

行业研究

一文读懂普惠金融定向降准

——流动性周报（2021.3.15-2021.3.21）

要点

2018-2020年普惠金融定向降准累计释放资金1.1万亿。目前，普惠金融定向降准考核共进行了三次，时间分别为2018年1月26日、2019年1月25日、2020年3月16日，共计释放资金1.1万亿。经过2018年以来的多次降准，目前我国金融机构平均存款准备金率为9.4%，较2018年年初下降5.2个百分点。

2021年普惠金融定向降准考核将释放多少资金？在2020和2021年的考核中，六大行+全国性股份制银行均为二档，不再释放降准资金，有小部分上市城商行和非上市银行将在2021年考核中晋级二档，享受1.5%的降准优惠，预计2021年普惠金融定向降准将于3月底或4月初落地，但释放的资金规模相对有限，预计规模在500-1000亿左右。

4-5月份流动性面临三大因素扰动。（1）**政府债券发行开始放量。**我们预计，3月末或4月初政府债券发行将正式启动，预计2021年政府债券净融资额度约7.2万亿左右，较2020年下降约1.3万亿，4-5月份政府债券净融资规模约1.34万亿，供给压力较大。（2）**财政存款增幅较大。**4-5月份缴税规模较大，但财政支出偏小，近5年4-5月份财政存款增幅平均值为9000亿，将成为超储消耗的主要因素。（3）**NCD到期量较大。**今年4月份和5月份NCD分别到期1.63万亿和1.48万亿，且集中到期日4月中下旬和5月中旬，预计NCD发行可能会在4月中上旬即启动，NCD利率或将再度重新上行，并将贯穿整个4-5月份维持高位运行。因此，4-5月份流动性情况整体不容乐观，届时超储率将出现明显下滑，NCD利率出现反弹上行。

需要关注央行是否超量续做MLF以及财政资金拨付节奏。在流动性承压时，需要重点关注两点：**一是央行是否会超额续作MLF。**目前银行体系呈现“缺长钱、不缺短钱”，稳存增存压力加大，尤以股份制银行更为显著。4-5月份MLF合计到期2000亿，不排除央行会采取超额续作的方式缓解中长端流动性压力。**二是前期淤积的财政资金是否会加快拨付。**2020年由于疫情原因，部分项目尚未开工，年末财政性存款余额为4.48万亿，明显高于2017-2019年平均水平。这样一来，上一年未使用完毕的资金将转移至今年使用，后续若财政资金加快拨付，将有助于流动性的稳定。

下一阶段市场展望及投资建议。（1）美债收益率上行压低市场风险偏好、政府债券尚未启动、3月份友好的流动性环境以及1-2月份经济数据的落地，均有助于债市短期企稳。（2）伴随着美债收益率的上行，以及日益上升的通胀压力，巴西、土耳其以及俄罗斯央行近期宣布加息。但我国货币政策早已进入正常化阶段，无风险利率领先美国4-5个月时间，债市风险已得到显著缓释，中美利差仍有150bp空间，安全边际充足。在此情况下，美债收益率上行对我国债市的利差传导渠道较弱，更多是基于情绪层面的扰动，即美债收益率上行——美股下跌——A股下跌——国内利率债收益率反而下行。因此，3月下旬债市仍有望维持在3.2-3.3%区间震荡，但进入4月份情况不容乐观，PPI的进一步上行、政府债券供给压力，银行一般存款回落等因素，对债市并不友好，收益率将向3.3%逼近，并存在阶段性突破3.3%的可能。对于配置盘而言，经过上周调整，当前利率点位性价比略有减弱，3月下旬应维持审慎操作，需谨防3月PMI超预期的影响，建议待利率向右侧移动后择机逢高配置。

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

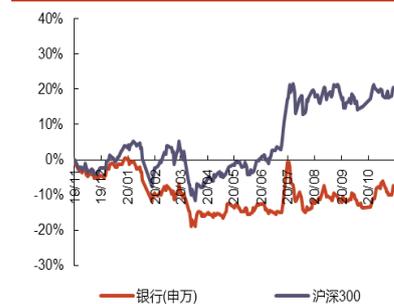
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

美债收益率破1.6后怎么看？——流动性周报（2021.3.8-2021.3.14）

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）

1、热点透析——文读懂普惠金融定向降准

自 2017 年央行将小微、“三农”的定向降准政策，优化为普惠金融定向降准政策以来，逐步完善普惠金融准备金“三档两优”框架，普惠金融定向降准考核共进行了三次（2018-2020 年），共计释放资金 1.1 万亿。

