

行业研究

美债收益率破 1.6 后怎么看？

——流动性周报（2021.3.8-2021.3.14）

要点

美债收益率为何持续上行？一是美国新冠每日新增病例逐步降低，疫苗接种量逐步提高。二是美国经济复苏，通胀预期显著升温。三是一揽子刺激性政策导致美债供给放量，后续债券供给量将进一步加大。四是海外投资者增持美债意愿下降。五是临近 3 月末，SLR 监管政策是否再度延期存在不确定性，美债抛压加剧。

美债收益率还有多大上行空间？从实际利率看，本轮因疫情后刺激性政策所推动的复苏力度，可能会弱于 2014-2019 年，实际利率不会超过 0.4%，我们更倾向于认为会大概率恢复至疫情前的水平-0.1-0%。从通胀预期看，现阶段通胀预期为 2.2-2.3%，但 2008 年至今通胀预期峰值水平基本在 2.5%左右，后续大幅走高的空间并不大。结合其他因素看，美联储呈现鸽派态度，近期加大购债规模，且铜金比最近一轮上行幅度为 179bp，若按照 86%的相关系数看，10Y 美债收益率理论上的上行空间应为 154bp。综合来看，**本轮 10Y 美债收益率上行顶点可能在 2%附近，即后续可能仍有约 40bp 的上行空间。**

如何看待美债收益率上行背景下，美元指数的表现？美国和欧洲经济的相对速度，应与美元指数高度相关。疫情防控方面，美国和欧洲主要国家每日新增病例均已出现明显拐点，但疫苗接种方面美国优于欧洲。经济复苏方面，2020 年下半年以来美国与欧元区服务业 PMI 呈现背离态势，在服务业为主的经济结构下，美国经济复苏势头正在加快，而欧元区经济复苏相对放缓。政策效果方面，联储将大量现金发放给居民，能够直接起到刺激消费的作用，市场对美联储 Taper 的预期要强于欧洲。因此，**目前整体是“美强欧弱”格局，美元指数将受到支撑。我们对今年美元指数偏乐观，美元指数下一步可能将进一步上行至 93-95，未来需要看美债收益率破 2%的速度，若节奏相对较快，则会引发美股的进一步调整和避险情绪上升，并将利好美元。**

美债收益率上行对人民币汇率有何影响？（1）短期内我国银行间市场美元供大于求的格局不会改变，但中期看，海外市场供需错配好转，我国出口增长难以延续高增态势。同时，中美第一阶段贸易协议的履约，将加大企业的购汇需求，并逐步消化境内冗余的美元资金，改善美元供求失衡的状态。（2）考虑到后续“美强欧弱”格局，美元指数有进一步走强的动力，人民币兑美元汇率可能会出现小幅贬值趋势。（3）央行的态度也无意于人民币过快升值。综上所述，我们认为，**USD/CNY 在 6.4 左右可能是这一阶段人民币汇率的重要阻力位，短期内，人民币汇率将在 6.4-6.7 区间震荡运行。**

美债收益率上行对国内债券市场有何影响。（1）2020 年下半年我国货币政策在全球经济体中率先回归正常化，使得我国国债收益率较美国先行上行，领先时间约 4-5 个月，目前已持续近 11 个月，债市风险已得到有效缓释。（2）中美利差安全边际较高，美债收益率上行对我国债市的牵扯力量不及此前。（3）随着美债收益率的大幅波动，我国债市的波动幅度要明显更小。因此，美国国债收益率上行可能会对我国债市造成一定扰动，但这种扰动并不构成硬约束。**综合今年债券供给压力、社融对利率拐点的带动以及中美无风险利率的相关性来看，下半年利率可能会出现一定松动，不排除会向 3%的点位移动。**短期内，随着专项债发行启动，叠加 4-5 月份通胀高点，届时债市将有所承压，并可能阶段性突破 3.3%点位。对于配置盘而言，**长端利率类债券跌出来即是机会，当前债市安全边际依然较高，轻仓机构可逐步布局，逢高配置。**

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

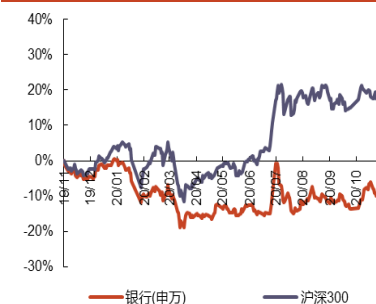
wangyf@ebcn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

两会后流动性将如何演绎？——流动性周报（2021.3.1-2021.3.7）

同业存单利率还要上行多久？——流动性周报（2021.2.22-2021.2.28）

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）

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）

1、热点透析—美债收益率破 1.6 后怎么看

3月12日，美债收益率上行至1.64%，较2月初上行53bp，呈现“幅度大、速度快”的特点，全球股、债、汇市场均经历了震荡调整。美债收益率作为全球资产的重要定价锚，其持续上行会对全球和我国金融市场运行造成一定冲击。本篇报告中，我们重点探讨了美债收益率后续的走势规律，并对美元指数、人民币汇率以及国内债券市场等市场关切的热点问题进行了分析。

1.1、美债收益率为何持续上行？

事实上，美债收益率自2020年8月份开始，已有触底反弹趋势，但上行斜率偏慢。在2020年8月-12月，10Y美债收益率上行幅度仅为20bp。今年以来，尤其是2月份美债收益率出现快速上行态势。我们认为，这是疫情改善、经济复苏、债券供求、SLR监管等多项因素共振所致。

