

行业研究

“利率走廊”亟待打造“2.0 升级版”

——流动性周报（2021.4.6-2021.4.11）

要点

我国利率走廊的演化及存在的问题。我国利率走廊的基本雏形为：上限为 SLF 利率、下限为超额存款准备金利率、政策利率中枢为 7 天 OMO 利率、目标市场利率为 DR007。**但走廊运行仍存在诸多问题：**（1）SLF 利率未能较好发挥走廊上限功能，金融机构宁愿承担更高的拆借利率，申请 SLF 的意愿反而不高。（2）超额存款准备金利率作为走廊下限的功能缺位，DR007 基本未触及超额存款准备金利率，反而更靠近走廊上限。（3）7 天 OMO 利率的功能尚不统一，在 2016 年下半年-2018 年上半年期间一度沦为利率走廊“隐性”下限，且在一级交易商制度下易滋生套利行为。（4）我国利率走廊上下限过宽，幅度为 270bp，明显高于美欧经济体，不利于市场预期的稳定。

利率走廊机制亟待进一步升级。（1）激活走廊上限功能，变“行政管制”为“市场化纠偏”，将更多中小机构纳入 SLF 交易范畴，建立起包括国债和达到一定评级要求的地方政府债券、金融债、公司类信用债，以及满足内部评级要求的银行贷款等在内的抵押品体系。同时加强宣导，明确金融机构申请 SLF 的中性影响。（2）明确合理的利率走廊宽度。未来应考虑适度收窄利率走廊宽度。在上调政策利率时，可考虑“调下限、稳上限”，而在下调政策利率时，则考虑“调上限、稳下限”。（3）DR 要着力推进“提升基准性、降低波动性”，规范 DR 的参与主体范围，稳定金融市场杠杆率，引导短期资金供需趋于均衡，避免机构过度加杠杆行为造成 DR 波动加大。（4）可考虑增设隔夜流动性投放工具，让市场的隔夜拆借定价能够有一个明确的基准锚作为参考，而非仅仅是在隔夜利率突破走廊上限时采用窗口指导，或被动投放流动性来维稳。

如何看待 3 月份金融数据。（1）预计 3 月份新增贷款 2.3 万亿左右，在央行对狭义信贷额度管控约束下，贷款投放弱于去年同期，但好于 2019 年同期。（2）对公信贷需求好，按揭贷款增长较为稳定，但信用卡投放预计一般，个人经营贷款也在一定程度上受到经营贷新政影响增势放缓。（3）预计 3 月份新增社融规模为 3.2 万亿左右，同比增速为 12.3%，较 2 月份下降 1 个百分点。（4）3 月份贷款与 M2 增速剪刀差预计进一步扩大，3 月末一般性存款从非银存款回流冲高，但稳定性不佳，4 月份一般性存款和非银存款的“跷跷板效应”又会显现。

下周市场关注重点。（1）下周即将进入缴税高峰期，预计会对资金面造成一定扰动，央行也可能结束每日 100 亿的小幅滴灌，适度加量对冲。（2）下周四 MLF 到期 1000 亿，同时 4 月份 TMLF 最后一期将到期 561 亿，按照央行传统惯例，预计大概率将 MLF 与 TMLF 同时等量续作，届时 TMLF 将正式退出。（3）下周政府债券发行规模有限，合计新增规模仅为 181 亿，对资金面影响不大。

市场启示。上周债券市场对通胀的超预期表现反应较为平淡，主要与市场对 4-5 月份通胀冲高已有充分预期，且市场普遍预期 3 月金融数据同比表现下滑，进而形成了利空出尽与利多出尽的双重效应。我们认为：（1）二季度利率面临的环境较 3 月份并不友好，当前阶段谈利率拐点仍言之尚早，二季度存在右侧风险。但我国利率已表现出对利空因素的钝化，后续大幅冲高空间并不大。（2）全年来看，利率大波段机会难以寻觅，今年并非债市牛年，下半年或有一定松动空间，但仍将维持 3.0-3.3% 区间震荡。（3）对于配置盘而言，**二季度机构应逐步加仓、“逢高配置”，在这一策略安排下，债券市值净价安全边际较高，不会出现类似于一季度的明显浮亏，票息策略也有助于降低收益考核压力。**

风险分析：二季度通胀压力超预期，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

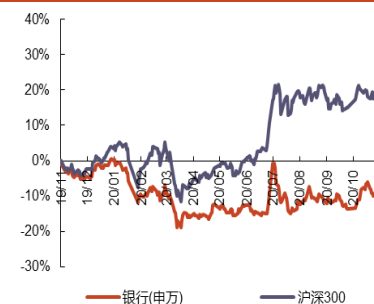
wangyf@ebsecn.com

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

票据利率“逆季节性走低”的背后——流动性周报（2021.3.29-2021.4.5）

利率向下拐点真的来了吗？——流动性周报（2021.3.22-2021.3.28）

一文读懂普惠金融定向降准——流动性周报（2021.3.15-2021.3.21）

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）

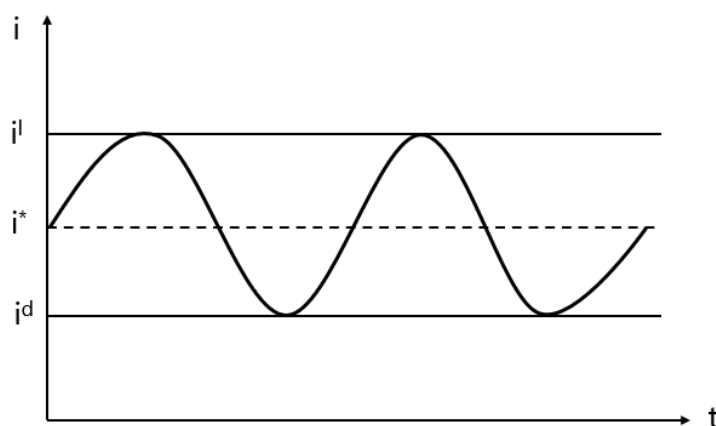
1、热点透析之一——“利率走廊”亟待打造“2.0 升级版”

在本篇报告中，我们将重点回答四个问题：（1）什么是“利率走廊”，如何发挥调控利率作用？（2）全球主要经济体“利率走廊”是如何运行的？（3）我国“利率”走廊的原理、演化及存在的问题。（4）“利率走廊”进一步升级的可能选择。

