，需要对价格体系进行纠偏。2020 年 12 月份至 2021 年 1 月上旬，在宽松的流动性环境下，资金利率大幅下行，隔夜利率持续破 1，一定程度上刺激了债市加杠杆。同时银行对非银机构贷款投放较多，零售存款负增长，资金也存在跑冒滴漏进入资本市场和房地产市场的现象。因此，**央行价的目标，是要将资金价格拉回至政策利率中枢水平，甚至不惜提升价格波动的容忍度，让资金利率阶段性冲高，从而起到对市场的警示作用，最终引导资金“脱虚入实”和抑制债市过度加杠杆。**

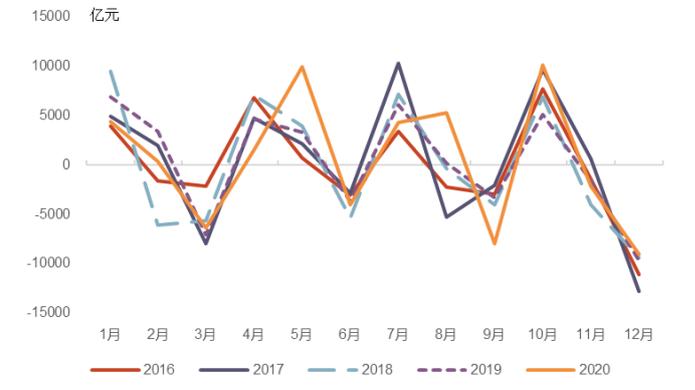
那么如何理解量的随行就市？在本轮 2021 年 1 月份小型“钱荒”告一段落后，DR007 已回归 7 天 OMO 利率中枢，价格运行基本符合央行合意目标。在此情况下，央行在量的操作上，旨在让银行体系“水池”里的水位线保持相对稳定，确保资金利率维持在政策利率中枢水平。

图 5：2020 年 12 月结售汇顺差与外汇占款出现大幅背离



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

图 6：近 5 年以来政府存款月度增量呈现典型的季节性规律



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年

我们知道，衡量银行体系“水池”规模变量是超储，而超储的形成是“多管道”作用的结果，主要为外汇占款、缴准、基础货币投放、现金以及政府存款，其构建逻辑是基于央行资产负债表资产科目与负债科目规模相等。即：

表 1：央行资产负债结构

资产端	负债端
国外资产	储备货币
外汇	货币发行
黄金	金融性公司存款
其他国外资产	其他存款性公司存款
	其他金融性公司存款
	非金融机构存款
对政府债权	不计入储备货币的金融性公司存款
其中：对中央政府	发行债券
对其他存款性公司债权	国外负债
对其他金融性公司债权	政府存款
对非金融性部门债权	自有资金
其他资产	其他负债

资料来源：央行官网公布的货币当局资产负债表，光大证券研究所

国外资产+对政府债权+对其他存款性公司债权+对其他金融性公司债权+对非金融性部门债权+其他资产=储备货币+不计入储备货币的金融性公司存款+发行债券+国外负债+政府存款+自有资金+其他负债。

考虑到各科目的规模与波动，为简化研究，上式可以转化为：

$$\Delta \text{超储} = \Delta \text{外汇占款} + \Delta \text{央行净投放} - \Delta \text{政府存款} - \Delta \text{法定存款准备金} - \Delta \text{货币发行}$$

也就是说，央行量的操作只是影响银行间市场资金面松紧度的变量之一，其他“管道”结构若出现变化，也会影响央行量的操作。现阶段，央行要实现“控

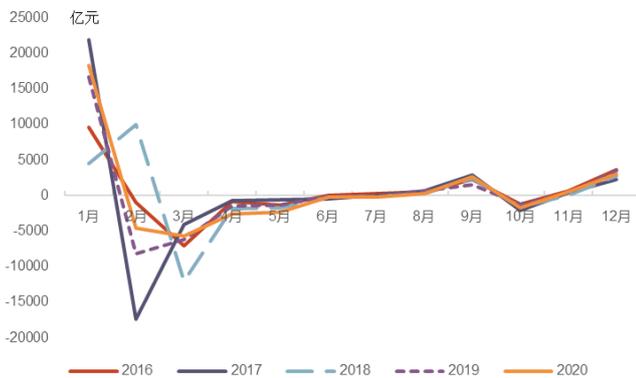
价”，理想状态是让 Δ 超储在 0 附近震荡运行，或至少不出现较大幅度波动，而 DR007 作为水池中的“浮标”展示的刻度稳定，不会因超储水位过高而淹没，也不会因过低而凸起。