图 1：10Y 美债收益率已突破 1.6% 关口



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年3月12日

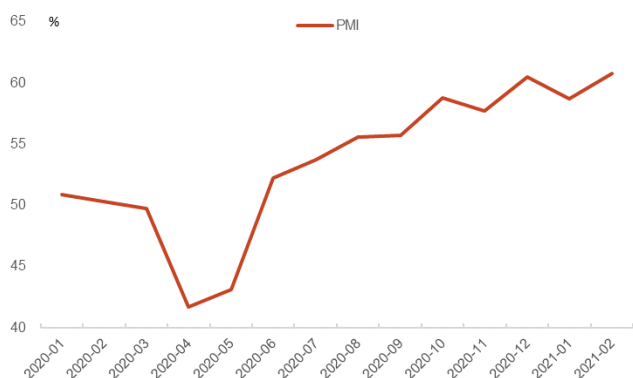
图 2：美国新冠病例和疫苗接种情况不断改善



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年3月20日-2021年3月12日

(1)美国新冠每日新增病例逐步降低，疫苗接种量逐步提高。今年以来，美国新冠每日新增病例开始见顶回落，而疫苗接种量也大幅提升。截至目前，美国新冠每日新增病例数已降至6万人左右，较峰值降幅近5倍，疫苗接种量也已达到9500万剂次。

图 3：美国 PMI 已上行至 60% 以上



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年3月12日

图 4：今年原油、铜等大宗商品价格出现快速上涨

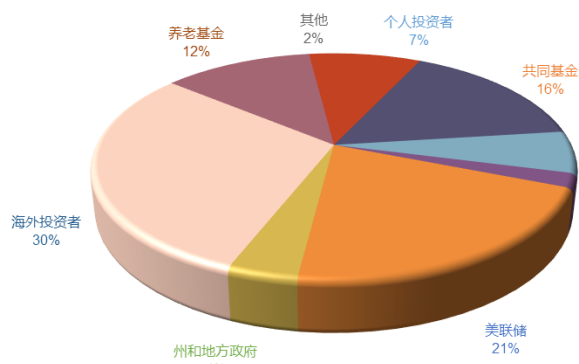


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010年1月2日-2021年3月12日

(2) **美国经济复苏向好，通胀预期显著升温。**随着疫情好转，美国经济复苏开始启动，PMI 指数上行至 60% 以上，拜登 1.9 万亿美元刺激政策落地，主要用于符合标准的居民每人 1400 美元现金发放、州和地方政府拨款、新冠疫情防控等，这将进一步刺激美国消费需求提升，同时叠加疫情好转的影响，全球由 risk off 向 risk on 切换，推动大宗商品价格快速上涨，通胀预期显著升温。

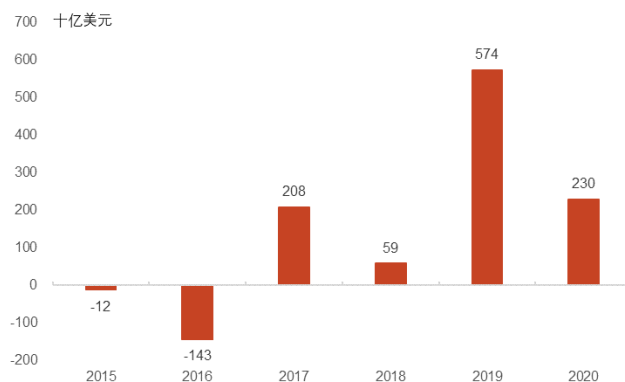
(3) **一揽子刺激性政策导致美债供给放量。**美国政府在疫情期间推出的数万亿美元刺激政策，使得美债供给量显著增加，也是造成收益率上行的重要原因。可以看到，2 月 25 日美国财政部拍卖 620 亿美元 7 年期国债时，认购倍数仅为 2.04，创历史新低，且远低于此前六次拍卖的认购倍数均值 2.35。受此影响，当日 10 年期美债收益率盘中连续涨破 1.5% 和 1.6% 两道关口，日内升逾 20bp。日前，美国 1.9 万亿刺激政策已获参议院通过，该政策的资金来源主要依靠国债发行来予以筹措，预示着后续债券供给量将进一步加大。

图 5：美国国债投资者结构



资料来源：美国证券业及金融市场协会，光大证券研究所；时间：2020 年三季度

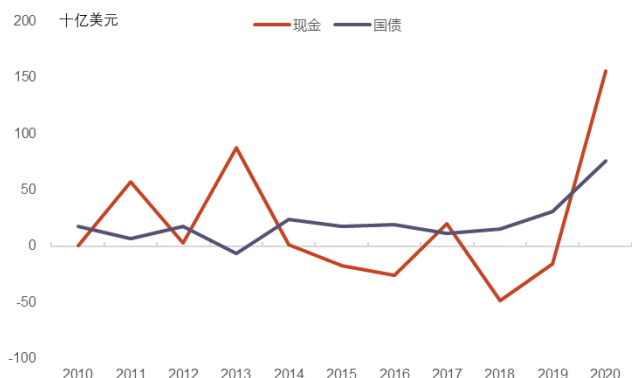
图 6：海外投资者增持美债意愿下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015-2020 年