1.1、什么是“利率走廊”，是如何发挥调控利率作用的？

利率走廊的一般原理，是央行通过向商业银行提供一个贷款便利工具 i^l 和存款便利工具 i^d ，将货币市场利率控制在目标利率附近。这样一来，以央行目标利率为中心，在两个短期融资工具利率之间形成了一条“走廊”，存贷款便利利率分别构成未来这条走廊的下限与上限。

图 1：利率走廊的基本原理



资料来源：光大证券研究所整理

那么利率走廊是如何发挥作用的呢，这要从利率走廊的四大要素说起：

（1）目标市场利率（ i^* ）。一般而言，这一利率主要是具有较强基准性、央行着力培育的货币市场利率。例如，美联储的 FFR、中国的 DR007 等。央行希望通过建立利率走廊，来将目标市场利率控制在走廊之内，避免出现大幅波动，并实现利率在收益率曲线上的有效传导。

（2）走廊上限（ i^l ）。上限一般为央行提供临时流动性的工具利率，这个工具可以是再贴现、再贷款以及各类贷款便利等。一旦市场流动性收紧、目标市场利率突破走廊上限之时，金融机构会转而向央行申请流动性支持工具，造成拆借市场供大于求的局面，这样会将市场利率拉回至走廊上限之下。

（3）走廊下限（ i^d ）。下限一般为央行为金融机构准备金所支付的利率，如超额存款准备金利率、存款便利利率等。一旦市场流动性非常宽松、目标市场利率跌破走廊下限之时，金融机构更加倾向于将资金存放至央行来获得更高的利息收益，而非拆出。

(4) **政策利率中枢 (i^*)**。尽管利率走廊有上下限的约束，但毕竟存在一定宽度，若利率总是在上限和下限之间来回“碰撞”，其波动幅度也过大。因此，央行在利率走廊中设定了政策利率中枢，这一工具主要是央行公开市场操作工具的利率，央行通过基础货币的吞吐，尽量将目标市场利率控制在政策利率中枢附近震荡运行。需要强调的是，政策利率中枢不一定位于上限与下限的“中间位置”（位于中间位置成为“对称走廊”），也会出现偏向上限或下限的“非对称走廊”。

总结起来不难发现，利率走廊的基本原理，就是央行以其独特的货币供给总闸门地位，通过“贷”、“存”两种工具，构建了约束目标市场利率的上限和下限，旨在避免目标市场利率无序大幅波动，并通过公开市场操作的吞吐，将目标市场利率“锁定”在政策利率中枢附近震荡，进而起到维护金融市场稳定的目的，也就是说，公开市场操作和利率走廊是相辅相成的，并不是完全“割裂”的。

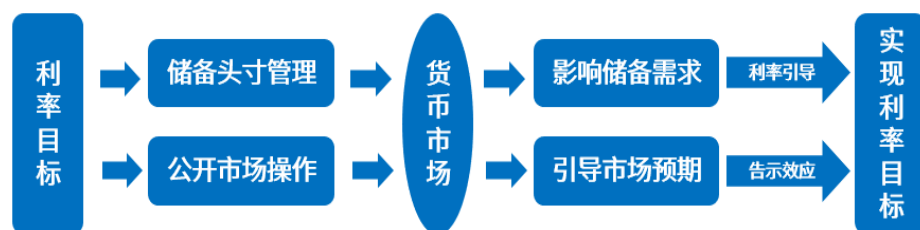
1.2、美欧“利率走廊”是如何运行的？

20 世纪 80 年代以来，全球主要经济体央行货币政策操作框架，逐渐采用以利率为货币政策中介目标，主要分为两种，一是公开市场操作，二是利率走廊。

1.2.1、美联储实践：金融危机后的“变异”利率走廊

20 世纪 80 年代中期，美联储开始放弃货币供应目标后，将政策重新转向货币市场利率，于 1994 年正式确立了以联邦基金市场利率（FFR）为目标的货币政策框架，并主要通过公开市场操作模式实现利率目标的调控。

图 2：以美联储为代表的公开市场操作模式



资料来源：《中国货币政策转型：转轨路径与危机反思》（徐忠、纪敏、牛慕鸿），光大证券研究所

在具体操作方面：

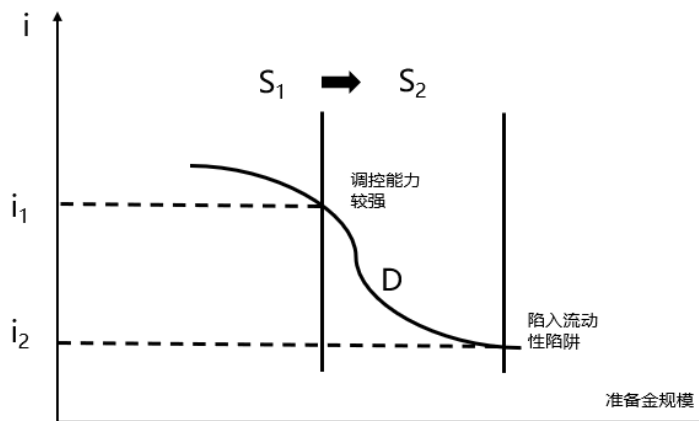
(1) 美联储根据金融机构日均存款情况计算法定存款准备金水平，并以此对金融机构的法定准备金水平进行考核。

(2) 美联储对市场流动性情况进行密切跟踪和预测，若联邦基金利率高于目标利率，银行拆借就会转向美联储，联邦基金利率将随之下降。反之，美联储则通过在公开市场上抛出国债，吸纳商业银行过剩的超额准备，造成各银行头寸紧张，使得联邦基金利率上升。美联储经过反复多次的操作，市场会逐步形成稳定预期，使联邦基金利率接近其指定的目标水平，进而实现货币政策目标。