从各“管道”运行情况看：

第一、经常项目持续顺差和人民币汇率升值下，外币资金冗余需要适度加大外占对冲，外汇占款有望成为基础货币投放新渠道。2020 年下半年以来人民币汇率持续升值至 6.4-6.5，年末企业集中结汇需求释放，使得 12 月份银行代客结售汇顺差为 652 亿美元，远期结汇净额 348 亿美元，但外汇占款却呈现负增长，导致银行体系外币资金较为冗余。对于 2021 年，经常项下货物贸易顺差有望持续向好，美欧宽松政策短期难以实现退出的情况下，外币资金供给量将进一步提升，进而造成人民币汇率升值压力的加大，货币政策也需要重新将外部均衡纳入考量范畴。因此，今年央行可能会适当加大外汇占款投放（假定 1-2 月份均新增 500 亿），并收窄 OMO+MLF 管道，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。**这样一来，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。**

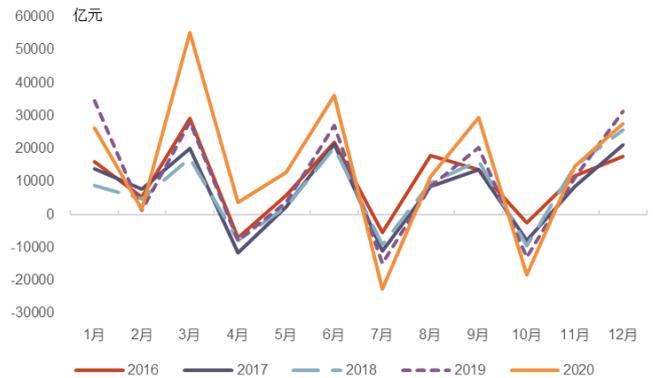
第二、财政资金释放，加之 2 月份是缴税小月，政府存款对超储的消耗较为有限。根据央行公开市场操作公告，临近春节时期，财政资金释放对流动性形成利好。同时，上周尚未进入缴税期，加之 2 月份是缴税小月，近五年以来 2 月份政府存款增量均值接近 0，波动幅度并不大，在下周进入缴税高峰期后，预计对超储的消耗也相对有限。

图 7：春节前后现金吞吐规模较大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年

图 8：2 月份一般存款增长较弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016-2020 年

第三、部分地区居民就地过年使得今年现金吞吐规模偏小，春节后回流相对有限。春节前后现金吞吐同样具有较强的季节性规律，在春节位于 1 月份时（如 2017、2020 年），现金走款规模较大，1 月份约 1.8 万亿，2-3 月份逐步回流。而春节位于 2 月份时（如 2016、2018 年），现金走款规模相对小一些，1 月份约 6000 亿左右。今年由于疫情原因，部分北方地区居民就地过年，现金走款规模会弱于历史同期水平，导致节后资金回流规模也相对有限，粗略估 2 月份在 2000 亿规模。

第四、2 月份一般存款增长较弱，缴准规模较小。从一般存款运行规律看，全年月份中，1 月份和各季末月份存款增长形势较好，而 2 月份一般存款增长较弱，近 5 年均值约 4000 亿，按照 9% 的法准率计算，补缴规模在 350-400 亿水平。

第五、除上述因素外，季节性、风险事件等因素，也会造成部分扰动。例如，在 2019 年 6 月份包商银行被接管事件爆发后，尽管当时银行体系整体超储并不低（2019 年 6 月为 2%，高于 2019 年一季末和三季度末），但金融机构风险偏好较为审慎，资金业务转向防御模式，即在超储水池不缺水的情况下，也会加剧资金面的紧张，需要央行加大货币投放（甚至定向放水）缓解紧张情绪。

基于上述分析，2 月份超储管道中，外占、政府存款、现金以及缴准合计贡献约 3000 亿增量资金，而 2 月份至今（截至 2 月 20 日）央行累计净回笼 2840 亿，月内到期规模为 900 亿。**因此可大致判断，在现阶段央行侧重于“控价”目标下，会根据其他管道水流情况，合理控制基础货币投放，着力让超储水位保持稳定，引导 DR007 围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，即尽管下周将进入缴税期和跨月期，但央行的货币投放仍将较为克制，不应期待 OMO 会大幅放量。**