在本篇报告中，我们将对我国“三档两优”的法定存款准备金框架和普惠金融定向降准的考核机制进行介绍，并测算 2021 年普惠金融定向降准释放的资金量。在此基础上，对 4 月份流动性进行展望。

1.1、普惠金融定向降准考核机制

在提及普惠金融定向降准之前，需要对我国“三档两优”法定存款准备金框架的形成作一个简要回顾。

所谓“三档”，是央行根据机构系统重要性程度、机构性质和服务定位等，将我国银行业金融机构划分为三档，即**大型银行、中型银行和县域银行**。

★大型银行：工行、农行、中行、建行、交行、邮储。

★中型银行：股份制银行、城商行、非县域农商行、外资银行。

★县域银行：仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于 100 亿元，主要是县域农商行、农村合作银行、农信社、村镇银行、部分非县域农商行。

所谓“两优”，是指**普惠降准优惠和当地贷款定向降准优惠**。具体考核规则如下：

★普惠金融定向降准考核机制

(1) **普惠金融贷款口径**：单户授信 1000 万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口消费、助学等贷款。上述贷款数据采用央行调统司统一口径的统计数据。

(2) **考核对象**：大型银行和中型银行。

(3) **考核要求**：**a、符合宏观审慎经营标准**。上年三个季度（含）以上 MPA 评级均在 B（含）以上；**b、普惠金融领域贷款达到一定比例**。比例分为两档：第一档是上年普惠金融贷款余额或增量占比达到 1.5%，第二档是上年普惠金融贷款余额或增量占比达到 10%。

(4) **激励机制**：对于符合第一档的金融机构，其法定存款准备金率在基准档基础上下调 0.5%；对于符合第二档的金融机构，其法定存款准备金率在基准档基础上下调 1.5%。

表 1：普惠金融定向降准和当地贷款定向降准考核机制

考核内容	考核对象	考核要求	激励机制
普惠金融定向降准	大型银行、中型银行	第一档：上年普惠金融贷款余额或增量占比达到 1.5%	基准档下调 0.5%
		第二档：上年普惠金融贷款余额或增量占比达到 10%	基准档下调 1.5%
当地贷款定向降准	县域银行	县域法人金融机构中可贷资金与当地贷款同时增加，且年度新增当地贷款占年度新增可贷资金比例大于 70%（含）的，或可贷资金减少而当地贷款增加的	法定存款准备金率按低于同类金融机构正常标准 1 个百分点执行

资料来源：《中国人民银行关于鼓励县域法人金融机构将新增存款一定比例用于当地贷款的考核办法（试行）》（银发〔2010〕262 号）、《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》（银发〔2017〕222 号）、Wind，光大证券研究所整理

★当地贷款定向降准考核机制

(1) **当地贷款口径**：“当地贷款”指贷放给县域各类经济主体并用于当地的贷款。

(2) **考核对象**：县域银行，即法人在县域的存款类金融机构。

(3) **考核要求**：**a**、县域法人金融机构中可贷资金与当地贷款同时增加，且年度新增当地贷款占年度新增可贷资金比例**大于70%（含）**的，或可贷资金减少而当地贷款增加的，考核为达标县域法人金融机构。**b**、年度新增可贷资金是年度新增存款扣减年度应缴法定存款准备金变动额，再按75%的存贷比减算后，所能用于发放贷款的最高资金额度。**c**、年度新增当地贷款是指本年当地贷款月度平均余额与上年当地贷款月度平均余额的差额，年度新增存款计算方法相同。

(4) **激励机制**：达标县域法人金融机构，存款准备金率按低于同类金融机构正常标准1个百分点执行。

表 2：我国“三档两优”法定存款准备金框架

	三档两优规则	2018年4月	2018年6月	2018年10月	2019年1月	2019年5月	2019年9月	2020年1月	2020年3月
		农发行		8.5%	8.5%	8.5%	7.5%	7.5%	7.0%
国有大行	正常标准	16.0%	15.5%	14.5%	13.5%	13.5%	13.0%	12.5%	12.5%
	上年普惠金融领域的信贷增量占比1.5%，或余额占比1.5%	15.5%	15.0%	14.0%	13.0%	13.0%	12.5%	12.0%	12.0%
	上年普惠金融领域的信贷增量占比10%，或余额占比10%	14.5%	14.0%	13.0%	12.0%	12.0%	11.5%	11.0%	11.0%
股份行、城商行、非县域农商行、外资行	正常标准	14.0%	13.5%	12.5%	11.5%	11.5%	11.0%	10.5%	10.5%
	上年普惠金融领域的信贷增量占比1.5%，或余额占比1.5%	13.5%	13.0%	12.0%	11.0%	11.0%	10.5%	10.0%	9.0%
	上年普惠金融领域的信贷增量占比10%，或余额占比10%	12.5%	12.0%	11.0%	10.0%	10.0%	9.5%	9.0%	9.0%
	仅在省级行政区域内经营的商业银行	14.0%	13.5%	12.5%	11.5%	11.5%	10.0%	9.5%	9.5%
县域农商行	正常标准	12.0%	12.0%	12.0%	11.0%	11.0%	10.5%	10.0%	10.0%
	符合一定存款比例用于当地	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%	10.0%	9.5%	9.0%	9.0%
	在本县级行政区域内经营或在他县设有分支机构但资产规模小于100亿元的农商行	11.0%	11.0%	11.0%	10.0%	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%
农村合作银行、农村信用社、村镇银行	正常标准	9.0%	9.0%	9.0%	8.0%	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%
	符合一定存款比例用于当地	8.0%	8.0%	8.0%	7.0%	7.0%	6.5%	6.0%	6.0%
财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司	普降	7.0%	7.0%	7.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%