在 2008 年金融危机之前，美联储并不会对银行的超额存款准备金支付利息，使得银行在满足法定存款准备金率的要求下，会最大程度的将资金运用出去，即

留存于准备金账户的资金规模偏低。此时，市场均衡点位于需求曲线较为陡峭的位置，均衡利率为 i_1 ，美联储通过公开市场操作调控利率的能力较强。

图 3：金融危机前美联储公开市场操作原理

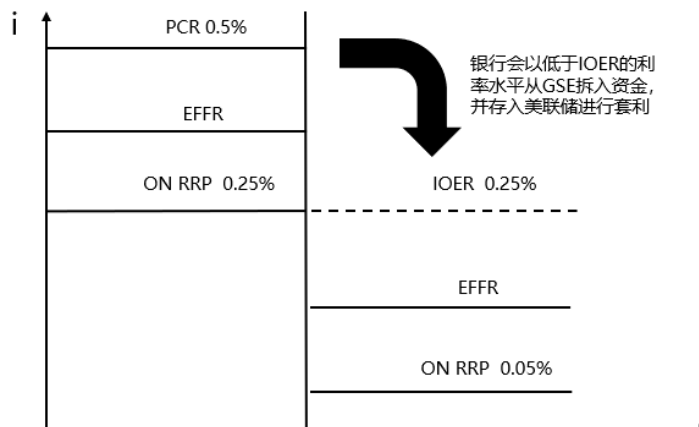


资料来源：光大证券研究所整理

2008 年金融危机期间，美联储首先将 FFR 目标区间下限调降至 0，并先后开展了四轮 QE，造成银行准备金规模大幅增长。这样一来，资金供给曲线由 S_1 向右移动至 S_2 ，并与需求曲线“平坦位置”相交于 i_2 ，FFR 对准备金变化缺乏敏感性，公开市场操作对有效联邦基金利率（EFFR）的调控陷入了流动性陷阱。

为恢复美联储对 EFFR 的调控能力，美联储自 2008 年 10 月开始对银行超额存款准备金支付利息，并尝试构建以超额存款准备金利率（IOER）为下限，贴现窗口利率（PCR）为下限的利率走廊机制。

图 4：美联储“变异利率走廊”原理



资料来源：光大证券研究所整理

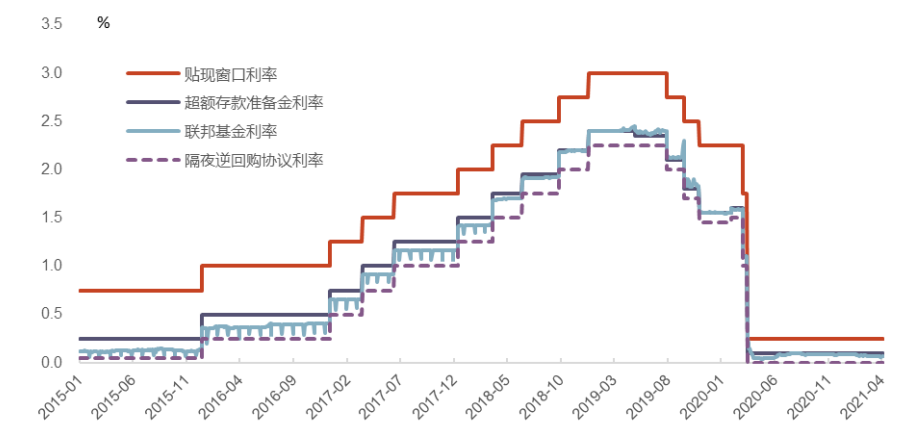
理论上，若 EFFR 跌破 IOER，银行更倾向于将资金存放在准备金账户，即 IOER 可以发挥走廊下限的作用。但在实际运用中则会出现一些问题：

在金融危机期间，美联储从“两房”等政府支持企业（GSE）购买了大量 MBS，即 GSE 的头寸非常充裕，也是市场重要的资金融出方。但根据美联储规定，只有存款类机构如银行才能获得超额存款准备利息，GSE 被排除在外。在准备金非常充裕的情况下，银行具有较强的“借方地位”，会以低于 IOER 的利

率水平从 GSE 拆入资金，并存入美联储进行套利。这样一来，**IOER 反而发挥了利率走廊上限的作用。**

由于 EFFR 持续低于 IOER，那么在推进货币政策正常化过程中，若美联储采取加息方式，通过提高 IOER 的方式来牵引 EFFR 的效果可能并不佳。为此，美联储在 2013 年引入了隔夜逆回购协议（ON-RRP）利率作为下限。与 IOER 相比，ON RRP 更低，且覆盖面由存款类机构扩大至包括 MMF、投行、GSE 等广义非银部门，实际上是为更为广泛的金融机构设置了最低利率水平。

图 5：美联储利率走廊运行情况



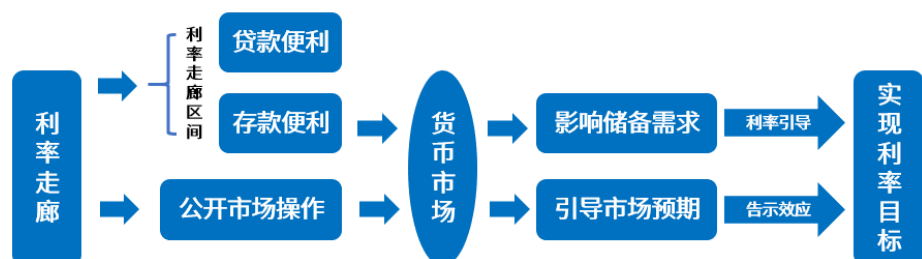
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2015 年 1 月-2021 年 4 月

因此，美联储实际上构造了一个以 IOER 为上限、ON RRP 为下限的“变异利率走廊”。从实际运行情况看，美联储通过调节 IOER 和 ON RRP 均能够较好的实现对 EFFR 的管控，但在 2019 年期间，EFFR 也开始偏离 IOER，这主要与美联储过快缩表造成准备金规模不足有关，SOFR 一度触及 9% 的历史新高。后续随着美联储重启隔夜回购操作，EFFR 也再度回归利率走廊区间。