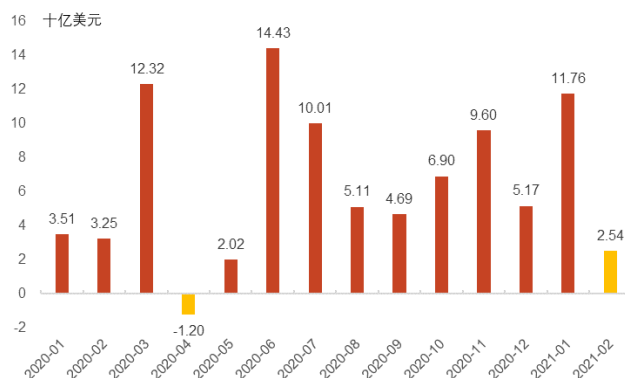
(4) **海外投资者增持美债意愿下降。**美债买家主要包括美联储、保险公司、共同基金、银行和海外投资者。其中，海外投资者占比 30%，是最大投资主体。可以看到，2020 年海外投资者增持美国国债规模为 2300 亿美元，较 2019 年降幅超过 1 倍，海外投资者配置力度减弱，主要由于美国长期保持低利率环境，美债绝对收益水平下降所致。

图 7：2020 年商业银行现金和国债资产快速增长



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010-2020 年

图 8：在 SLR 承压时点，银行对美债持有量均出现明显收缩



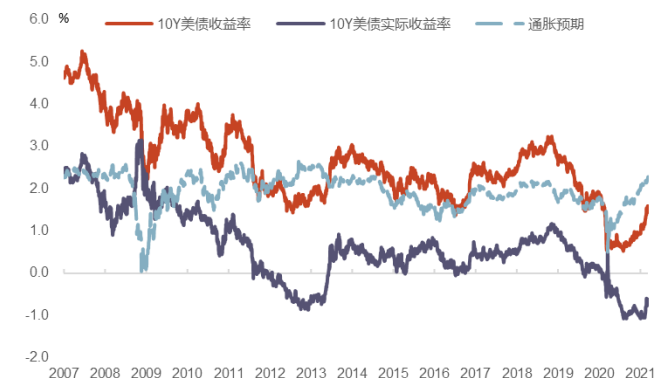
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月-2021 年 2 月

(5) 临近3月末，SLR监管政策是否再度延期存在不确定性，美债抛压加剧。简单来说，SLR是美联储为规避银行通过金融工具隐藏风险资产，而对大型银行额外施加的补充杠杆率指标，等于一级资本/风险资产。与一级资本充足率和杠杆率（LR）指标不同的是，SLR分母端的风险资产是将所有风险资产赋予相同的权重。在疫情爆发之后，一方面是美国财政部放量发行国债，另一方面是美联储开启无限量QE政策，导致银行准备金和国债配置规模大幅攀升，SLR指标承压，配债意愿下降。可以看到，2020年4月份银行美债持有量下降了12亿美元。为此，美联储于2020年4月宣布将准备金及国债排除在SLR指标体系之外，并延期至2021年3月31日。随着延期截止日的临近，美联储至今仍未明确SLR政策是否再度延期，市场开始定价SLR不再延期，2021年2月份美债增持量25.4亿美元，较1月份大幅下滑，这也是美债收益率出现快速上行的重要原因。

1.2、美债收益率还有多大上行空间？

在10Y美债收益率正式突破1.6%后，市场比较关心后续美债收益率还有多大上行空间。对于这一问题，我们首先从技术层面进行分析，由于名义利率=实际利率+通胀预期。

图9：美债名义利率与实际利率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2007年1月2日-2021年3月12日

图10：10年TIPS隐含通胀预期峰值在2.5%附近



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2003年1月2日-2021年3月12日

从实际利率看，自2008年全球金融危机后，美联储持续开展QE和接近0利率的政策，直到2014年才通过前瞻性指引明确逐步退出QE，并于2015年启动加息进程，为期4年。因此，在2014-2019年是美联储在全球金融危机后的复苏期，可以看到，美债实际利率在2014年出现明显调整，在2014-2019年期间中枢值大体维持在0.4-0.5%的水平。

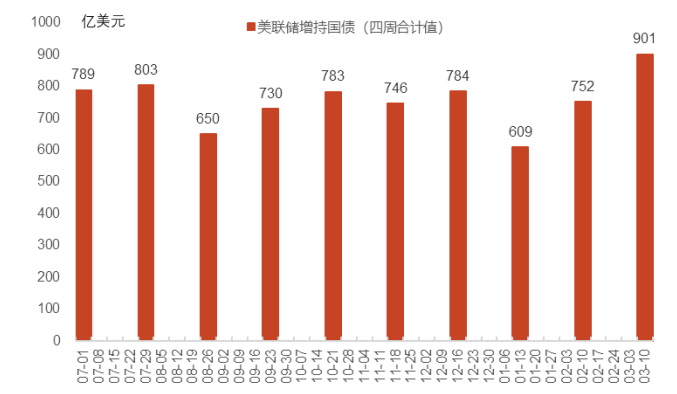
在2019年至今，美国经济实际上已处于下行通道，美联储也再度启动了降息政策，美债实际利率持续下行，在疫情前基本维持在-0.1%-0区间，2020年最低水平一度降至-1.2%。从这一角度看，本轮因疫情后刺激性政策所推动的复苏力度，可能会弱于2014-2019年，那么实际利率不会超过0.4%，我们更倾向于认为会大概率恢复至疫情前的水平。