资料来源：《中国人民银行关于鼓励县域法人金融机构将新增存款一定比例用于当地贷款的考核办法（试行）》（银发〔2010〕262号）、《中国人民银行关于对普惠金融实施定向降准的通知》（银发〔2017〕222号）、Wind，光大证券研究所整理

自此，我国已形成“三档两优”的法定存款准备金框架。从最新情况看：(1) 工、农、中、建、交和邮储银行基准档法准率为12.5%；(2) 股份制银行、城商行、非县域农商行以及外资银行基准档法准率为10.5%；(3) 县域农商行基准档法准率为9.5%；(4) 农村信用社、农村合作社、村镇银行基准档法准率为7%；(5) 财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司基准档法准率为6%。根据央行披露的信息，经过2018年以来的多次降准，目前我国金融机构平均存款准备金率为9.4%，较2018年年初下降5.2个百分点。

1.2、2021 年普惠金融定向降准考核将释放多少资金？

我国普惠金融定向降准考核正式启动始于 2018 年，至今已延续三年，各年份考核基本情况如下表所示：

表 3：2018-2020 年普惠金融定向降准考核情况（亿元）

时间	政策	释放资金
2018 年 1 月 26 日	首次开展普惠金融定向降准考核	3000 亿元
2019 年 1 月 25 日	央行对有关银行作上一年普惠金融定向降准考核时，将小微企业贷款考核口径由“单户授信小于 500 万元”调整为“单户授信”小于 1000 万元。	2500 亿元
2020 年 3 月 16 日	央行实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准 0.5 至 1 个百分点，在此之外，对符合条件的股份制银行（在 2020 年考核中只要达到一档），再额外定向降准 1 个百分点。	5500 亿元

资料来源：央行官网，光大证券研究所整理

进一步，我们大致根据 2020 年上市银行财务报表，测算 2021 年普惠金融定向降准考核后，哪些银行能够实现晋档，能够释放多少资金？在测算之前，我们需要明确三个问题：

一是主要上市银行最新普惠金融定向降准考核情况。我们对上市银行 2019 年和 2020 年普惠金融贷款增量和余额占比情况，大致判断上市银行在 2021 年考核中所处的档位，以及哪些机构将实现晋档。

二是明确上市银行普惠金融贷款余额与增量。根据央行口径，普惠金融贷款包括单户授信小于 1000 万元的小微企业贷款、个体工商户经营性贷款、小微企业经营性贷款、农户生产经营贷款、创业担保贷款、建档立卡贫困人口消费贷款以及助学贷款等。但上市银行披露的数据多为普惠型小微贷款，这与央行普惠考核口径的略有区别，我们近似采用这一数据进行测算。

三是数据测算可能存在一定误差。由于上市银行 2020 年年报尚未披露完全，普惠性小微贷款数据源自 2020 年半年报，一般存款余额数据源自 2020 年三季报。因此，我们测算的各家银行在普惠金融定向降准考核中所处的档位是基于半年报和三季报数据得出，不排除有部分银行下半年普惠金融贷款增长放缓最终并未实现进档的情况。