1.2.2、欧央行实践：“地板式”利率走廊

尽管欧央行并未明确正式的利率操作目标，但通过主要再融资（MRO）操作来传递货币政策信号，主要再融资利率起到了欧央行目标利率的作用。

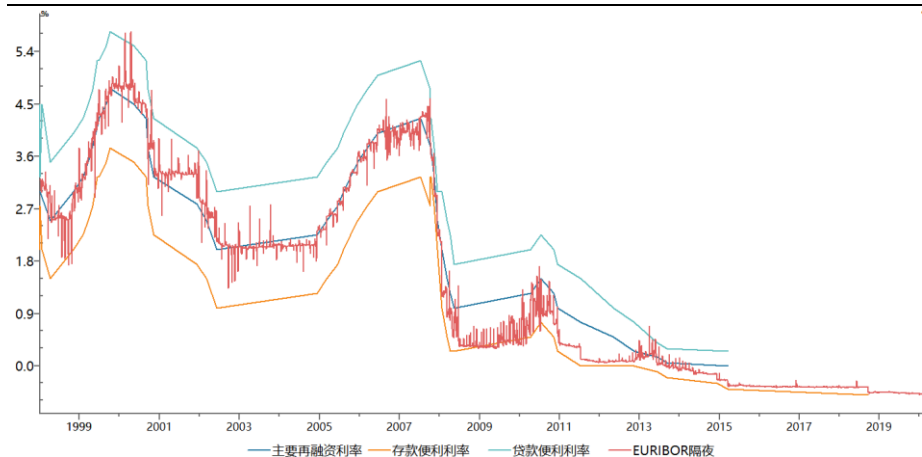
图 6：欧央行利率走廊的基本原理



资料来源：《中国货币政策转型：转轨路径与危机反思》（徐忠、纪敏、牛慕鸿），光大证券研究所

在具体操作中，欧央行对辖内所有金融机构都有统一的准备金要求，且在日终提供贷款便利机制，一旦存款准备金低于要求、日终清算不足时，金融机构可以自动获得成本较高的资金（利率走廊上限）。此外，对于日终前清算账户仍有余额的机构，则提供存款便利机制，存款机构可以将多余头寸存入欧央行，并获得相应利息收益（利率走廊下限）。这样便建立了一个利率走廊，欧央行主要通过调控商业银行的流动性供求，来实现其政策利率目标。

图 7：欧央行利率走廊运行情况



可以看到，在 2008 年年全球金融危机之前，欧央行利率走廊运行较为稳定，Euribor 隔夜利率基本位于利率走廊区间内，并围绕主要再融资利率震荡运行。但 2008 年全球金融危机期间，欧央行连续多次降息，2011 年后持续实行量化宽松货币政策，导致 Euribor 隔夜利率开始脱离主要再融资利率，并贴近利率走廊下限运行，并一直延续至今。

1.3、我国利率走廊的实践

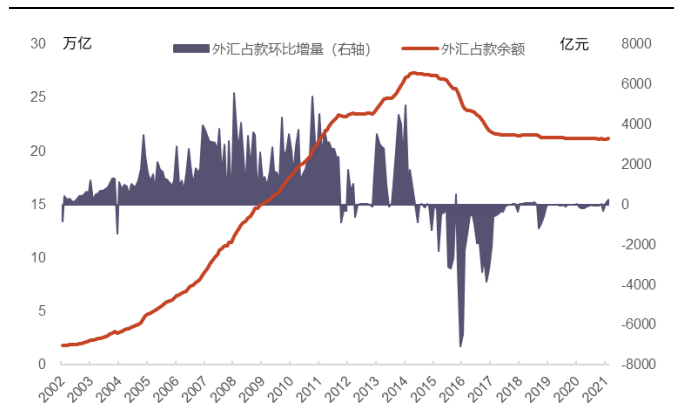
1.3.1、我国打造利率走廊的背景

首先我们要回答一个问题，为什么我国要建立利率走廊机制，这主要与我国基础货币投放渠道演化和市场利率波动有关。

图 8：Shibor7D 在 2015 年前后波动差异较大



图 9：我国基础货币的外汇占款渠道面临系统性下降



在 2014 年之前，我国公开市场操作的频度、力度均较低，基础货币投放的主要渠道为法定存款准备金、外汇占款、央票等工具，这些工具的主要特点是：运行较为粗放、涉及的基础货币吞吐量较大、精细化调控能力不足，容易造成货币市场利率的剧烈波动。

随着我国经常项目顺差的逐渐收窄，2015 年 811 汇改后人民币兑美元汇率一度出现较大贬值压力，我国外汇占款也触顶回落，并逐步失去了基础货币投放功能。在此情况下，基础货币投放渠道主要依靠公开市场操作实现，但在这一模式下也会存在诸多问题：

(1) **央行滚动续做压力大。**随着银行间市场扩容、流动性扰动因素逐步多元化，公开市场操作“累积”规模愈来愈大，央行滚动续做压力也随之加大，客观上对央行流动性调控提出了更高要求。

(2) **银行间市场资金面脆弱性提升，易发生“钱荒”。**完全依靠公开市场操作续接基础货币，会使得银行在运行一段时期后，由于法准的消耗，超储规模即出现短缺，导致资金面脆弱性提升，容易发生“钱荒”现象。

因此，在以公开市场操作作为基础货币主要投放渠道之际，需要同时打造利率走廊机制，两者相辅相成来起到稳流动性、稳预期的作用。

1.3.2、我国打造利率走廊的时间安排

从时间脉络上看，在推进利率走廊过程中，央行主要分四步走：

第一步，创立常备借贷便利（SLF）工具。根据利率走廊的国际实践，央行需要创设类似于存贷款便利的工具，为利率走廊的上限做好铺垫。为此，2013 年央行创设了常备借贷便利(SLF)，其基本要素为：一是由金融机构主动发起，可根据自身流动性情况进行“一对一”申请；二是产品期限一般为 1-3 个月；三是操作对象为存款类金融机构；四是抵质押品为利率债、高等级信用债。

第二步，在工作论文中明确利率走廊初步构想。自 2014 年起，在央行与 IMF 的研讨会《货币政策新问题——国际经验和对中国的借鉴》、央行工作论文《利率走廊、利率稳定性和调控成本》中，均提出了打造利率走廊的初步构想。

第三步，两次大幅下调 SLF 利率，并公告利率走廊上限形成。真正形成利率走廊雏形的标志性事件，是 2015 年 3 月和 11 月，央行两次调降 SLF 利率，且在 11 月份调降中，央行明确表示“为加快建设适应市场需求的利率形成和调控机制，探索常备借贷便利利率发挥利率走廊上限的作用，结合当前流动性形势和货币政策调控需要，人民银行决定下调分支行常备借贷便利利率。”自此利率走廊上限的职能正式确立。