1.3、公开市场操作“量”是有意义的，“价”是不稳定的，“量”“价”应同时予以关注

1.3.1、关注“量”是有意义的，核心原则有四点

在我国货币政策工具体系中，数量型工具无论是使用频率还是力度，均远高于价格型工具，这既包括 OMO、MLF、降准等总量工具，又包括 TLF、TMLF、定向降准、再贷款再贴现等定向工具，都是货币政策工具箱中所广泛使用的。在仅从市场角度而言，关注公开市场操作时，投资者根本难以忽视量的操作而单纯看价。那么如何看量？我们认为，核心的原则有四点：

一是掌握货币政策总体取向。货币政策取向一般会在每季度的货币政策执行报告、货币政策例会中得到体现，此外投资者还可以结合宏观经济金融形势进行综合判断。例如，在 2020 年疫情期间，货币政策的取向是通过加大逆周期调节力度，助力企业复工复产和经济复苏。那么，央行在量上的操作，可能不是维持△超储在 0 附近运行，而是加大基础货币投放创造相对宽松的货币金融环境。而随着经济复苏和货币政策回归正常化，央行在量的操作上会相对克制，进而释放边际收敛信号。

二是综合关注超储水池的多管道变化情况。如前所述，超储的形成是多管道的，若其他管道进水量较大时，央行会适当管控自身的水流量。因此，一段时期央行净回笼并不能完全代表货币紧缩，大幅净投放也不意味着开始转为宽松，市场需要综合关注外汇占款、央行净投放、政府存款、缴准以及现金等管道的变化。

三是看基础货币边际投放量。现阶段，央行的贷方地位较强，流动性的结构性短缺框架也已形成，量的边际操作即可形成对金融市场的影响，甚至起到“四两拨千斤”的效果。在此情况下，在观察量的操作时，可适度关注边际变化情况，即 T 交易日较 T-1 个交易日的变化情况。

四是观察基础货币投放期限结构。基础货币期限结构的变化，也会对市场产生一定影响。这是因为，1 年期 MLF 的投放，对超储的正向贡献长达 1 年，这期间其他管道的水流季节性吞吐会放大资金面波动。因此，在正常情况下，央行对 MLF 的投放一般遵循等额续作原则。但 2020 年 11 月份永煤、紫光信用债违约事件出现后，央行开展了大量“收短放长”的扭转操作，透露出稳流动性、稳预期的意图，长端利率也出现较大降幅。而后续央行在 MLF 投放上相对审慎，1 月份缩量操作，2 月份等量对冲，释放了边际收敛的意图，使得 NCD 价格持续上行。

1.3.2、“价”是不稳定的，市场利率容易“上蹿下跳”，而政策利率调整频率相对较低，所传递的信号意义相对有限

对于价而言，观察 2016 年以来我国利率走廊的运行机制（图 9）不难发现，作为重要资金端市场利率的观测指标 DR 是变动不居的：

(1) 在 2016 年下半年-2018 年一季度，DR007 明显高于 7 天 OMO 利率，即政策利率事实上沦为了隐性走廊下限。

(2) 2020 年 DR007 呈现“V”型走势，上半年大幅下探并偏离 7 天 OMO 利率。2021 年 1 月份又出现大幅上行。

(3) DR007 真正围绕 7 天 OMO 利率震荡运行的时点分别为 2016 年上半年，2018 年二季度-2019 年，以及 2020 年下半年。

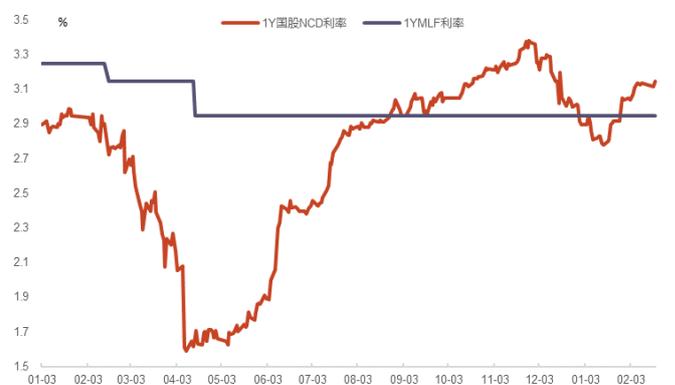
(4) 从波动幅度看，2016 年至今，7 天 OMO 利率在 2.20-2.55% 区间调整，但 DR007 峰值为 3.18%，波谷为 1.14%，波动幅度明显大于前者。

图 9：短端利率走廊运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2016 年 1 月 4 日-2021 年 2 月 19 日

图 10：中长端利率走廊运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 3 日-2021 年 2 月 19 日

由此我们可以得到一个结论，即我国央行对于价格的调控目标，是希望能够将其控制在政策利率中枢上下震荡运行。但实际的情况是，由于我国货币政策的多目标特性（要兼顾稳增长、稳物价、稳汇率、防风险、平抑资产价格波动等），以及影响资金面松紧度的因素颇多（不仅包括超储形成的多管道，还包括“黑天鹅”事件、市场风险偏好、季节性因素等），央行往往难以做到精确引导，甚至某一时期需要在多目标中进行综合权衡，阶段性导致市场利率波动性大，甚至可以较长时期偏离政策利率中枢。市场利率所能提供的信号意义受到较大约束。

那么该如何看待“价”的操作，我们认为，价的核心关注点有三个方面：

一是重点关注 DR007，多看中枢，过滤短期波动。我国理论上的利率走廊，是以隔夜 SLF 利率为上限，超储利率为下限，7 天 OMO 为中枢的利率走廊机制，DR007 作为衡量短期流动性的核心指标，央行的目标是引导其围绕 7 天 OMO 利率上限波动。因此，DR007 的运行需要重点关注，但 DR007 运行本身缺乏稳定性，应多看中枢，过滤短期波动。例如，可将 DR007 的移动平均值与 7 天 OMO 利率进行拟合，其观测效果可能更佳。

二是兼顾关注国股 1Y-NCD 利率。国股 1Y-NCD 利率是资金市场长端利率的重要观测指标，且发行规模在所有期限中最大，是司库调剂银行流动性监管指标的主要手段。我国中长端利率走廊的机制，是让国股 1Y-NCD 利率围绕 1Y-MLF

利率震荡运行。但当前，国股 1Y-NCD 利率上行至 3.17%，高于 1Y-MLF 利率 22bp，反映出银行不缺短钱，长端流动性趋紧，进而对 MLF 的需求较为旺盛。

三是政策利率是市场利率的指示器，但调整频率较低，且受诸多因素约束，现阶段信号意义相对有限。在利率走廊机制下，政策利率是市场利率的指示器，若政策利率不出现调整，一定程度上意味着央行有意将市场利率稳定在当前水平。但如前所述，我国政策利率调整频率并不高，所传递的信号意义相对有限。

特别是对现阶段而言，政策利率调整面临多因素约束，其中很重要的一个因素是，由于各类政策工具利率的调整具有同步性，OMO 利率的调整将意味着 MLF 利率也会跟随调整，考虑到 LPR 的 MLF 的挂钩机制，调整政策利率会直接导致 LPR 和贷款利率变化。对于银行而言，当前一般贷款利率已处在一个相对较低的水平，部分行的对公贷款综合收益与信用风险成本存在不匹配现象，若继续下调政策利率会进一步侵蚀银行 NIM，降低金融体系稳定性。另一方面，在巩固降低实体经济融资成本效果的要求下，贷款利率大幅上行也与国家政策导向相违背。因此，当前央行动用政策利率工具的概率并不大，但市场利率运行本身具有不稳定性，时常出现偏离中枢的情况，若完全盯住政策利率，并以此作为判断资金面松紧度的标尺，显然并不合适。

2、上周市场流动性回顾

2.1、资金市场回顾

央行进一步回笼资金。本周央行累计开展 400 亿元逆回购和 2000 亿 MLF 操作。此外，因本周有 3800 亿元逆回购和 2000 亿 MLF 到期，春节后累计净回笼资金达 3400 亿元。截止 2 月 19 日，MLF 余额为 5.15 万亿元。