表 4：2021 年普惠金融定向降准考核测算（亿元）

	2021 年考核	普惠余额	普惠增量	普惠余额占比	普惠增量占比	释放资金测算	2020 年考核	普惠余额占比	普惠增量占比	一般存款
工行	二档	7823	1992	4.35%	16.41%		二档	2.81%	12.03%	255853
农行	二档	8661	2738	5.97%	23.18%		二档	4.44%	15.69%	207803
建行	二档	12589	2958	7.66%	20.50%		二档	6.43%	29.30%	209412
交行	二档	2147	508	3.75%	11.94%		二档	3.09%	12.40%	65416
中行	二档	5254	1419	3.75%	14.68%		二档	3.17%	12.91%	173850
邮储	二档	7566	1034	13.80%	20.40%		二档	13.13%	15.52%	100063
招商	二档	4869	2789	10.04%	77.25%		二档	10.09%	10.79%	54951
平安	二档	2828	1097	10.61%	31.99%		-	-	-	25498
中信	二档	2261	218	5.36%	10.07%		二档	5.11%	17.43%	44921
浦发	二档	2310	269	5.52%	12.81%		二档	29.20%	68.58%	40363
兴业	一档	1395	149	3.70%	4.72%		一档	3.66%	6.71%	39660
民生	二档	4251	282	11.19%	9.08%		二档	12.17%	6.30%	37514

光大	二档	1788	234	6.12%	11.19%		二档	5.73%	11.35%	35301
浙商	二档	1872	161	16.62%	16.24%		二档	16.66%	31.46%	13638
北京	二档	431	96	2.82%	11.59%	165	一档	2.43%	4.71%	16456
上海	二档	352	115	3.42%	20.38%	130	一档	2.44%	5.52%	13017
青岛	一档	167	27	8.22%	8.89%		二档	6.84%	15.50%	2739
贵阳	二档	239	21	11.16%	20.70%		二档	10.69%	10.61%	3363
南京	二档	500	115	7.63%	13.33%		二档	6.73%	11.06%	9166
江苏	二档	764	106	6.71%	10.80%	135	一档	6.32%	7.40%	13508
西安	一档	53	10	3.20%	8.46%		二档	-	10.15%	2023
郑州	二档	312	31	9.76%	11.32%		二档	9.61%	26.64%	3136
长沙	二档	203	45	6.96%	14.40%	47	一档	-	9.47%	4652
其他银行						300				120000
合计						776				

资料来源：上市银行财务报告，Wind，光大证券研究所整理测算

经测算，我们得到如下结论：

(1) 在 2020 和 2021 年的普惠金融定向降准考核中，六大行+招商、平安、中信、浦发、民生和光大均晋级二档，兴业银行为一档，但由于 2020 年央行针对符合条件的股份制银行定向降准 1%，同样可视二档。因此，上述银行在 2021 年普惠金融定向降准考核中，不再释放降准资金。

(2) 华夏、广发、渤海、恒丰等股份制银行并未披露普惠金融贷款数据，在测算中未能涵盖，但预计其普惠金融贷款余额或增量占比至少超过 1.5%，与前述银行同样享受二档降准待遇，2021 年不再释放降准资金。

(3) 城商行中，北京、上海、江苏、长沙均在 2021 年实现晋档，结合其一般存款规模来看，预计本次考核释放降准资金 476 亿。其他银行中，青岛、西安数据层面显示退档，但考虑到本次测算选用的是 2020 年上半年数据，可能存在一定误差。

(4) 对于其他银行，基于数据的可得性，只能粗略测算。截至 2020 年 9 月末，存款类金融机构一般存款余额为 156 万亿，其中扣除农村合作银行、农村信用社、村镇银行等机构后，一般存款余额大致为 150 万亿。因此，其他银行中纳入普惠金融定向降准考核对象的银行一般存款余额大致为 12 万亿。假定一档和二档的机构各占 50%，乐观情景下，即便今年一档机构全部晋级，则释放资金规模约 300 亿。

综合来看，经过监管部门过去三年持续引导，大部分上市银行均已满足普惠金融定向降准二档，享受 1.5% 的降准优惠，2021 年普惠金融定向降准释放的资金规模相对有限，预计规模在 500-1000 亿左右。

1.3、如何看待 4-5 月份市场流动性形势？

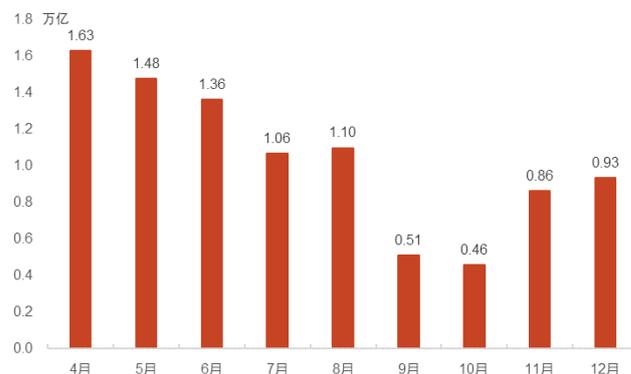
目前，3 月份已进入下旬阶段，随着季末财政资金释放和银行冲存款，整体流动性环境较为友好，NCD 利率仍有回落空间，市场已无大碍。但进入 4-5 月份，流动性环境不容乐观，资金缺口恐将进一步扩大。而且从历史上看，二季度是“钱荒”易发时期，市场情绪较为审慎。主要考虑因素如下：

图 1：2021 年政府债券 4-5 月份净融资规模较大



资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算；时间：2021 年 1-12 月

图 2：2021 年 4-5 月份 NCD 到期规模较大



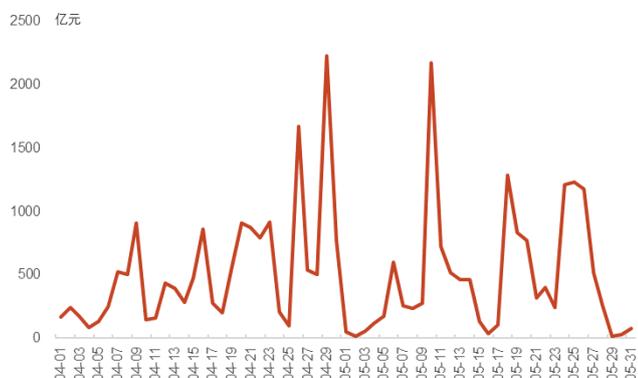
资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2021 年 4-12 月

(1) **政府债券发行开始放量。**我们预计，3 月末或 4 月初政府债券发行将正式启动。根据政府工作报告披露的信息：2021 年全国预算赤字规模为 3.57 万亿，其中中央预算赤字为 2.75 万亿，地方政府预算赤字为 0.82 万亿，地方政府专项债额度为 3.65 万亿，预计 2021 年政府债券净融资额度约 7.2 万亿左右（特别国债不纳入公共财政预算，纳入政府性基金预算，2021 年已退出使用），较 2020 年下降约 1.3 万亿。基于 2018-2020 年国债与地方债每月发行节奏测算，**预计 4-5 月份政府债券净融资规模约 1.34 万亿，供给压力较大。**

(2) **4-5 月份财政存款增幅较大。**除政府债券供给压力外，4 月份财政存款对流动性的影响较大。与 3 月份是缴税小月、支出大月不同，4-5 月份两税同时汇算清缴，缴税规模较大，但财政支出偏小，从近五年的情况看，**4-5 月份财政存款增幅平均值为 9000 亿，将成为超储消耗的主要因素。**

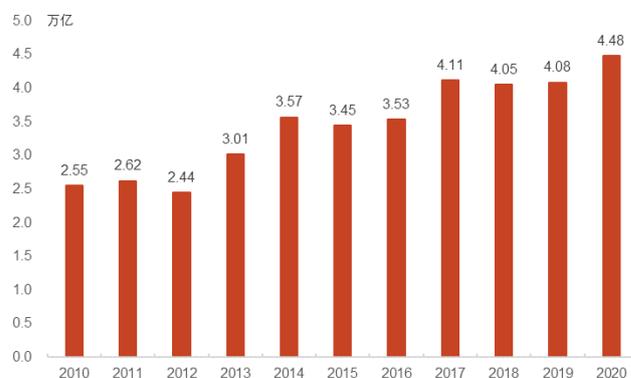
(3) **4-5 月份 NCD 到期量较大。**今年 4 月份和 5 月份 NCD 分别到期 1.63 万亿和 1.48 万亿，且集中到期日 4 月中下旬和 5 月中旬，其中单日期量超过 1500 亿的时点分别为 4 月 26 日、4 月 29 日、5 月 10 日，而 4-5 月份的缴税时点均在 20 日左右，部分覆盖了 NCD 到期集中时点，届时资金面压力将显著加大。在此情况下，**预计司库 NCD 发行可能会在 4 月中上旬即启动，NCD 利率或将再度重新上行，并将贯穿整个 4-5 月份维持高位运行。**

图 3：2021 年 4-5 月份 NCD 到期分布在 4 月中下旬和 5 月上旬



资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2021 年 4 月 1 日-5 月 31 日

图 4：2021 年财政性存款余额大幅提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2010-2020 年

因此，4-5月份流动性情况整体不容乐观，届时超储率将在目前低位的形势下，进一步面临压力，NCD利率也将存在反弹上行动力。流动性能否平稳度过这一时期，主要取决于两方面：

一是央行是否会超额续作MLF。从目前情况看，银行体系“缺长钱、不缺短钱”的情况较为明显，司库日间流动性基本无忧，短端利率非常稳定，但稳存增存压力加大，尤以股份制银行更为显著。跨一季末月份后，银行体系一般存款将出现大幅回落，资产负债期限错配情况将更加严重，NCD利率将持续偏离1Y-MLF利率。因此，无论是从4-5月份流动性缺口，还是当前银行体系负债压力来看，需要央行适度加大MLF投放力度。4-5月份MLF合计到期2000亿，不排除央行会采取超额续作的方式缓解中长端流动性压力。

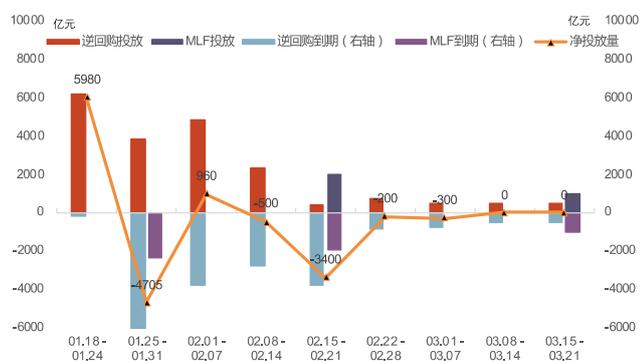
二是前期淤积的财政资金是否会加快拨付。2020年由于疫情原因，部分项目尚未开工，叠加今年春节疫情的零散出现，使得基建类项目在一季度开工量不足，财政资金存在一定淤积现象。2020年末财政性存款余额为4.48万亿，明显高于2017-2019年的平均水平，财政库底资金运用不足。这样一来，上一年未使用完毕的资金将转移至今年使用，这也是今年地方政府专项债不再提前发行的重要原因，后续若财政资金加快拨付，将有助于流动性的稳定。

2、上周市场流动性回顾

资金市场回顾

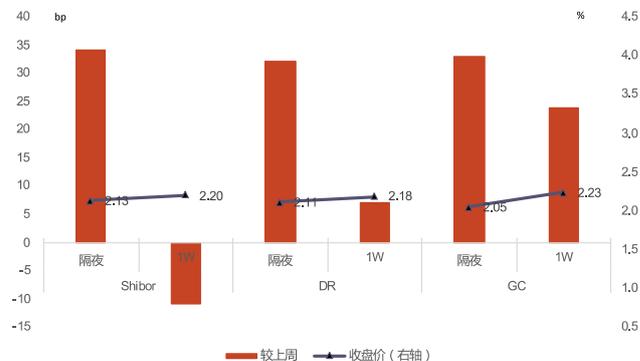
公开市场操作持续维持0净投放。上周央行累计开展500亿元逆回购，到期500亿元，3月15日央行续作1000亿元MLF操作，净投放资金为0。截止3月19日，MLF余额为5.35万亿元。

图 5：公开市场操作持续维持 0 净投放



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月18日-2021年3月21日

图 6：各期限资金利率有所上行



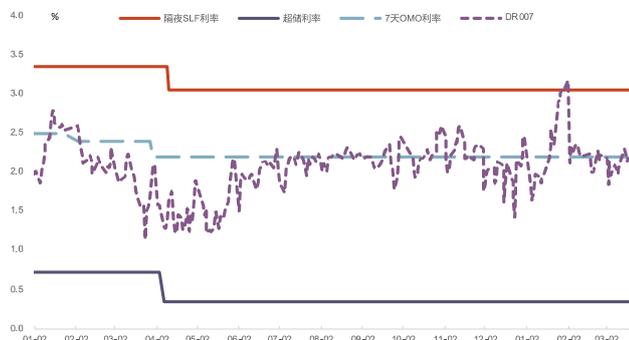
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年3月15日-2021年3月19日

受缴税影响，各期限资金利率有所上行，截止3月19日：

- (1) Shibor1D和Shibor7D分别为2.13%和2.20%，较上周分别上行34bp和-11bp。
- (2) DR001和DR007分别为2.11%和2.18%，较上周分别上行32bp和7bp。
- (3) GC001和GC007分别为2.05%和2.23%，较上周分别上行33bp和24bp。

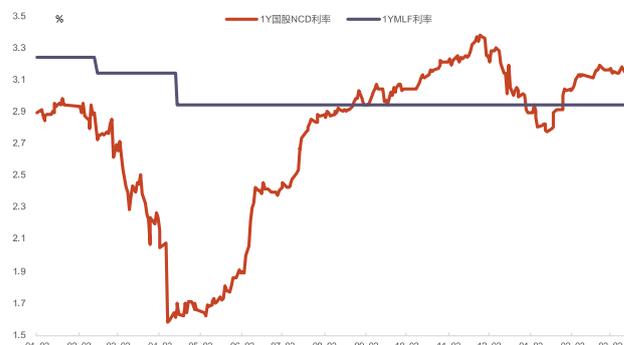
短端利率走廊持续稳定，1Y 国股 NCD 利率与 1Y-MLF 利率持续收敛。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态持续稳定。截止 3 月 19 日，1Y 国股 NCD 价格报 3.07%，高于 1Y-MLF 利率 12bp。

图 7：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 19 日

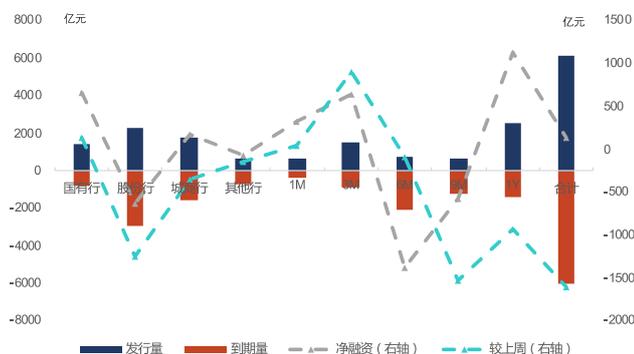
图 8：1Y 国股 NCD 利率与 1Y-MLF 利率持续收敛



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

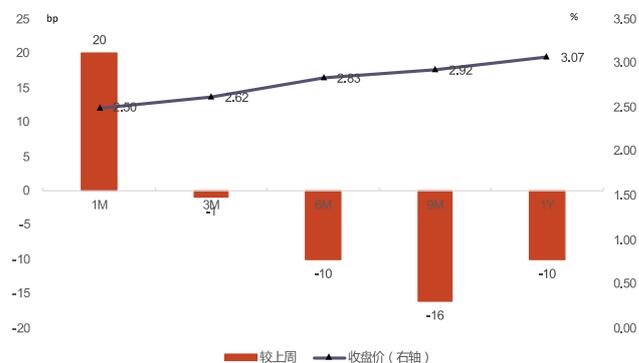
上周 NCD 净融资额为 129 亿，较前一周下降 1608 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 651、-629 和 172 亿，较前一周下降-136、-1251 和 345 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 320、641、-1373、-578 和 1118 亿，较上周分别增加 50、907、-96、-1534 和 -936 亿。

图 9：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 15 日-2021 年 3 月 19 日

图 10：6M 期国股 NCD 利率上行幅度更大



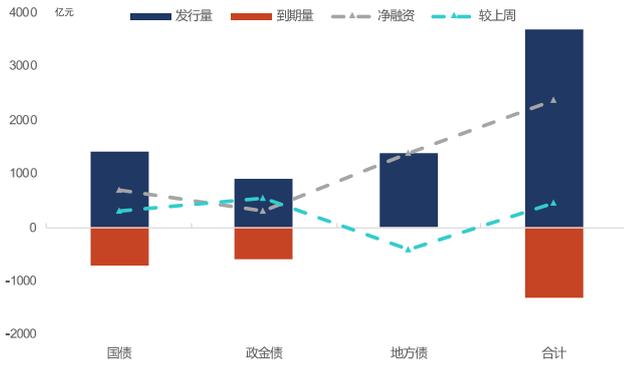
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 15 日-2021 年 3 月 19 日

1Y 国股 NCD 价格持续走低。随着 NCD 发行高峰期消退，以及财政资金的释放，上周 NCD 利率持续走低。截至 3 月 19 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.50%、2.62%、2.83%、3.92%和 3.07%，较前一周分上行 20bp、-1bp、-10bp、-16bp 和 -10bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.71%、2.92%、3.15%、3.17%和 3.47%，较前一周分别上行 5bp、-5bp、4bp、-5bp 和 1bp。

利率债市场回顾

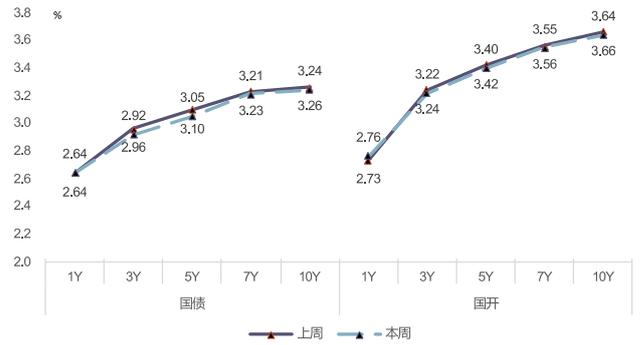
利率债净融资规模回升。上周国债净融资 700 亿，较上周上升 309 亿；国开债净融资 312 亿，较前一周上升 560 亿；地方债净融资 1375 亿，较前一上升 -401 亿。