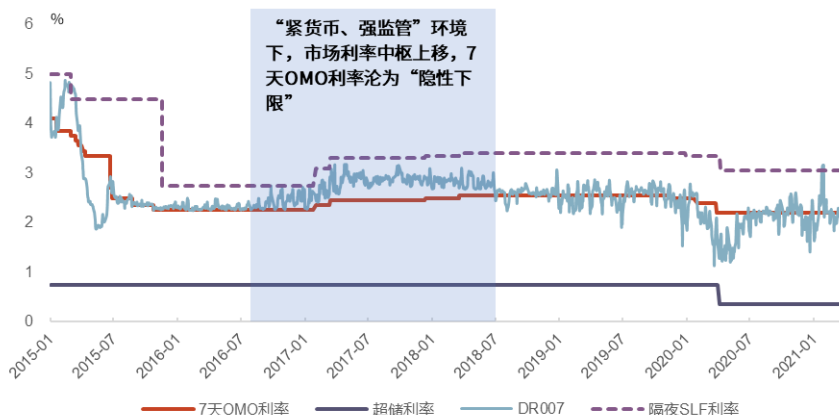
(4) **进一步在工作论文中明确利率走廊下限。**在央行的官方表态中，已明确探索发挥 SLF 利率走廊上限的作用，但并未提及下限的安排。在 2015 年 11 月工作论文《利率走廊、利率稳定性和调控成本》中，央行提及了最适合作为利率走廊下限的政策利率工具是超额存款准备金利率。

1.3.3、我国利率走廊的演化及存在的问题

如前所述，经过前期准备，我国利率走廊的雏形已基本形成，基本要素为：上限为 SLF 利率、下限为超额存款准备金利率、政策利率中枢为 7 天 OMO 利率、目标市场利率为 DR007。

理论上，利率走廊的运行机制为：若市场流动性趋紧，DR007 突破 SLF 利率，金融机构可以向央行申请 SLF 支持，进而将 DR007 拉回至 SLF 利率下方。若 DR007 跌破超额存款准备金利率，那么金融机构会更倾向于将资金存放央行，而减少资金拆出，进而引导 DR007 回归超额存款准备金利率上方。

图 10：我国利率走廊运行情况



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

从近年来我国利率走廊的运行情况看，DR007 总体位于利率走廊区间内运行，货币市场利率的波动幅度也较前期有了明显改善。但不可否认的是，我国利率走廊的运行仍存在诸多问题：

(1) SLF 利率未能较好发挥走廊上限功能。在 DR007 突破 SLF 利率的情况下：一方面，若金融机构向央行申请 SLF，可能会被监管机构认为其流动性出现问题。因此，金融机构宁愿承担更高的拆借利率，申请 SLF 的意愿反而不高。另一方面，各地央行分支机构会针对利率突破上限情况进行窗口指导，而非市场化机制调整，这也背离的利率走廊建立的初心。

(2) 超额存款准备金利率作为走廊下限功能缺位。一方面，央行对超额存款准备金的调整频率极低，近年来仅在 2020 年 4 月份将其由 0.75% 下调至 0.35%，与 SLF、OMO 等利率调整的同步性差距较大。另一方面，DR007 基本未触及过超额存款准备金利率，反而更靠近走廊上限。

(3) 7 天 OMO 利率的功能尚不统一。理论上，7 天 OMO 利率应为政策利率中枢，目标是引导 DR007 围绕其附近震荡运行，但在实际运行中，7 天 OMO 利率的功能尚不统一，主要表现为：

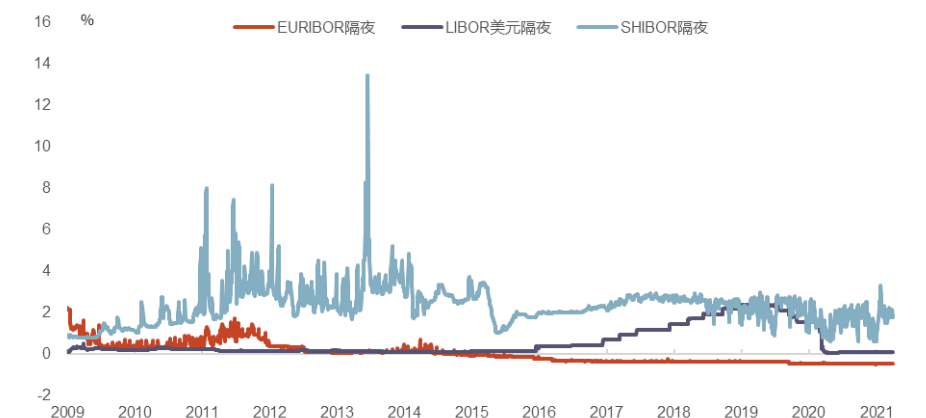
一是一度沦为利率走廊“隐性”下限。在 2016 年下半年-2018 年上半年期间，市场处于“紧货币、强监管”环境下，利率中枢整体上移，DR007 逐步向上脱离了 7 天 OMO 利率。因此，7 天 OMO 利率实际上成为了利率走廊的“隐性”下限，使得超额存款准备金的下限职能进一步丧失。

二是交易商制度下易滋生套利行为。我国公开市场操作采用的是一级交易商制度，即央行选取了若干重要性银行、非银机构和外资银行与其开展交易，而大部分中小金融机构则被排除在外。这样一来，在市场流动性偏紧环境下，一级交易商可通过申请 OMO 并以更高的价格拆放至中小金融机构来进行套利，进而加大了货币市场利率波动和中小金融机构流动性成本。

(4) 我国利率走廊上下限幅度过宽。目前，我国利率走廊上下限的宽幅为 270bp，而美国利率走廊宽幅基本为 10-30bp，欧洲宽幅为 50-80bp，即我国利率走廊的上下限宽幅明显高于美欧经济体（主要是美欧经济体长期实施量化宽松

和零利率政策)。那么,在过宽的利率走廊下,我国货币市场利率又经常会受到缴税、缴准、春节、月末等因素影响波动较大,不利于市场预期的稳定。

图 11: 我国隔夜利率波动明显高于美欧



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2009 年 1 月 1 日-2021 年 3 月 31 日

(5) **隔夜利率缺乏基准锚, 易“上蹿下跳”**。我国 DR007 有明确的基准锚, 且存在自律机制约束, 目标是围绕 7 天 OMO 中枢震荡运行, 而隔夜利率并没有明确的基准锚, 使得其稳定性弱于 7 天利率。但是, 在整个回购交易中, 隔夜品种交易占比高达 80-90%, 在缺乏明确基准锚的情况下, 易“上蹿下跳”。

1.4、打造利率走廊“2.0 升级版”的建议

总体来看, 我国利率走廊经过 5 年多的运行, 在稳流动性、稳预期方面确实发挥了重要作用, 但也存在上述问题, 亟待对利率走廊进行升级, 重点在于以下几个方面:

1.4.1、激活走廊上限功能, 变“行政管制”为“市场化纠偏”

由于金融机构宁愿承受更高成本拆借资金, 也不愿申请 SLF。这样一来, 若市场利率频繁触及走廊上限, 会迫使央行被动投放流动性, 甚至采取行政化窗口指导方式纠偏, 这并非真正意义上的利率走廊。

因此, 要实现打造利率走廊的初心, 需要激活 SLF 作为走廊上限的功能, 变“行政管制”为“市场化纠偏”。目前, SLF 的操作对象主要是政策性银行和全国性商业银行, 合格抵押品有国债、央票、政金债、高等级信用债。因此:

(1) 央行应适当增加 SLF 交易对象, 将更多中小机构纳入交易范畴, 增强各类便利工具的适普性。

(2) 进一步完善抵押品的评级制度, 增加透明度, 建立起包括国债和达到一定评级要求的地方政府债券、金融债、公司类信用债, 以及满足内部评级要求的银行贷款等在内的抵押品体系。

(3) 加强宣导, 明确申请 SLF 的影响完全是中性的, 降低金融机构的担忧。

1.4.2、明确合理的利率走廊宽度

如前所述，我国利率走廊宽度明显高于美欧经济体，这与我国金融体系的特点有较大关系。

从央行层面看，我国货币市场利率会经常受到缴税、缴准、春节、月末等因素影响，波动幅度相对偏大，若设定过窄的利率走廊，市场利率突破利率走廊的概率会大幅增加，这无疑会加剧央行调控利率的难度和成本。但若走廊过宽，可能会有放任利率波动的负面效应。

从市场层面看，金融机构自然希望看到市场利率维持稳定。因为，稳定的利率可以形成稳定的预期，对于金融机构的资产负债摆布和利率风险管理均有益。但若利率运行过于稳定，则会降低市场对于风险的敏感性。

基于央行和市场两个层面看，我国利率走廊的宽度既不能过宽，也不能过窄。从目前情况看，我国短端利率波动相对偏大，特别是对隔夜利率而言，由于缺乏基准锚，加之交易量较大，容易“上蹿下跳”。例如，在 2020 年 4 月份、2020 年 12 月与 2021 年 1 月上旬流动性较为宽松时期，隔夜利率大幅下行并持续位于 1% 以下，并刺激了金融市场加杠杆行为，隔夜回购每日成交量超过 4 万亿，一旦流动性转为收紧，会加剧金融市场风险。

因此，未来我国应考虑适度收窄利率走廊宽度。如在上调政策利率时，并不一定需要所有政策利率同步调整，可考虑“调下限、稳上限”，而在下调政策利率时，则考虑“调上限、稳下限”。同时，配合激活的走廊功能，有助于降低公开市场操作成本和实现利率“自我稳定”。

1.4.3、DR 要着力推进“提升基准性、降低波动性”

DR007 作为利率走廊的操作目标，是我国央行着力培育的短端基准利率，能够较为充分的反映市场资金供求状况。但从目前情况看，DR 的基准性仍有待提升，市场上直接将其作为定价基准的金融产品较为有限，后续在提升 DR 的基准性，降低波动性方面需要重点发力，这对于进一步发挥利率走廊机制的作用具有重要意义。为此，我们建议：

一方面，应鼓励发行以 DR 及其相关利率为参考的浮息债券、推动以 FDR 为浮动端参考的利率互换交易，并引导金融机构参考 DR 开展同业业务，以进一步提升 DR 的基准性。

另一方面，由于 DR 影响因素颇多，诸如缴税、缴准、季节性、春节等因素不可控程度较强，可考虑从市场主体角度来降低 DR 波动性，如规范 DR 的参与主体范围，稳定金融市场杠杆率，引导短期资金供需趋于均衡，避免机构过度加杠杆行为造成 DR 波动加大，确保 DR 总体围绕政策利率中枢震荡运行。

1.4.4、可考虑增设隔夜流动性投放工具

如前所述，我国隔夜利率缺乏基准锚，容易出现“上蹿下跳”，不利于金融机构利率风险管理和衍生品市场的发展。由于隔夜回购是最主要的融资方式（占比 80-90%），在货币政策传导过程中会起到重要作用，即隔夜利率理论上也应围绕政策利率震荡运行。

目前，我国公开市场操作的主要工具为 7 天 OMO 和 1 年 MLF，两者分别为 DR007 和 1Y 国股 NCD 利率的基准锚。纵观美欧经济体的货币政策实践，均明确了隔夜利率基准锚，如美联储的联邦基金利率，欧央行的主要再融资利率。

因此，未来我国央行可考虑增设隔夜流动性投放工具，让市场的隔夜拆借定价能够有一个明确的基准锚作为参考，而非仅仅是在隔夜利率突破走廊上限时采用窗口指导，或被动投放流动性来维稳。

2、热点透析之二——3 月份金融数据展望

下周，央行即将公布 3 月份货币、信贷和社融数据。总体来看，预计 3 月份金融数据较去年同期将趋于下滑，具体而言：

(1) **预计 3 月份新增贷款 2.3 万亿左右。**今年 1-2 月贷款合计新增 4.94 万亿，同比多增约 7000 亿，投放略偏多。去年为支持抗疫和企业复工复产，3 月份新增贷款投放高达 2.85 万亿。今年 3 月份信贷总体“供需两旺”，但在央行对狭义信贷额度管控约束下，贷款投放弱于去年同期，预计新增规模在 2.3 万亿左右，较去年同期回落 0.55 万亿，但好于 2019 年同期。

(2) **对公信贷需求好，零售贷款投放稳定。**在经济逐步向好情况下，企业资本开支加大，融资需求旺盛，预计 3 月份对公贷款投放景气度依然较高。零售方面，按揭贷款增长较为稳定，但信用卡投放预计一般，个人经营贷款也在一定程度上受到经营贷新政影响增势放缓。

(3) **预计 3 月份新增社融规模为 3.2 万亿左右，同比增速为 12.3%，较 2 月份下降 1 个百分点。**结构方面：(a) 由于今年地方专项债提前发行延后，一季度政府债券整体偏弱，预计 3 月份净融资 3600 亿；(b) 受去年套利虚增短贷短债的退出、利率上行以及信用风险事件影响，企业债发行表现不佳，预计 3 月份净融资 2100 亿；(c) 非标融资延续压降态势，预计 3 月份新增-1000 亿。(d) 未贴现票据融资预计负增长。