从通胀预期看，目前10Y美债名义收益率为1.64%，实际利率为-0.74%，即通胀预期应为2.2-2.3%。今年上半年，在经济复苏、财政刺激性政策推动下，叠加去年低基数效应，通胀数据会快速冲高。但从2008年至今的通胀预期走势

看，峰值水平基本在 2.5% 左右，因此我们判断，后续通胀预期大幅走高的空间并不大。

综合实际利率与通胀预期来看，我们认为，本轮 10Y 美债收益率上行顶点可能在 2% 附近，即后续可能仍有约 40bp 的上行空间，但这要综合取决于美国经济复苏的强度和美联储的态度。

图 11：美联储最近四周的国债增持量创 2020 年下半年以来新高



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 7 月 1 日-2021 年 3 月 10 日

图 12：铜金比是美债收益率走势的先行指标



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2007 年 1 月 2 日-2021 年 3 月 12 日

此外，我们还可以结合其他因素来进一步印证：

一是美联储呈现鸽派态度，近期加大购债规模。无论是从美联储的“平均通胀目标”框架，还是鲍威尔在公开场合的表态来看，美联储对通胀的容忍度较高，当前更为看重的是就业目标的实现。截至 2 月末，美国失业率为 6.2%，劳动参与率为 61.4%，均低于疫情前 3.5% 和 63.2% 的水平。从这一点看，美联储在今年退出 QE 和加息的概率不大。同时，随着美债收益率的快速上行，市场对美联储是否会开展扭曲操作（YCC）来进行控制有一定期待。而从近期美联储操作看，近四周增持国债规模约 901 亿美元，创 2020 年下半年新高，也令市场对后续美联储阶段性提高购债规模，甚至不排除开展 YCC 操作有一定期待，这在一定程度上会抑制美债收益率的过快上行。

二是根据铜金比预测美债收益率走势。一般而言，铜金属是重要的工业原材料，黄金是避险资产，根据铜和黄金的属性，铜价与黄金价格的比率可以衡量市场对风险资产的偏好感知程度，即铜金比可以作为美国 10 年期美债收益率走势的领先指标。2007 年至今，铜金比与 10Y 美债收益率相关系数高达 86%。从去年以来两者走势看，铜金比自 2.06% 上行至 3.85%，且自 2 月中下旬以来持续稳定在 3.7-3.9% 区间震荡运行，上行幅度为 179bp，若按照 86% 的相关系数看，10Y 美债收益率理论上的上行空间应为 154bp。而自去年低点开始，10Y 美债收益率上行幅度已达 112bp，即后续理论上仍有 42bp 的上行空间，与前文分析基本一致。

1.3、如何看待美债收益率上行背景下，美元指数的表现？

美元指数衡量的是美元兑一篮子货币汇率的变化程度，在篮子中包括欧元（权重 57.6%）、日元（权重 13.6%）、英镑（权重 11.9%）、加拿大元（权重 9.1%）、瑞典克朗（权重 4.2%）、瑞士法郎（权重 3.6%），即美元指数是美元兑各货币汇率的指数加权平均值。其中，欧元权重最大，为 57.6%，是影

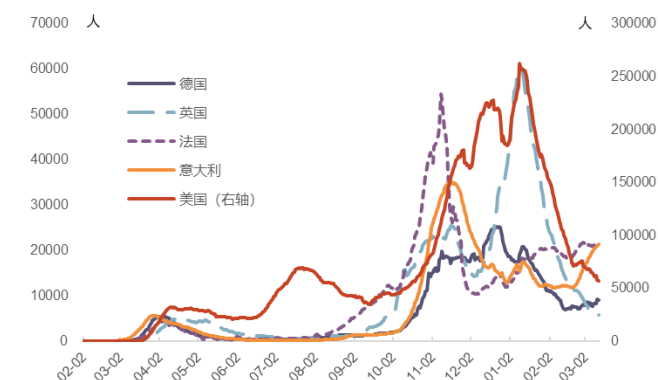
响美元指数走势的最重要指标之一，即美国和欧洲经济的相对速度，应与美元指数高度相关。

图 13：2008 年金融危机以来美元与欧元运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2007 年 1 月 2 日-2021 年 3 月 12 日