图 11：利率债净融资规模回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 15 日-2021 年 3 月 19 日

图 12：各期限收益率小幅下行

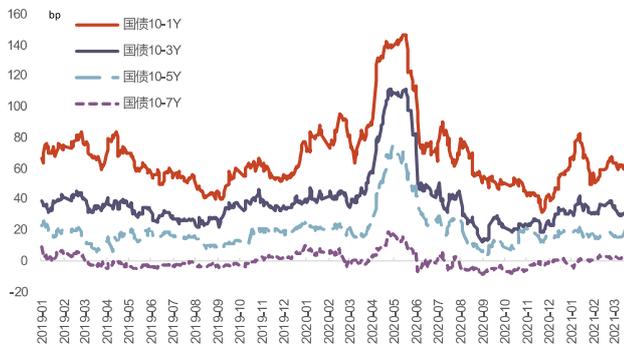


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 15 日-2021 年 3 月 19 日

各期限收益率均有所下降。截至 3 月 19 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.64%、2.92%、3.05%、3.21%和 3.24%，较上周分别上行 0bp、-4bp、-5bp、-2bp 和 -2bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.76%、3.22%、3.40%、3.55%和 3.64%，较上周分别上行 3bp、-2bp、-2bp、-1bp 和 -2bp。

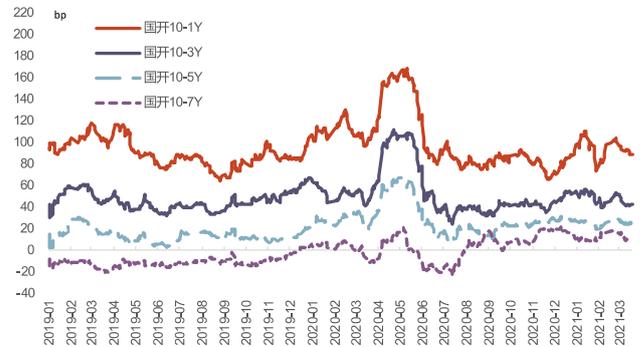
利率债期限利差保持稳定。截至 3 月 19 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 60bp、32bp、19bp 和 3bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 88bp、42bp、24bp 和 9bp。

图 13：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 19 日

图 14：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 19 日

3、下一阶段市场展望及投资建议

上周债券市场有所回暖，长端利率出现 2bp 左右的下行，驱动因素有三：

一是 3 月 15 日国务院常务会议确定《政府工作报告》重点任务分工时要求，保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低。在此情况下，市场对今年政府部门加杠杆预期减弱，无论是供给因素还是基本面因素，均从情绪上利好债市。

二是股市杀跌，市场 risk off，股债跷跷板效应推动债市上涨。上周美联储表示，SLR 中对现金和国债的豁免政策将于 3 月 31 日到期。受此影响，市场对

银行后续加大美债抛售较为担忧，美债收益率出现快速上行，并突破 1.7%，银行股拖累道指收跌，并对 A 股市场造成一定冲击。此外，中美高层 2+2 对话引发短期避险情绪升温，市场 risk off 并推动 A 股市场下挫和债市上涨。

三是超长期债券利率稳定。50 年国债招标利率为 3.76%，与 30 年国债收益率 3.73% 较为接近，体现出超长端品种需求大于供给。

展望下一阶段：

(1) 美债收益率上行压低市场风险偏好、政府债券尚未启动、3 月份财政支出加大友好的流动性环境以及 1-2 月份部分经济数据不及预期，均有助于债市的短期企稳。

(2) 伴随着美债收益率的上行，以及日益上升的通胀压力，巴西、土耳其以及俄罗斯央行近期宣布加息。但我们认为，我国货币政策早已进入正常化阶段，无风险利率领先美国 4-5 个月时间，债市风险已得到显著缓释，中美利差仍有 150bp 空间，安全边际充足。因此，美债收益率上行对我国债市的利差传导渠道较弱，更多是基于情绪层面的扰动，即**美债收益率上行——美股下跌——A 股下跌——国内利率债收益率具有稳定基础。**

因此，**3 月下旬债市仍将维持在 3.2-3.3% 区间震荡。但进入 4 月份情况不容乐观。**PPI 的进一步上行、政府债券供给压力，银行一般存款稳存增存困难，负债成本压力等因素，对债市并不友好，收益率将向 3.3% 逼近，并存在阶段性突破 3.3% 的可能。**对于配置盘而言，经过上周调整，当前利率点位性价比略有减弱，3 月份下旬应维持审慎操作，重点关注 3 月 PMI 情况，建议待利率向右侧移动后择机逢高配置。**

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
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
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------