(4) **3 月份货币供给总闸门维持紧平衡状态**，每日开展 100 亿 OMO 实现 0 净投放，信用增长放缓，但财政支出力度有所加大，资金面总体“稳中偏松”。3 月份贷款与 M2 增速剪刀差预计进一步扩大，银行稳存增存压力较大，流动性监管指标达标压力刺激了月初 NCD 需求。3 月末预计一般性存款从非银存款回流冲高，但可能稳定性不佳，进入 4 月份一般性存款和非银存款的“跷跷板效应”又会显现，银行体系稳存增存压力、负债成本问题需要在下一阶段予以关注。

3、下一阶段市场展望及投资建议

上周国家统计局公布了 3 月物价数据：CPI 同比上涨 0.4%，市场预期值为 0.2%，前值为-0.2%；PPI 同比上涨 4.4%，市场预期为 3.3%，前值为 1.7%。但债券市场对通胀的超预期表现反应较为平淡，10Y 国债收益率全天反而下行 1bp。我们认为可能的原因有三点：

一是市场对 4-5 月份通胀数据进一步上行、在 5 月份达到高点已有充分预期，普遍认为 5 月份 PPI 可能上冲至 6%以上，且由于“翘尾因素”具有一定阶段性特点。在此情况下，3 月份 PPI 录得 4.4%尽管超出市场预期，但债券对通胀因素或已形成部分“免疫”。

二是 3 月份 CPI 环比录得-0.5%的负增长，提出食品和能源价格的核心 CPI 同比增速仅为 0.3%，反映出通胀的传导更多集中在上游生产端。

三是下周即将公布 3 月份金融数据，市场普遍预期为金融数据同比表现下滑。即 PPI 超预期+社融数据下滑形成了利空出尽与利多出尽的双重效应，对于

短线操作而言，PPI 数据发布后，反而是利空出尽，买盘增多，而预计下周金融数据发布后，反而是利多出尽，买盘增多。

对于下周市场形势，有三点需要重点关注：

一是下周即将进入缴税高峰期，4 月是传统缴税大月，历史上政府存款增量为 4000-6000 亿，预计会对资金面造成一定扰动，短端利率将有所上行，央行也可能结束每日 100 亿的小幅滴灌，适度加量对冲。

二是下周四 MLF 到期 1000 亿，同时 4 月份 TMLF 最后一期将到期 561 亿，按照央行传统惯例，预计大概率将 MLF 与 TMLF 同时等量续作，届时 TMLF 将正式退出。

三是下周政府债券发行规模有限，合计新增规模仅为 181 亿，对资金面影响不大。

对于投资建议，我们认为：

(1) 二季度利率面临的环境较 3 月份而言并不友好，这一点已是市场的基本共识，至少在当前阶段谈利率拐点，仍言之尚早，二季度存在右侧风险。但我国利率上行时间已超过 10 个月，风险得到有效缓释，并已表现出对利空因素的钝化，后续大幅冲高的空间并不大。

(2) 全年来看，我们认为，2021 年利率大波段机会难以寻觅，今年并非债市牛年，下半年或有一定松动空间，但仍将维持 3.0-3.3% 的区间震荡。

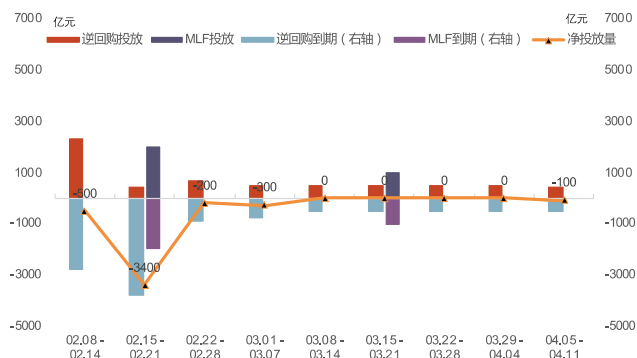
(3) 对于配置盘而言，今年年初时点进场已出现浮亏，在全年收益考核目标下，后续压力会更大。因此，我们多次建议，二季度机构应“逢高配置”，且市场在利率上行调整之机，也会加大配置力度，若利率阶段性突破 3.3% 时可以更加乐观。在这一策略安排下，债券市值净价安全边际较高，不会出现类似于一季度的明显浮亏，票息策略也有助于降低收益考核压力。

4、上周市场流动性回顾

4.1、资金市场回顾

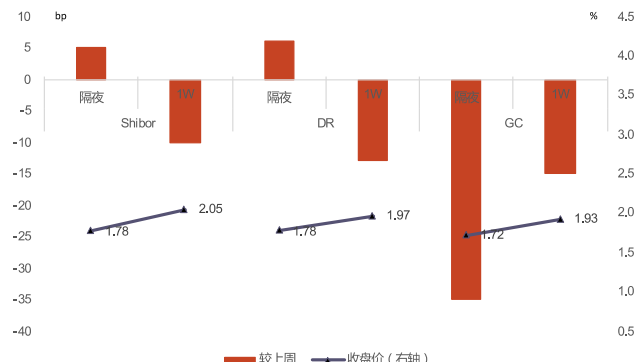
公开市场操作维持每日 100 亿小幅滴灌。清明假期后第一周，央行开展 400 亿元逆回购，到期 500 亿元，净投放资金为-100。本周末开展 MLF 操作。截止 4 月 9 日，MLF 余额为 5.35 万亿元。

图 12：公开市场操作维持小幅滴灌



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 8 日-2021 年 4 月 9 日

图 13：7 天利率有所下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 6 日-2021 年 4 月 9 日

资金市场 7 天利率有所下降，截止 4 月 9 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.78%和 2.05%,较上周分别上行 5bp 和-10bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.78%和 1.97%，较上周分别上行 6bp 和 -13bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 1.72%和 1.93%，较上周分别上行-35bp 和 -15bp。