GC007 利率较春节前大幅上行。截止 2 月 19 日：

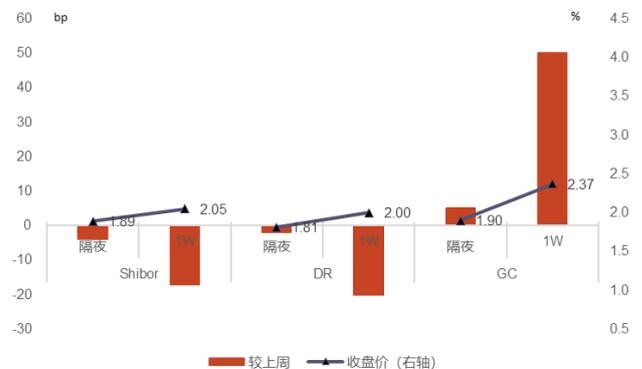
- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.89%和 2.05%，较上周分别下行 4bp 和 17bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.81%和 2.00%，较上周分别下行 2bp 和 20bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 1.90%和 2.37%，较上周分别上行 5bp 和 50bp。

图 11：央行基础货币投放延续净回笼



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 12 月 26 日-2021 年 2 月 21 日

图 12：银行间市场资金利率小幅下行

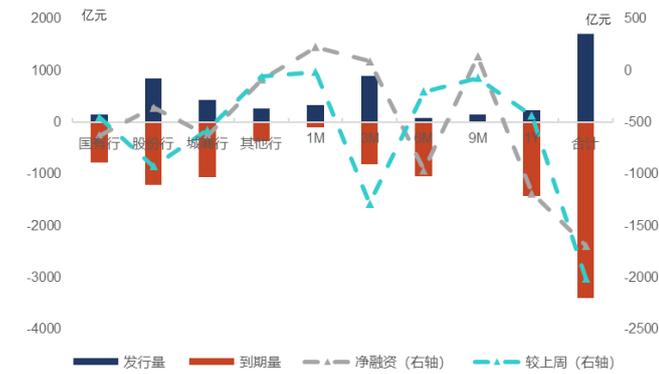


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 10 日-2021 年 2 月 19 日

短端利率走廊基本稳定，1Y 国股 NCD 利率进一步上行。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。1Y 国股 NCD 价格为 3.15%，高于 1Y-MLF 利率 30bp。

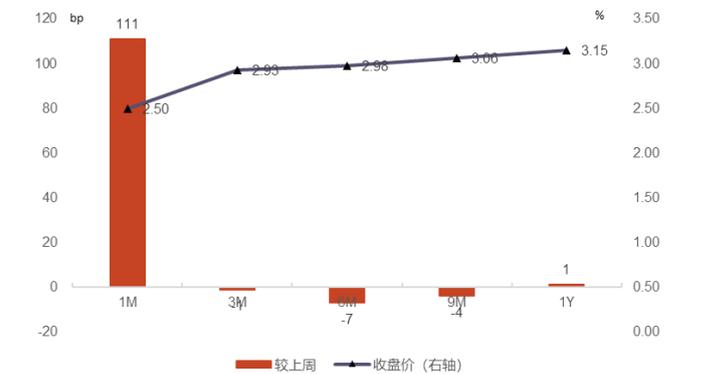
上周 NCD 净融资额-1609 亿，较前一周上升-2006 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资-625、-355 和-624 亿，较前一周增加-452、-922 和-572 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 228、91、-962、137 和-1184 亿，较上周分别增加-12、-1285、-204、-69 和-436 亿。

图 13: NCD 净融资进一步萎缩



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 2 月 10 日-2021 年 2 月 19 日

图 14: NCD 利率进一步上行



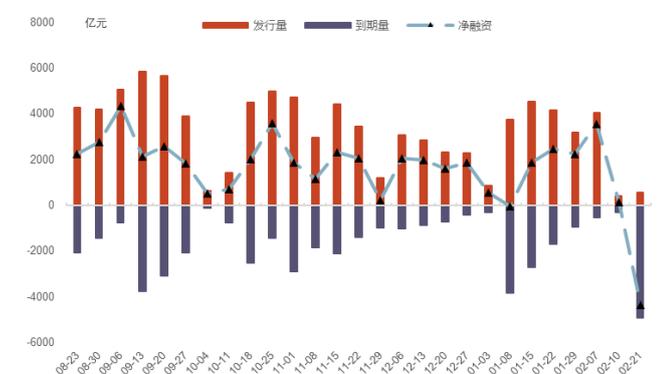
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 2 月 10 日-2021 年 2 月 19 日

1M 期国股 NCD 价格大幅上行。截至 2 月 19 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.50%、2.93%、2.98%、3.06%和 3.15%，较前一周分上行 111bp、-1bp、-7bp、-4bp 和 1bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.72%、3.06%、3.14%、3.24%和 3.41%，较前一周分别上行-7bp、1bp、0bp、0bp 和 6bp。

2.2、利率债市场回顾

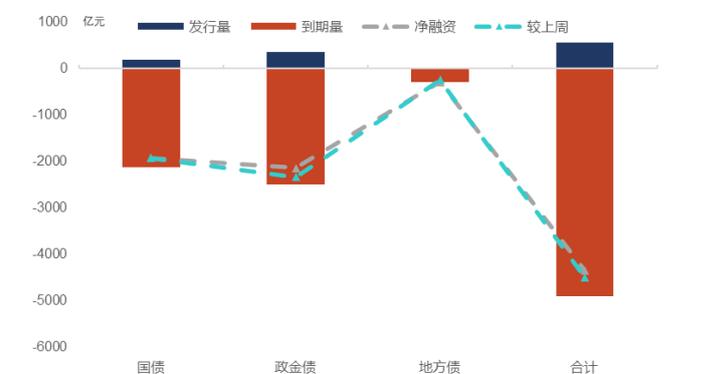
利率债净融资规模大幅下行。上周国债净融资-1924 亿，较上周增加-1924 亿；国开债净融资-2140 亿，较前一周增加-2333 亿；地方债净融资-285 亿，较前一周增加-238 亿。

图 15: 利率债净融资规模大幅下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2020 年 8 月 23 日-2021 年 2 月 21 日

图 16: 政金债净融资规模下行较大

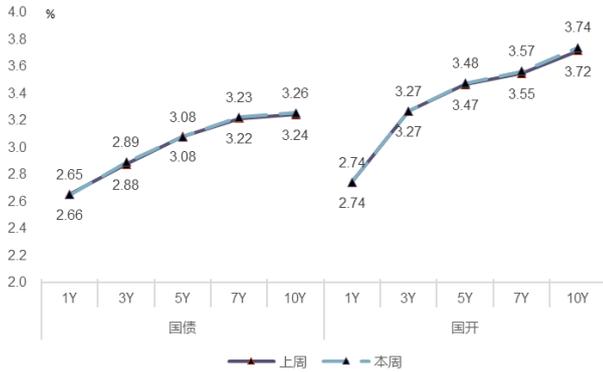


资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 2 月 10 日-2021 年 2 月 19 日

长端收益率小幅上行。截至2月19日，国债1Y、3Y、5Y、7Y、10Y收益率分别为2.65%、2.89%、3.08%、3.23%和3.26%，较上周分别上行0bp、2bp、0bp、1bp和1bp。政金债1Y、3Y、5Y、7Y、10Y收益率分别为2.74%、3.27%、3.48%、3.57%和3.74%，较上周分别上行0bp、0bp、1bp、2bp和2bp。

利率债期限利差小幅扩大。截至2月19日，国债10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y利差分别为61bp、37bp、18bp和3bp，较春节前分别上行2bp、0bp、2bp和0bp。国开债10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y利差分别为100bp、47bp、27bp和18bp，较春节前分别上行3bp、3bp、2bp和1bp。

图 17：长端收益率小幅上行



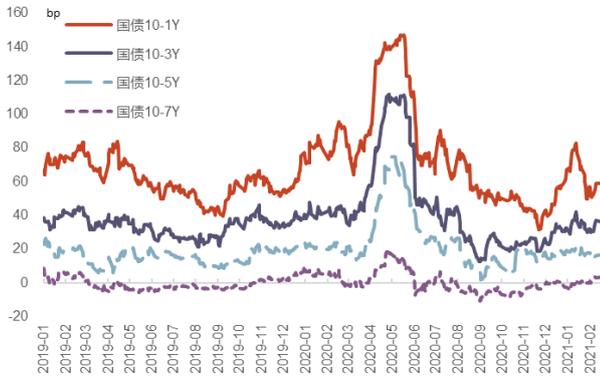
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年2月10日-2021年2月19日

图 18：国债收益率运行情况



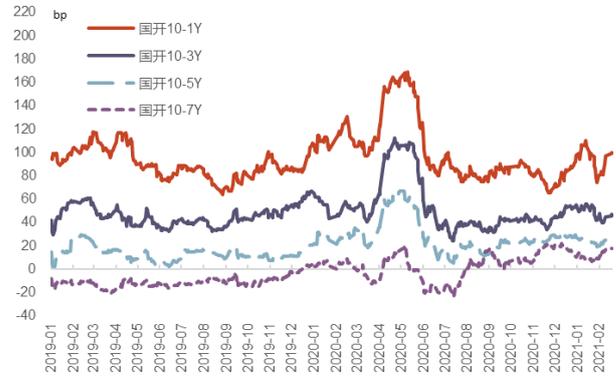
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2021年2月19日

图 19：国债期限利差情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2021年2月19日

图 20：国开债期限利差情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2019年1月1日-2021年2月19日

3、下一阶段市场展望及投资建议

我国农历春节休市期间，海外市场金融市场却并不平静，在美国疫苗加速接种、疫情缓和、众议院通过1.9万亿美元刺激性计划，美联储1月份议息会议纪要透露延续宽松意图，以及极端天气压制能源供应并推高油价等因素共同作用下，市场对全球“再通胀”预期增强，风险偏好整体回升。通胀预期+risk on 使得10Y美债收益率进一步上行至1.3%，大宗商品价格出现大幅上涨，国际油价、铜价纷纷刷新近期新高。

受此影响，2月18日开市后国债期货低开低走，200216国债活跃券一度突破3.3%关口，A股市场阶段性走高后也迅速回落，造成当日股债双杀。随着央行发声强调“不应过度关注央行操作的数量”，一定程度上缓解了市场对于央行进一步收紧货币政策的预期，活跃券收益率再度回落至3.3%以内。

对于下一阶段资金和债券市场，我们判断：

海外疫情好转+经济修复+油价强势共振推动通胀预期升温，“再通胀”短期交易行情仍在。

(1) 海外疫情好转和经济修复，使得供需同步改善，美国财政1.9万亿美元刺激计划将激发居民消费需求，大宗商品价格短期延续强势表现。

(2) 美联储在半年度货币政策报告中表示：“即使经济逐渐复苏，美国企业倒闭的风险“仍然很高”，美联储将继续为经济提供强有力的支持”，结合1月份联储会议纪要相对鸽派的论调来看，宽松政策不会立刻退出，“平均通胀目标”也预示着联储会适度容忍通胀上行，这均有利于维持美元指数的相对弱势。

(3) 近期原油价格大幅上涨有一定偶然性，美国罕见寒潮天气使得原油产量暴跌。整体来看，全球经济修复支撑油价的逻辑依然存在，美国原油生产从寒潮中恢复尚需时日，短期内油价较大概率维持在高位，后续则主要取决于OPEC+的增产计划实施情况。

国内基本面对债市难言友好。一季度，输入性通胀仍将延续，但国内供需相对均衡，经济向好推动核心CPI上行，PPI在今年5月份有望迎来高点，市场普遍预期将上行至4-5%水平，整体通胀压力大于2020年，春节期间消费数据好于预期，货币政策难有放松空间，会对通胀预期作出适当反应，整体基本面对债市难言友好。

资金面维持紧平衡，公开市场操作“直观表现”上还会释放边际收敛信号，货物贸易顺差和热钱流入将使得人民币汇率维持强势，稳流动性和稳汇率需要“外占对冲+OMO、MLF管道收窄”同时推进，在公开市场操作上央行仍将保持克制，两会前流动性变盘概率不大，资金面维持紧平衡。

中美利差安全空间依然较高，美债收益率上行对国内债市不会形成实质性冲击。目前，中美10年期国债收益率利差仍维持在200bp左右，安全空间较高。在2020年政策利率下调30bp情况下，债市收益率已接近2019年10月份以来的均值水平，2月18日债市大幅下挫后在央行发声后趋于缓和，预计美债收益率上行对国内债市不会形成实质性冲击。

两会后地方债发行放量需要适宜的货币金融环境。目前10年期国债在3.3%左右运行，地方债一般高于同期限国债20bp左右，若国债收益率进一步上行，将加大地方政府融资成本。在此情况下，两会后若地方债发行放量，届时仍需适宜的货币金融环境。

基于此，我们依然维持10年期国债收益率处于3.0-3.3%的判断，2021年上半年趋势性机会难觅，但安全边际较好，对于配置盘而言，在利率风险指标△EVA指标容忍度许可的情况下，逐步增加长债配置是占优策略。而对于交易盘而言，当前要多看少动。

4、风险分析

通胀压力超预期，货币政策持续收紧

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------