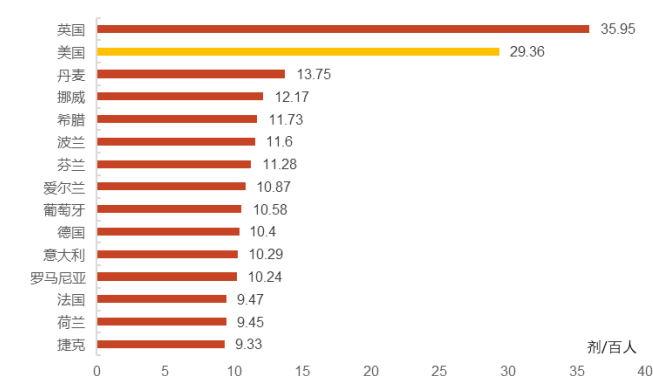
图 14：主要发达经济体每日新增病例均已出现明显拐点



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 2 月 2 日-2021 年 3 月 12 日

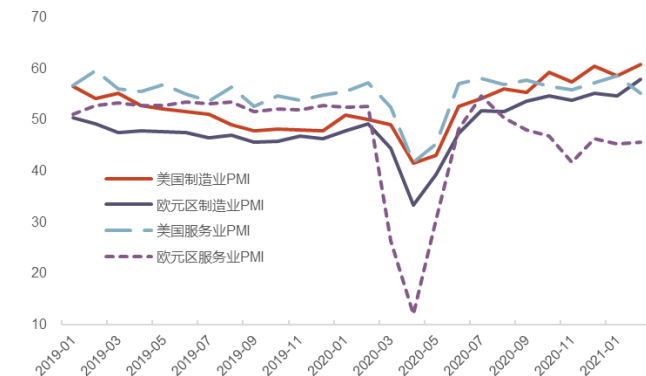
我们可以简要的回顾一下 2008 年全球金融危机以来美元指数和欧元的表现。2008 年全球金融危机爆发后，美国率先实行 QE 并大幅下调 FFR，成为主要发达经济体中率先走出危机的国家。在 2008-2014 年期间，美国进行了 4 轮 QE，美元处于贬值通道，美元指数维持在 75-89 的底部区间震荡。但与之相对应的是，欧洲央行政策由于各国之间的博弈以及政策协同性较弱，QE 步调明显晚于美联储，经济复苏之路较为曲折，直到 2014 年才开始实施 QE 政策，导致当年欧元兑美元汇率大幅下跌近 24%。受此影响，美元指数开始进入上行通道，并随着特朗普的当选所形成的交易行情，一度冲高至 103，近 6 年来持续在 90-103 区间震荡。

图 15：美国疫苗接种率明显优于欧洲国家



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：截至 2021 年 3 月 12 日

图 16：美国 PMI 领先与欧洲



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

疫情防控：美国和欧洲主要国家每日新增病例均已出现明显拐点，但疫苗接种方面美国优于欧洲。可以看到，截至 3 月 12 日，美国每 100 人接种疫苗的剂次为 29.36，明显高于除英国外的欧洲其他国家。这意味着，美国疫苗接种的进度在主要发达经济体中处于较快水平，若疫苗能起到很好的保护效果，随着疫苗接种进度的加快，美国有望在欧洲之前走出疫情的阴霾，美国经济复苏的步伐将早于欧洲。

经济复苏：美国经济复苏情况优于欧洲。总体来看，美国 PMI 指数高于欧元区，显示出美国经济无论是在疫情期间还是疫情后的复苏动能，均强于欧洲。特别是 2020 年下半年以来，美国与欧元区服务业 PMI 呈现背离态势，在服务业为主的经济结构下，美国经济复苏势头正在加快，而欧元区经济复苏相对放缓。

政策效果：美国刺激性政策效果优于欧洲。在美国本轮宽松政策中，联储将大量现金发放给居民，能够直接起到刺激消费的作用。欧央行的宽松政策一定程度上是为了解决希腊、意大利等南欧国家债务问题，根据欧央行最新议息会议决议，将进一步扩大购债规模，释放了明确的宽松信号。因此，市场对美联储 Taper 的预期要强于欧洲。

综合疫情防控、经济复苏、政策效果来看，目前整体是“美强欧弱”格局，美元指数将受到支撑。我们对今年美元指数偏乐观，美元指数下一步可能将进一步上行至 93-95，未来需要看美债名义收益率破 2% 的速度，若节奏相对较快，则会引发美股的进一步调整和避险情绪上升，并将利好美元。

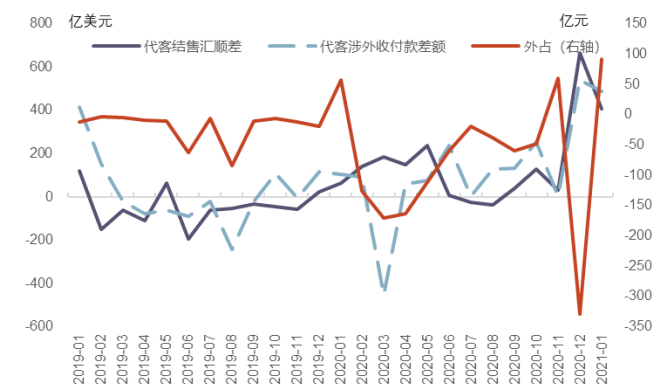
1.4、美债收益率上行对人民币汇率有何影响？

对于人民币汇率而言，我们有三方面判断：

一是短期内我国银行间市场美元供大于求的格局不会改变，但后续出口难延高增态势。2020 年 12 月-2021 年 1 月，我国银行代客结售汇顺差净额合计增长 1074 亿美元，在出口形势向好的情况下，预计 2 月份新增规模仍高。但外汇占款数据相对较弱，使得国内银行间市场美元流动性淤积，初步预计目前有美元冗余资金超过 1300 亿美元，即短期看，美元供大于求的格局使得人民币汇率维持相对强势状态。

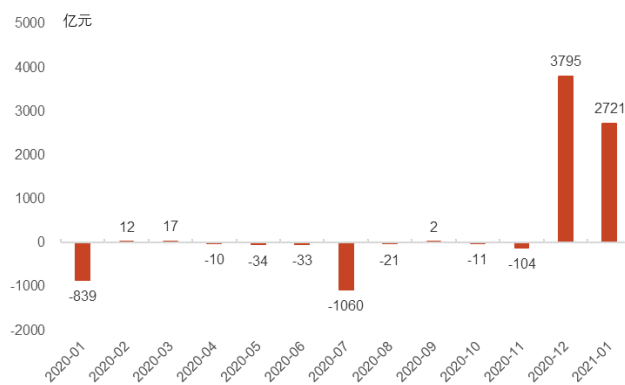
但中期看，随着美国疫情防控逐步向好、经济复苏和生产端的启动，海外市场供需错配情况将得到好转，我国出口增长难以延续高增态势。同时，中美第一阶段贸易协议的履约，将加大企业的购汇需求，并逐步消化境内冗余的美元资金，改善美元供求失衡的状态。

图 17：代客结售汇、涉外收付款规模明显高于外占对冲力度



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

图 18：央行资产负债表“其他资产”科目出现异动



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

二是美元指数上行将压制人民币汇率走强。从 2 月份以来美元指数与人民币的运行走势来看，2 月份美元指数上涨 0.44%，3 月份至今上涨 0.8%，而人民币 2 月份基本走平，3 月份下跌 0.77%。考虑到后续“美强欧弱”格局，美元指数有进一步走强的动力，人民币兑美元汇率可能会出现小幅贬值趋势。

三是央行的态度也无意于人民币过快升值。尽管央行在外汇占款方面对冲力度较弱，但正如我们在 2 月 27 日发布的报告《顺周期之风带动银行资产配置风险偏好回暖》中提出的，央行资产负债表项下“其他资产”近期出现异动，2020 年 12 月-2021 年 1 月合计新增 6500 亿人民币，不排除通过货币互换等方式消化了部分美元流动性，这也显示出央行无意让人民币过快升值。

综上所述，我们认为，USD/CNY 在 6.4 左右可能是这一阶段人民币汇率的重要阻力位，短期内，人民币汇率将在 6.4-6.7 区间震荡运行。

1.5、美债收益率上行对国内资金和债券市场有何影响？

今年 2 月份以来我国 10Y 国债收益率持续位于 3.2-3.3% 区间震荡，特别是在近期，美债收益率持续上行、国内金融数据超预期表现等利空因素，均未造成债市的走跌，即债市似乎对利空因素有钝化表现的迹象。从后续看，我们认为，美债收益率上行，对国内债券市场的影响相对有限，理由如下：

一是中美两国债市收益率相关性已出现下降。中美两国债市收益率存在一定相关性，2006 年至今相关系数为 0.32。但近年来，我国货币政策独立性显著增强，受美联储掣肘明显减弱。2020 年下半年我国货币政策在全球经济体中率先回归正常化，而美联储依然在宽松道路上前行，使得我国国债收益率较美国先行上行，领先时间约 4-5 个月，目前已持续近 11 个月，债市风险已得到有效缓释。数据显示，2020 年至今相关系数进一步降至 0.25。如前所述，我们预计美债收益率上行上限点位可能位于 2.0% 左右，较当前提升约 40bp。若按照这一相关性系数计算，理论上我国国债收益率较当前时点上行约 7-10bp，即不会突破 3.4% 的水平。

图 19：10Y 美债波动幅度明显高于我国



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月 2 日-2021 年 3 月 12 日

二是中美利差安全边际较高。尽管近期美债收益率持续上行，但中美利差依然维持在 150bp 左右，安全边际非常高，利差吸引力依然存在。这一点与 2018 年的情况截然不同，2018 年美联储正处于加息周期中，而我国社融增速出现大幅下挫，经济下行压力加大，货币政策开启了新一轮逆周期调控，使得中美利差一度收窄至 50bp。因此，当前美债收益率上行对我国货币政策和债市的牵扯力量不及此前。

三是美债波动幅度明显高于中债。以最近一轮债市运行周期看，美债上行幅度为 170bp，下行幅度为 260bp。而我国国债上行幅度为 130bp，下行幅度为 150bp。可以看到，随着美债收益率的大幅波动，我国债市的波动幅度要明显更小。

基于上述分析，美国国债收益率上行可能会对我国债市造成一定扰动，但这种扰动并不构成硬约束，我国债市运行主要取决于基本面和政策面。

(1) 基本面对债市并不友好，2 月份金融数据超预期表现下，叠加 PPI 的持续上行，需要观察后续央行货币政策是否会有所收敛，总体判断“易紧难松”。

(2) 预计今年政府债券净融资 7.15 万亿，较去年下降 1.4 万亿，但考虑到 1-2 月份净融资规模偏少，后续供给压力不轻。今年专项债或在 3 月末、4 月初正式启动，在此之前债市风险相对不大，收益率维持在 3.2-3.3%，而且当前点位也与 2019 年 10-12 月“猪通胀”期间水平大体相当。

(3) 去年四季度，随着信贷投放和政府债券净融资规模的放缓，社融增速也在 10 月份迎来拐点，并呈现逐步下行态势。一般而言，社融拐点要领先于利率拐点 8-10 个月左右，同时今年在低基数效应下，一季度各项经济指标有望录得较好增长，预计在 5-6 月份 PPI 将迎来全年峰值水平，后续将逐步回落。

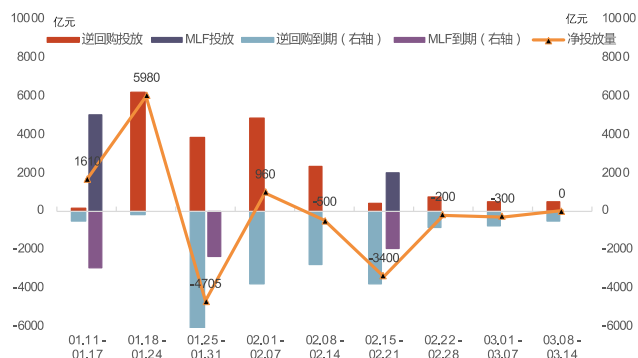
因此，综合考虑今年债券供给压力、社融对利率拐点的带动以及中美无风险利率的相关性来看，下半年利率可能会出现一定松动，不排除会向 3% 的点位移动。但短期内，随着专项债发行启动，叠加 4-5 月份通胀高点，届时债市将有所承压，并可能阶段性突破 3.3% 点位。对于配置盘而言，长端利率类债券跌出来即是机会，当前债市安全边际依然较高，轻仓机构可逐步布局，逢高配置。

2、上周市场流动性回顾

2.1、资金市场回顾

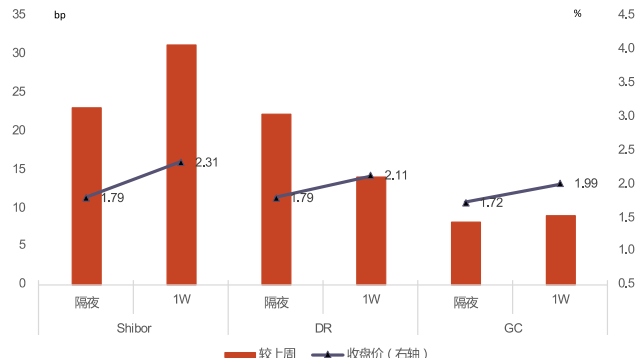
公开市场操作延续小幅滴灌。本周央行公开市场操作投放量与到期量持平，净回笼资金为 0，未开展 MLF 操作。截止 3 月 12 日，MLF 余额为 5.35 万亿。下周 MLF 到期 1000 亿，预计央行大概率等量续作。

图 20：央行公开市场操作延续小幅滴灌



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 11 日-2021 年 3 月 12 日

图 21：各期限资金利率有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 8 日-2021 年 3 月 12 日

资金利率有所上行。截止 3 月 12 日：

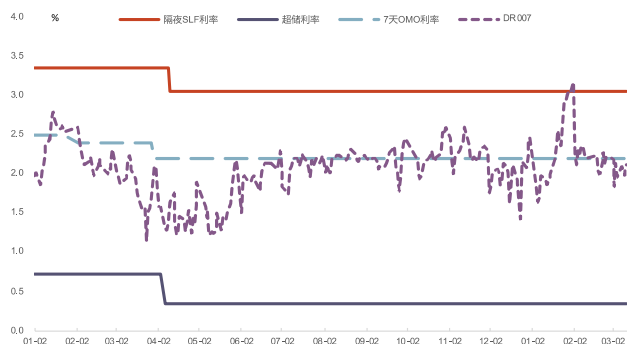
(1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.79% 和 2.31%，较上周分别上行 23bp 和 31bp。

(2) DR001 和 DR007 分别为 1.79%和 2.11%，较上周分别上行 22bp 和 14bp。

(3) GC001 和 GC007 分别为 1.72%和 1.99%，较上周分别上行 8bp 和 9bp。

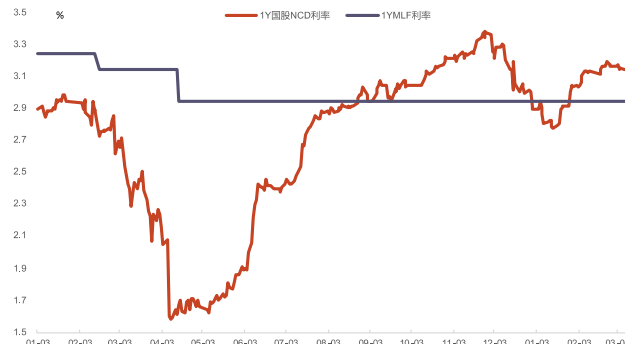
短端利率走廊持续稳定，1Y 国股 NCD 利率保持高位运行。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态持续稳定。截止 3 月 12 日，1Y 国股 NCD 价格报 3.17%，持续报告高位运行，高于 1Y-MLF 利率 22bp。

图 22：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-2021 年 3 月 12 日

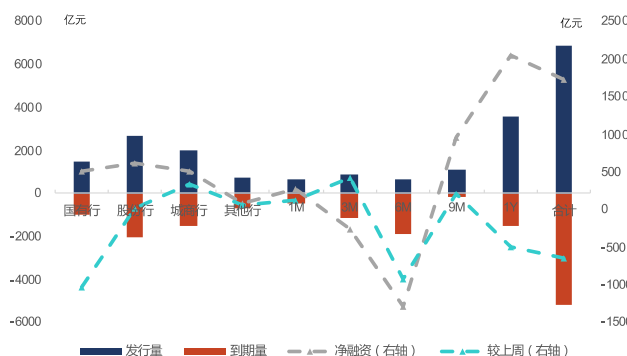
图 23：1Y 国股 NCD 利率持续高位运行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 3 日-2021 年 3 月 12 日

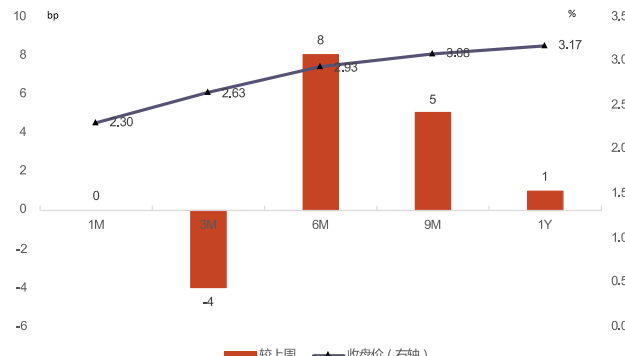
上周 NCD 净融资额为 1737 亿，较前一周下降 640 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 515、621 和 517 亿，较前一周下降 1034、-27 和-334 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 270、-266、-1277、956 和 2055 亿，较上周分别增加 123、424、-912、210 和-484 亿。

图 24：NCD 净融资规模有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 8 日-2021 年 3 月 12 日

图 25：6M 期国股 NCD 利率上行幅度更大



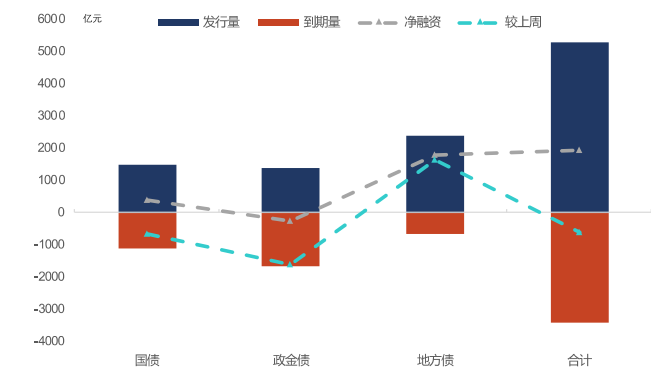
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 8 日-2021 年 3 月 12 日

6M 期国股 NCD 价格上行幅度更大。截至 3 月 12 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.30%、2.63%、2.93%、3.08%和 3.17%，较前一周分上行 0bp、0bp、5bp、-2bp 和-1bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.66%、2.97%、3.11%、3.22%和 3.46%，较前一周分别上行-1bp、0bp、-3bp、-1bp 和 4bp。

2.2、利率债市场回顾

利率债净融资规模小幅下降。上周国债净融资 391 亿，较上周下降 646 亿；国开债净融资-248 亿，较前一周下降 1587 亿；地方债净融资 1776 亿，较前一周增加 1638 亿。

图 26：利率债净融资规模下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 8 日-2021 年 3 月 12 日

图 27：各期限收益率小幅上行

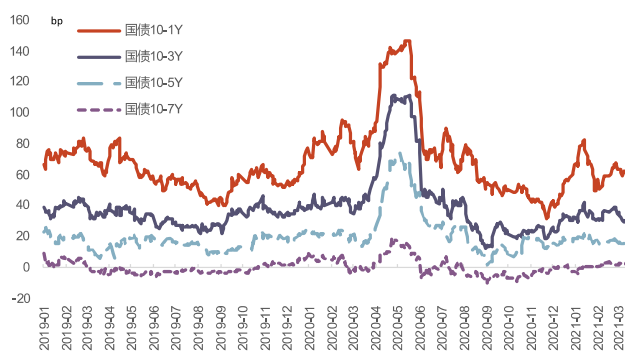


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 8 日-2021 年 3 月 12 日

各期限收益率均小幅上行。截至 3 月 12 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.64%、2.96%、3.10%、3.23%和 3.26%，较上周分别上行 0bp、4bp、1bp、1bp 和 1bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.73%、3.24%、3.42%、3.56%和 3.66%，较上周分别上行 0bp、2bp、2bp、1bp 和 -1bp。

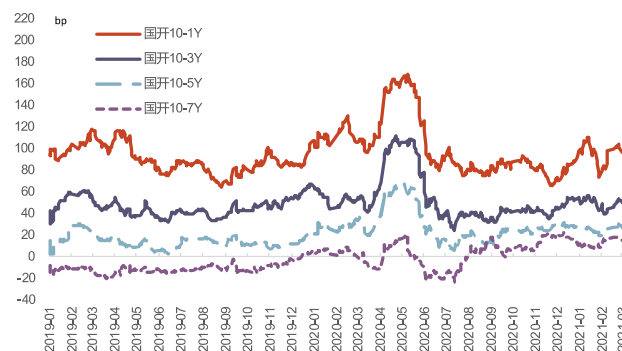
利率债期限利差基本持平。截至 3 月 12 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 62bp、30bp、16bp 和 3bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 93bp、42bp、24bp 和 10bp。

图 28：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 3 日-2021 年 3 月 12 日

图 29：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 3 日-2021 年 3 月 12 日

3、风险分析

通胀压力超预期，货币政策持续收紧。

国投瑞银

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曾与、不与、也将不会与本报告中的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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------