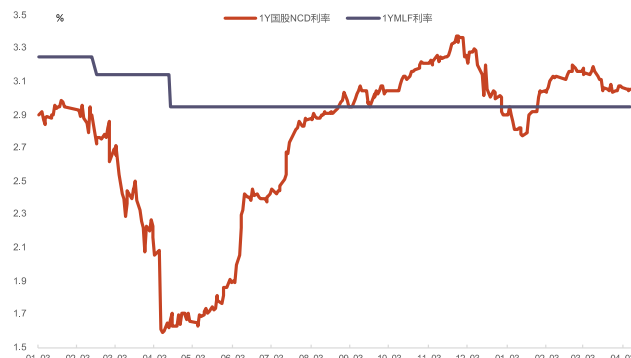
短端利率走廊基本稳定，中长端 1Y 国股 NCD 利率保持稳定。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态持续稳定。截止 4 月 9 日，1Y 国股 NCD 价格报 3.06%，高于 1Y-MLF 利率 11bp。

图 14：短端利率走廊向基本稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 2 日-2021 年 4 月 9 日

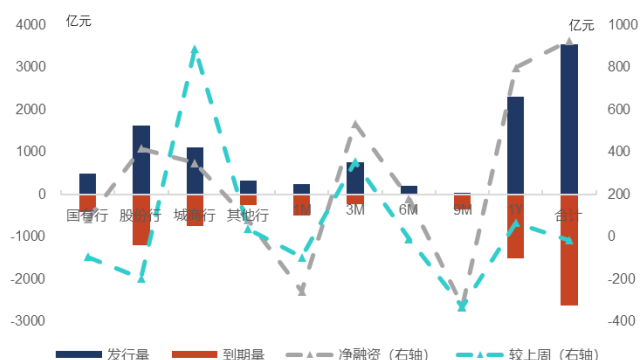
图 15：1Y 国股 NCD 利率平稳运行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 1 月 3 日-2021 年 4 月 9 日

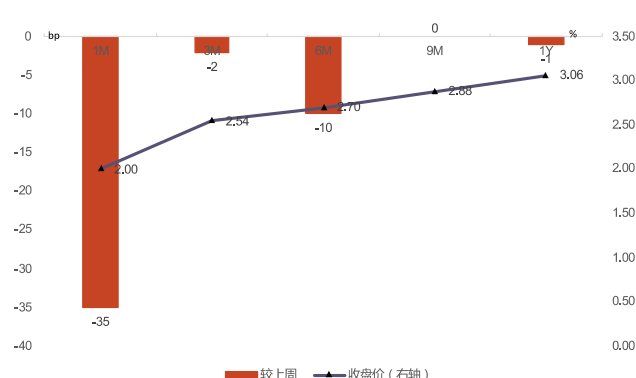
上周 NCD 净融资额为 926 亿，较前一周增长-16 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 82、417 和 350 亿，较前一周上升-95、-196 和 889 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资-258、534、179、-329 和 799 亿，较上周分别增加-96、356、-10、-331 和 65 亿。

图 16：NCD 净融资规模小幅下滑



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 6 日-2021 年 4 月 9 日

图 17：各期限 NCD 价格均有下行



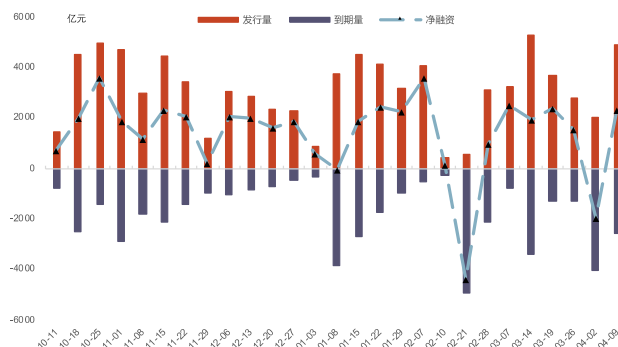
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 6 日-2021 年 4 月 9 日

各期限 NCD 价格均有所下行。截至 4 月 9 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.00%、2.54%、2.70%、2.88%和 3.06%，较前一周下行 35bp、2bp、10bp、0bp 和 1bp。

2.1、利率债市场回顾

利率债净融资规模有所上升。上周国债净融资 1651 亿，较上周上升 3092 亿；国开债净融资-215 亿，较前一周上升 28 亿；地方债净融资 899 亿，较前一周上升 1174 亿。

图 18：利率债净融资规模有所上升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020 年 10 月 11 日-2021 年 4 月 9 日

图 19：各期限收益率基本稳定

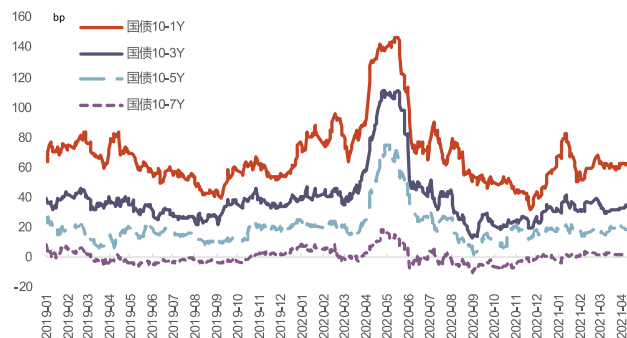


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 6 日-2021 年 4 月 9 日

各期限收益率基本稳定。截至 4 月 9 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.59%、2.87%、3.03%、3.21%和 3.21%，较上周分别上行 1bp、0bp、3bp、0bp 和 1bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.74%、3.20%、3.37%、3.53%和 3.59%，较上周分别上行-2bp、2bp、1bp、0bp 和 2bp。

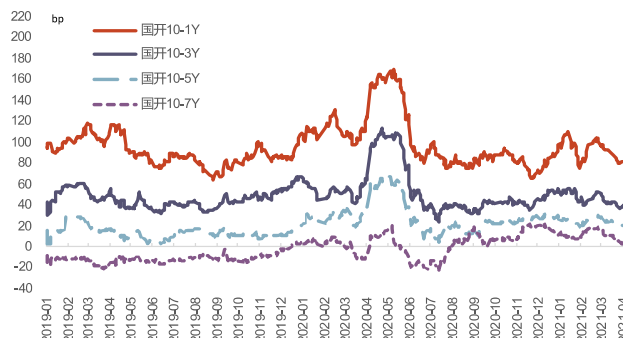
国开债期限利差平稳运行。截至 4 月 9 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 62bp、34bp、18bp 和 2bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 85bp、39bp、22bp 和 6bp。

图 20：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 4 月 9 日

图 21：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 4 月 9 日

5、风险分析

二季度通胀压力超预期，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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE