

行业研究

“缴税高峰”下资金面为何如此平静？

——流动性周报（2021.4.19-2021.4.25）

要点

以史为鉴：历史上4月份缴税高峰下，资金面和资金利率的运行规律。在市场处于紧平衡环境下，资金利率自缴税截止日前2-3个工作日开始上行，并贯穿整个中下旬，利率上行幅度约30bp。而在市场处于相对宽松环境下，资金利率将出现小“双峰效应”，上行幅度10-20bp左右。

现状分析：今年4月份“缴税高峰”下，资金面较为稳定的主要原因。

(1) 春节后流动性宽松有三大特定因素支撑。一是外汇业务信用派生规模显著提升，2021Q1派生规模为3400亿，创近4年来新高。二是政府存款大幅回落，2021Q1较2020Q1下降6169亿。三是今年就地过年使得货币发行吞吐量下降，2021年Q1较2020年Q1下降约7200亿。初步测算：3月末超储率或已上行至1.5%左右，较2月份上行0.3个百分点，整体流动性处于相对充裕的状态。

(2) 金融市场杠杆率明显下降，短期资金供需均衡。经过1月中下旬“小钱荒”冲击，市场对货币政策一致性宽松预期被打破，通过“滚隔夜”加杠杆意愿下降，短期资金供需趋于均衡，这也是节后资金利率始终稳定如一的重要原因之一。

(3) 非银机构流动性较为充裕。一是2021年Q1偏股型、货币基金合计较2020年Q1多增4478亿份，造成了银行一般存款向同业负债迁徙。二是MMF发行加大情况下，非银机构与银行之间形成资金“闭环”，并衍生出套利空间。三是今年一季末银行一般存款冲量明显，但这些资金缺乏稳定性，在跨季之后即出现大量流失，并再度进入非银体系。

(4) 银行提前备款应对“缴税高峰”。自4月12日开始，R007成交量开始加大，由每日2409亿上升至4547亿，增幅近一倍。通过提前融入跨税期资金，在市场相对宽松的环境下，缴税对银行体系资金面的扰动影响明显下降。

五一前夕资金面展望。（1）本周7天资金仍能实现跨五一小长假，考虑到机构实际占用资金天数较长，预计DR007中枢值将会上行至2.2-2.3%的水平。（2）本周NCD到期量6193亿，创年内周度到期规模新高，届时部分续作需求较大的国股银行，可能会出现一定程度提价，进而引导其他机构跟随提价。（3）本周政府债券计划发行1859亿，到期1298亿，总体供给压力不大。央行OMO和TMLF合计到期561亿，考虑到央行已在前期1500亿MLF投放中对TMLF到期进行了对冲，预计货币政策工具到期不会对资金面造成太大扰动。

5月份资金面展望。（1）不宜过度期待财政资金对流动性的持续利好作用。（2）央行稳汇率诉求下降，外汇信用派生是否具有可持续性仍需观察。（3）5月份政府债券净融资规模有望达到1.25万亿，央企集中分红将造成银行体系资金向政府存款转。因此，预计5月份资金面，总体维持紧平衡，在多重因素冲击下，金融机构超储消耗压力加大，央行贷方地位有望得到重建，并将适度加大公开市场操作力度予以对冲，资金利率中枢较4月份有望进一步上行。

市场启示。广义基金配置热情有望延续，银行配置需求将平稳释放，配置端将为债券利率形成一定支撑。近期债券利率已有触底反弹迹象，5月份市场将面临缴税分红+政府债券供给高峰的压力测试，届时债券利率或将进一步上行至3.2-3.3%。对于尚未加大配置的机构，在全年收益考核目标下，后续应逐步加仓，特别是在利率回调之际更加坚定，票息策略相对占优。

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

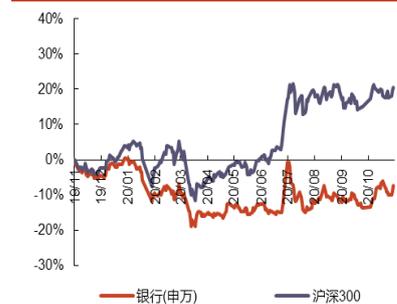
wangyf@ebscn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebscn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

“三大利率”阶段性见底了吗？——流动性周报（2021.4.12-2021.4.18）

“利率走廊”亟待从1.0版升级至2.0版——流动性周报（2021.4.6-2021.4.11）

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）

1、热点透析——“缴税高峰”下资金面为何平静？

上周进入4月份缴税高峰期，但流动性和资金利率平稳如一，DR007始终位于7天OMO利率上下震荡，4月份以来DR007平均利率为2.06%，低于OMO利率14bp，国股1Y-NCD利率也持续贴近1Y-MLF利率运行。但资金利率在周五下午出现小幅“翘尾”上行迹象。从央行投放看，并未因缴税高峰而加大投放基础货币，依然延续了每天100亿的OMO操作，公开市场操作平稳。

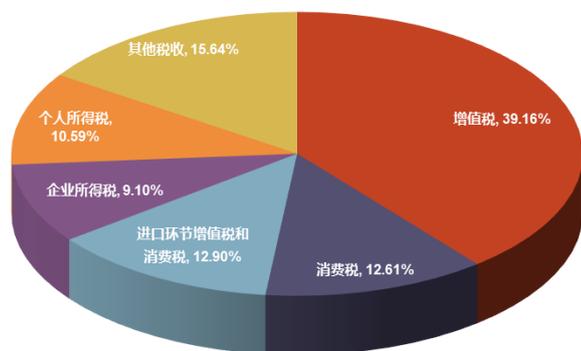
在面对4月缴税高峰之时，央行货币投放为何能持续维持“小幅滴灌”模式，市场资金面表现却较为平静？我们将尝试回答这一问题。

1.1、基本原理：缴税是如何影响资金面的

在分析缴税对资金面的影响机制之前，首先我们对我国税收情况作一个基本介绍：

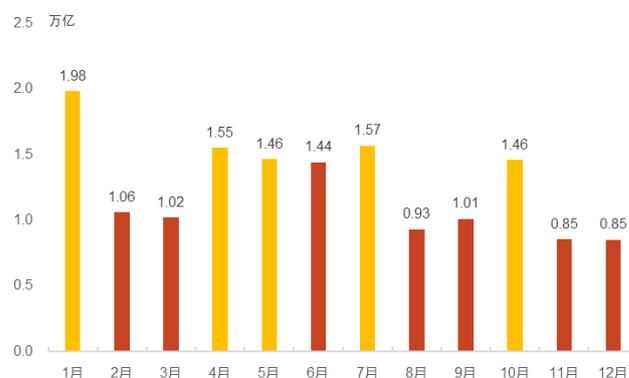
(1) 按照征税对象的不同，我国税收体系主要划分为流转税、所得税、财产税、资源税和行为税五大类。在所有税种中，**增值税、消费税、所得税为最主要的纳税品种**。截止2021年3月末，相关税种的缴纳金额占总纳税金额比重为84.36%。其中，增值税缴纳金额占比为39.16%，所得税缴纳金额占比19.69%。

图 1：我国不同税种占总税收比重情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年3月

图 2：2017-2020 年每月税收收入均值



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2020 年每月均值

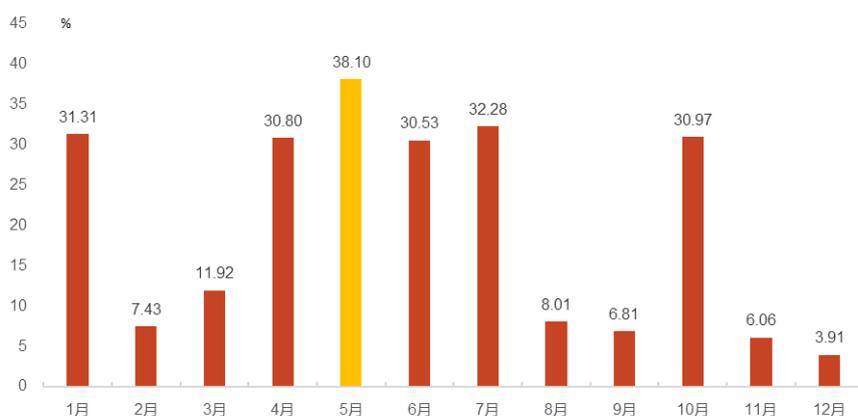
(2) 根据国家税务总局纳税服务平台的办税日历，税收缴纳主要集中在每月中下旬。根据《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》、《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国消费税暂行条例》等有关税收法律法规的规定：

a、一般纳税人增值税按月申报，以季度为纳税期限的规定仅适用于小规模纳税人。小规模纳税人的具体纳税期限，由主管税务机关根据其应纳税额的大小分别核定。

b、企业所得税分月、季预缴，企业应当自月份或者季度终了之日起十五日内，向税务机关报送预缴企业所得税纳税申报表，预缴税款。自年度终了之日起

五个月内，向税务机关报送年度企业所得税纳税申报表，并汇算清缴，结清应缴应退税款。

图 3：2017-2020 年每月企业所得税税收均值占总税收均值比重



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2020 年每月均值

因此，增值税、消费税、个人所得税一般按月缴纳，企业所得税按季缴纳（在季初月份，即 1、4、7、10 月），截止时间均为 15 日。5 月份是税务部门针对上年企业所得税的汇缴清算，一般表现为所得税补缴，近年来 5 月份企业所得税均值占比为 38.1%，在所有月份中处于最高水平。因此，1、4、5、7、10 月份属于传统的缴税大月，近年来这五个月份的税收收入均值在全年各月份中处于领先水平。

(3) 月初至申报截止日期期间，任一工作日均可申报缴纳税金，超期需按每日万分之五的比例缴纳滞纳金。申报截止日如遇周末、节假日，则顺延至下一工作日。

那么缴税会如何影响资金面？——资金从银行体系的抽离

首先，纳税人开始缴税时，会将银行账户中资金划转至银行内部的财税库银账户，然后再划缴至国库。这样一来，资金经历了由“一般存款——金融机构财政性存款——政府存款”的迁徙。从资产负债表上的表现为：一是银行一般存款和备付金同时减少，资产负债表出现缩表，财政存款转移至商业银行表外成为代理行为；二是央行负债端储备货币下降，政府存款增加。

其次，自缴税起始日，就会有零零散散的资金开始完成上述流转过程并进入国库，但企业为提升资金使用效率，出于减少资金占用的考虑，往往选择在当月缴税截止日期前几日才完成税金的申报和缴纳，即临近截止日才会出现集中缴税情况。

最后，按照《商业银行、信用社代理国库业务管理办法》的规定，国库经收处收纳的预算收入，应在收纳当日办理报解入库手续；如当日确实不能报解的，必须在下一个工作日报解。

综上所述，缴税对资金面的影响可以总结为：

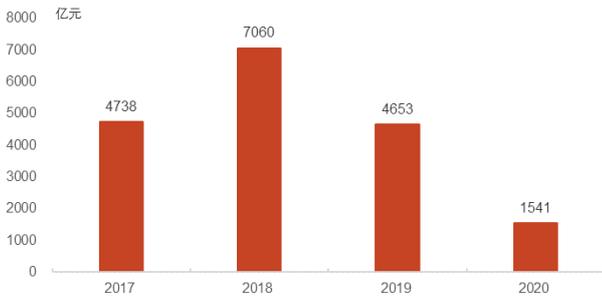
(1) 为提升资金使用效率，企业集中缴税时点一般位于截止日前 2-3 天，此时伴随着税金上缴国库，银行备付金开始下降，导致银行间市场资金面承压。

(2) 1、4、7、10 月份同时属于传统缴税大月，5 月份是税务部门针对上年企业所得税的汇缴清算，补缴金额较大，缴税在这些月份对资金面的影响会更大。

1.2、以史为鉴：历史上4月份缴税高峰下，资金面和资金利率的运行规律

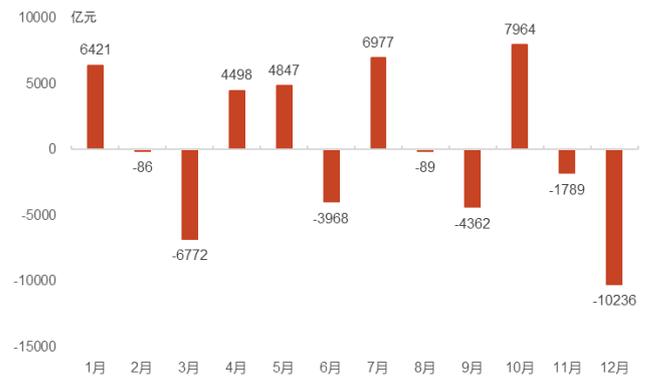
4月份作为传统缴税大月，对于缴税规模，较为常见的替代观察指标，是央行资产负债表负债端科目“政府存款”。当然，政府存款的变化，并非完全由于缴税所决定，还会受到财政支出、政府性基金净额、政府债券净融资额以及国有资本经营收支净额的影响。

图 4：2017-2020 年 4 月份政府存款增量情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2020 年历年 4 月

图 5：2017-2020 年每月政府存款增长均值



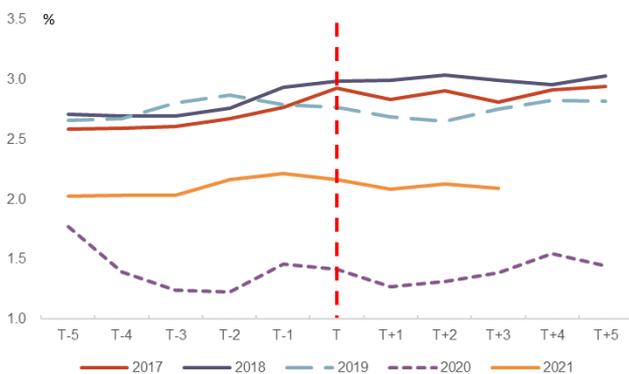
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2017-2020 年每月均值

可以看到，2017-2020 年期间，政府存款在 4 月份均出现明显正增长（2020 年因疫情增长较低），均值为 4498 亿，这无疑会对银行间市场资金面造成一定扰动。

通过观察 2017-2020 年 4 月份缴税时点前后 5 个工作日 DR007 运行情况，不难发现：

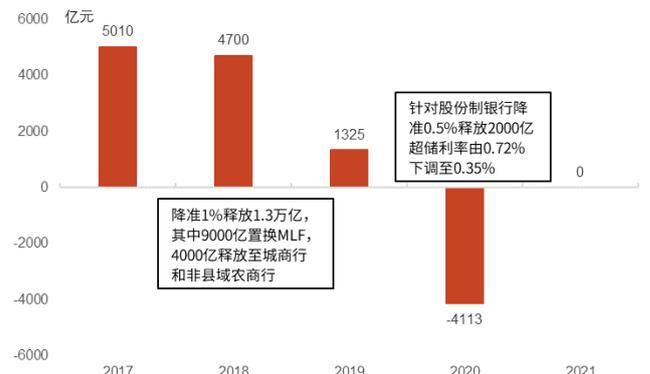
(1) 整体来看，4 月份缴税截止日前 3 个工作日，资金面开始趋紧，DR007 上行幅度为 30-35bp 左右。

图 6：历年 4 月份缴税截止日前后 5 个工作日 DR007 运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：历年 4 月份缴税时点前后 3 个工作日 OMO+MLF 操作情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

(2) 2017-2018 年 DR007 持续上行，并贯穿整个 4 月中下旬。由于市场处于“紧货币、强监管”环境下，缴税对资金面影响的持续时间更长。在税期截

止日之后，资金面仍延续紧平衡状态，且在4月下旬DR007开始受跨月因素影响，基本位于3%上下震荡。

(3) 2019-2020年DR007上行幅度和持续时间相对偏弱，但形成了小“双峰效应”，这可能与当时货币金融环境偏宽松有关。特别是2020年4月份，央行针对股份制银行定向降准0.5个百分点释放2000亿资金，且将超储利率由0.72%下调至0.35%。但DR007在缴税截止日前后5个工作日形成了小“双峰效应”，主要是受到缴税和月末的双重影响所致。

(4) 历年4月份缴税截止日前后3个工作日，央行均适度加大了OMO+MLF投放力度。

由此，我们可总结出缴税对资金面影响的规律，即在市场处于紧平衡环境下，面对4月缴税冲击，资金利率自缴税截止前2-3个工作日开始上行，并贯穿整个中下旬，利率上行幅度约30bp。而在市场处于相对宽松环境下，资金利率将出现“双峰效应”，上行幅度10-20bp左右。

1.3、现状分析：今年4月份“缴税高峰”下，资金面较为稳定的主要原因

根据国家税务总局的办税日历，今年4月份缴税截止日为20日。此前市场均普遍预期，4月中下旬资金面将有所趋紧。从实际情况看：DR007自缴税截止日前3个工作日，已开始上行，由2.03%上行至2.22%，幅度约20bp，随后基本位于2.08-2.13%区间震荡，仅在4月23日尾盘，资金面有所趋紧。

同时，央行一如既往保持每日100亿的OMO投放，全周净投放仍为0，那么为什么在面临4月份缴税冲高时，资金面能够持续维持稳定？我们认为，可能四点原因：

1.3.1、春节后流动性宽松有三大特定因素支撑

今年一季度流动性宽松（除1月份“小钱荒”）有其特定支撑因素，包括政府存款、外汇信用派生以及货币发行。具体而言：

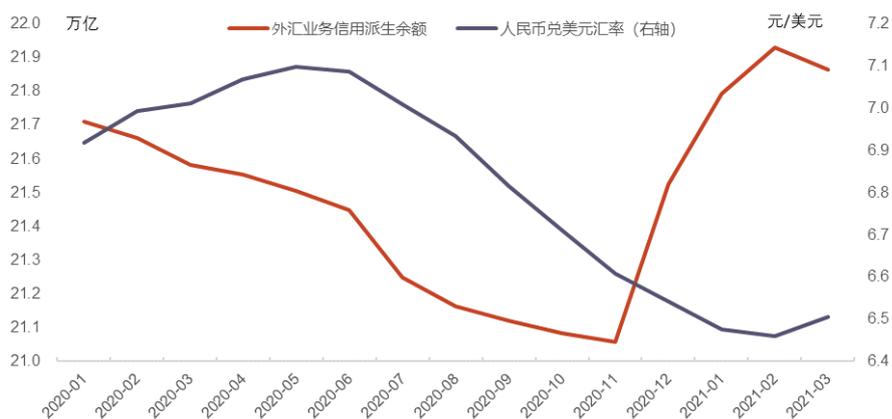
表 1:2017-2021 年 Q1 超储的分解测算表（亿元）

	△外汇信用派生	△央行净投放	△政府存款	△货币发行	△降准	△超储
2017Q1	-5726	-4028	-1037	362	8956	-1473
2018Q1	-293	-2328	-2252	2379	6592	4098
2019Q1	-6602	-17850	3182	2165	-4179	-23284
2020Q1	-2400	-4735	-1640	7892	2694	1812
2021Q1	3400	-7370	-7809	625	9094	-2060

资料来源：Wind，光大证券研究所整理测算

一是外汇业务信用派生规模显著提升。我们在《央行流动性投放“另辟蹊径”了吗？》报告中已对外汇业务信用派生的基本原理作了详细介绍，即近几个月以来，央行“国外资产：其他”、“其他资产”科目出现异动，不排除是金融机构加大了“以外汇形式缴存的人民币准备金”，以及与部分金融机构开展货币掉期、互存业务，并相应释放了人民币资金。即**外汇业务基础货币投放=国外资产：外汇 + 国外资产：其他 + 其他资产-不计入储备货币的金融性公司存款-其他负债**。可以看到，2021Q1 外汇信用派生规模为 3400 亿，而 2020Q1 为负贡献，较 2020 年 Q1 多增 5800 亿。

图 8：随着人民币汇率的升值，2021 年 Q1 外汇业务信用派生规模显著提升



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

二是政府存款大幅回落，预示财政支出加快。2021Q1 政府存款回落 7809 亿，较 2020Q1 下降 6169 亿，这说明，受去年疫情影响而尚未使用的淤积财政资金，在今年释放速度有所加快，成为助力流动性稳定的重要力量。

三是今年就地过年使得货币发行吞吐量下降。受节前疫情零散出现影响，居民就地过年使得取现需求下降，2021 年 Q1 货币发行 (M0) 625 亿，较 2020 年 Q1 下降约 7200 亿。

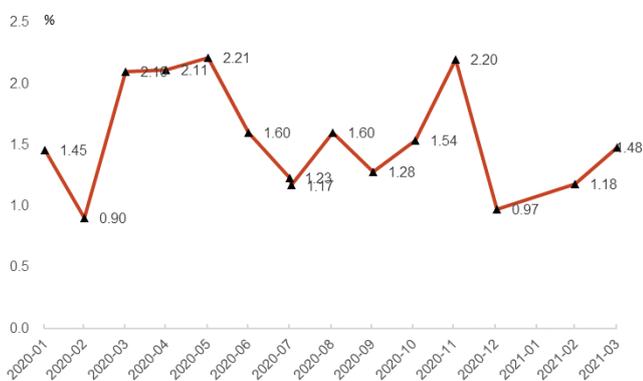
在上述利好因素影响下，初步测算：3 月末金融机构超储率或已上行至 1.5% 左右，较 2 月份上行 0.3 个百分点，整体流动性处于相对充裕的状态。

1.3.2、金融市场杠杆率明显下降，短期资金供需均衡

经过 1 月中下旬“小钱荒”的冲击，市场对货币政策一致性宽松预期被打破，通过“滚隔夜”加杠杆的意愿下降，使得短期资金供需趋于均衡，这也是节后资金利率始终稳定如一的重要原因之一。

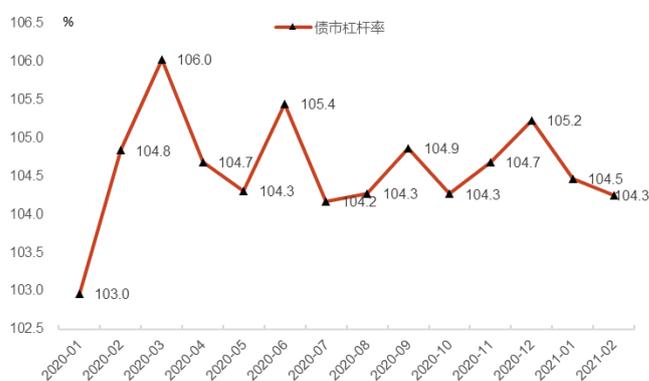
可以看到，截止 2 月末，债市杠杆率为 104.3，较年初下降 0.9 个百分点。由于中债登尚未公布 3 月份待购回债券余额数据，但考虑到 3 月份每日回购交易量有所增加，初步判断 3 月份债市杠杆率可能略有回升，但仍低于年初水平。

图 9：金融机构超储率测算结果



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

图 10：债市杠杆率测算结果



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

同时我们也观察到，4月23日R001成交量由前期的3.0-3.5万亿大幅回落至1.86万亿左右，而R007当日成交量则由前期0.3-0.5万亿大幅上升至1.74万亿。造成这种现象的原因，主要与4月23日借入7D资金能够实现跨月并覆盖整个五一假日有关。

图 11: 2021 年以来 R001 与 R007 每日成交规模



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月 4 日-2021 年 4 月 23 日

图 12: 2021 年 Q1 非银存款大幅增长



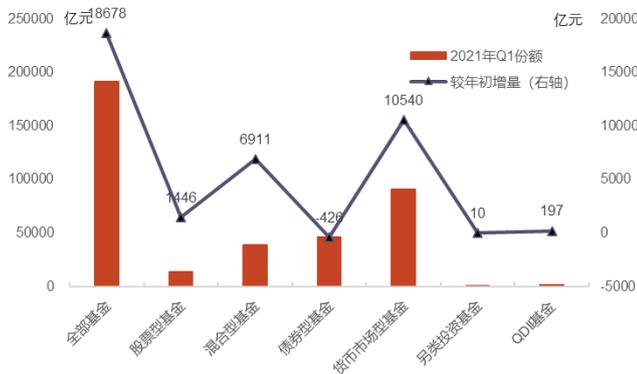
资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2020 年 Q1、2021 年 Q1

1.3.3、非银机构流动性充裕

非银机构流动性较为充裕，也是资金利率始终平稳运行的原因之一。可以观察到：2021 年 Q1 非银存款新增 1.21 万亿，同比多增 1.47 万亿。造成这种现象的原因，主要有三：

一是 2021 年 Q1 基金发行规模较大。截止 2021 年 1Q，全部基金份额为 19.15 万亿份，较年初增加 1.86 万亿份。其中，偏股型基金增加 8357 亿份，货币基金增加 1.05 万亿份，合计较 2020 年 Q1 多增 4478 亿份，造成了银行一般存款向同业负债迁徙。数据显示：R007-DR007 利差在春节后持续稳定运行，仅在 3 月末由于季末效应小幅拉大至 40bp，其他时间基本维持在 0-10bp 区间震荡运行，显示出非银机构流动性运行较为稳定。

图 13: 2021 年 Q1 各类型基金份额及增量情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 Q1

图 14: 广义基金增持 NCD 情况



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

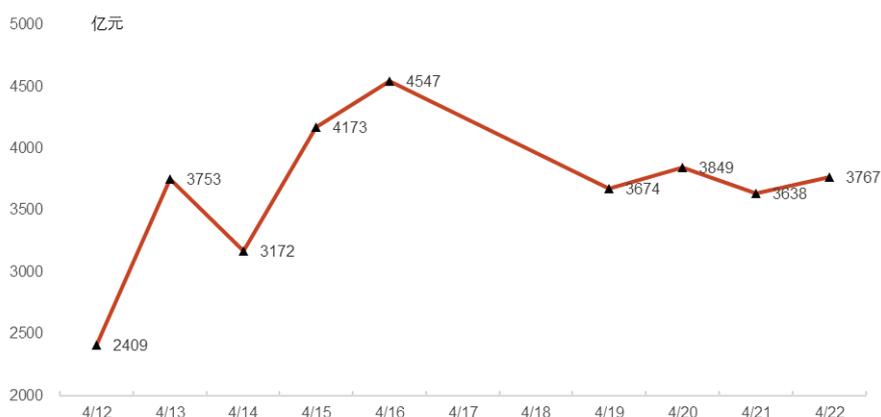
二是 MMF 发行加大情况下，非银机构与银行之间形成资金“闭环”。货币基金发行规模的加大，也在一定程度上映射出非银机构与银行之间可能存在一定套利空间，即银行司库基于流动性管理需求加大货币基金配置或通过回购交易向非银机构融出资金，客户一般存款也流向货币基金，而货币基金则将资金用来配置银行发行的 NCD，进而造成了资金“闭环”的形成。根据中债登和上清所披露的一季度债券托管数据，一季度广义基金增持 NCD 规模约 6729 亿，是 NCD 配置的主力军，其中 3 月份单月增持规模为 4788 亿。在此情况下，货币基金发行规模越大，非银机构流动性更为充裕，对 NCD 的配置需求也随之提升，这也是近期 NCD 利率持续回落的原因之一。

三是 4 月份以来，银行一季末一般存款冲量资金出现流失。今年一季末银行一般存款冲量明显，但这些资金缺乏稳定性，在跨季之后即出现大量流失，并再度进入非银体系，部分国股银行一般存款较年初再度呈现负增长态势，使得司库被动加大了 NCD 和同业存放等市场类资金的吸收力度。

1.3.4、银行提前备款应对“缴税高峰”

由于 4 月份是传统缴税大月，加之央行持续每日 100 亿 OMO 投放，使得银行在对于缴税高峰期时相对审慎，可能会通过提前备款应对税期对资金面的冲击。

图 15：4 月中上旬 R007 成交量开始加大



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 12 日-2021 年 4 月 22 日

可以看到，自 4 月 12 日开始，R007 成交量开始加大，由每日 2409 亿上升至 4547 亿，增幅近一倍。通过提前融入跨税期资金，在市场相对宽松的环境下，缴税对银行体系资金面的扰动影响明显下降。

1.4、五一前后资金面展望

1.4.1、五一前夕资金面展望

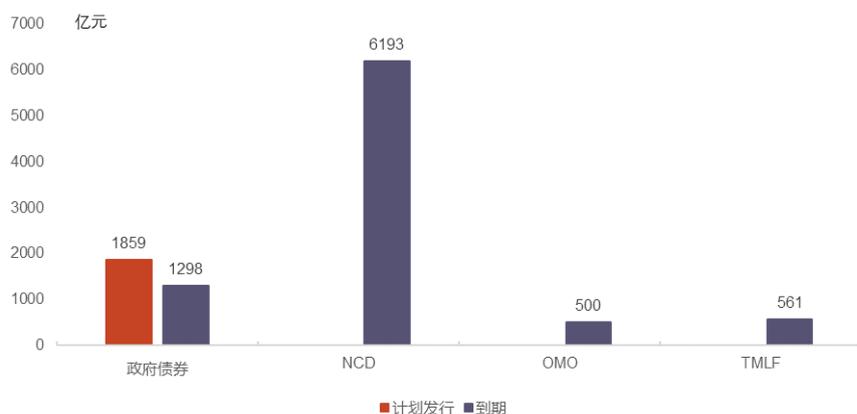
临近五一小长假，市场较为关心下一周资金面情况。我们认为：

(1) 从历史情况看，在流动性相对友好时期，4 月缴税截止日前后，资金利率会出现小“双峰效应”，上行幅度为 10-15bp。而流动性偏紧时期，资金利率在缴税截止日前 3 天开始持续上行，幅度约 30-35bp。无论是从资金利率的运行趋势，还是当前宽松的流动性环境看，今年 4 月份缴税截止日前后并未出现

资金利率持续上行的现象，预计下周会因为月末效应导致资金面略有承压，资金利率有望小幅边际上行，即形成小“双峰效应”。

(2) 本周 NCD 到期量 6193 亿，创年内周度到期规模新高，且明显高于前三周周度到期量。目前，国股 1Y-NCD 利率已与 1Y-MLF 利率基本吻合，面对 NCD 集中到期的压力，届时部分续作需求较大的国股银行，可能会出现一定程度提价，进而引导其他机构跟随提价。

图 16: 本周政府债券、NCD、OMO 和 TMLF 运行情况



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 4 月 26 日-4 月 30 日

(3) 本周政府债券计划发行 1859 亿，到期 1298 亿，总体供给压力不大。央行 OMO 和 TMLF 合计到期 561 亿，考虑到央行已在前期 1500 亿 MLF 投放中对 TMLF 到期进行了对冲，预计货币政策工具到期不会对资金面造成太大扰动。

基于上述分析，我们认为五一前夕资金利率仍有小幅上行空间，具体而言：

(1) 下周 7 天资金仍能实现跨五一小长假，考虑到机构实际占用资金天数较长，预计 7 天资金利率仍有小幅上行空间，结合历史情况看，预计 DR007 中枢值将会上行至 2.2-2.3% 的水平。

(2) 国股 1Y-NCD 利率可能会有 3-5bp 的提价空间，预计将会上行至 3% 左右。

1.4.2、5 月份资金面展望

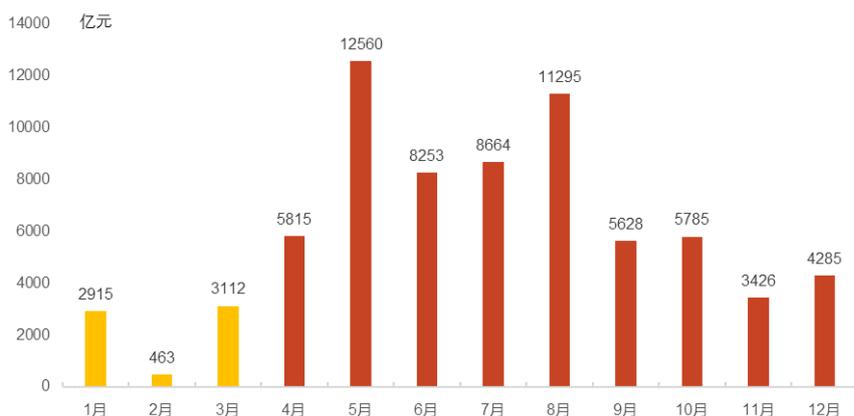
对于 5 月份资金面形势，我们认为不应过度乐观：

(1) 二季度并非财政支出大月，近 5 年来政府存款平均增幅为 5200 亿，较一季度多增 5500 亿。因此，**不宜过度期待财政资金对流动性的持续利好作用。纵使央行声明考虑对冲因素，但回顾历史，4-5 月份的季节性效应仍然较为明显。**

(2) 今年 3 月份外汇信用派生下降 700 亿，已出现放缓迹象。考虑到今年美元指数转强以及人民币汇率升值预期的减弱，**央行稳汇率诉求下降，外汇信用派生是否具有可持续性仍需观察。**

(3) 初步测算，5 月份政府债券净融资规模有望达到 1.25 万亿，**届时供给压力叠加缴税，**预计央行会适度加大 OMO 对冲力度，但这无疑会加大资金面的波动。

图 17：2021 年政府债券净融资预测



资料来源：Wind，光大证券研究所整理预测；时间：2021 年 1 月-12 月，其中 4-12 月由光大证券研究所预测

(4) 5 月份是央行集中分红时点，仅以四大行为例，2020 年四大行净利润超过 1 万亿，按照 30% 的分红比例，则分红规模近 3000 亿。而四大行的股东中，财政部及其控股公司持续比例近 90%。受此影响，5 月份央企集中分红将造成银行体系资金向政府存款转移，并对资金面造成一定冲击。

(5) 目前，市场流动性整体较为充裕，央行贷方地位有所弱化，结构性流动性短缺框架亟待重新建立，央行每日 100 亿 OMO 的投放旨在维持政策利率的基准性。但若通过正回购等工具回笼基础货币，则会对资金面释放过紧信号，反而会加剧资金利率的波动。因此，现阶段货币政策操作“一动不如一静”。

综上所述，对于 5 月份资金面，我们认为总体将维持紧平衡态势。在多重因素冲击下，金融机构超储消耗压力加大，央行贷方地位有望得到重建，并将适度加大公开市场操作力度予以对冲，资金利率中枢较 4 月份有望进一步上行。

1.5、市场启示

对于债券市场而言，在经历前期一波下行之后，债券利率在 3.15% 已有筑底迹象，且 4 月 23 日和 25 日两日，债券利率出现一定调整，10Y 国债活跃券 200016.IB 上行至 3.18%，显示出在利率接近 1 月中旬低位时，市场对后续下行空间存在一定分歧，资金面的边际收敛即对债券市场造成了扰动。对于后续走势：

短期来看，下周面临月末和跨五一，资金利率边际上行，会对债券利率施加一定压力，10Y 国债利率回归至 3.2% 以上。

中期看，广义基金目前流动性较为充裕，配置热情有望延续，商业银行配置需求将平稳释放，配置端将为债券利率形成一定支撑。但 5 月份市场将面临缴税分红+政府债券供给高峰的压力测试，届时债券利率仍将承压，或将进一步上行至 3.2-3.3% 区间运行。

全年来看，6-7 月份是重大敏感时间点，市场将进入维稳阶段。2021 年利率大波段机会难以寻觅，全年 10Y 国债利率将维持 3.0-3.3% 的区间震荡。

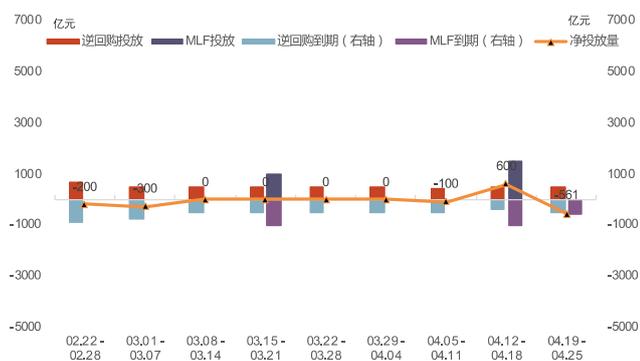
为此我们建议：对于尚未加大配置的机构而言，在全年收益考核目标下，后续应逐步加仓，特别是在利率回调之际更加坚定，票息策略相对占优。对于交易盘而言，在利率低频振荡且拐点尚未显现情况下，应以审慎操作为主。

2、上周市场流动性回顾

2.1、资金市场回顾

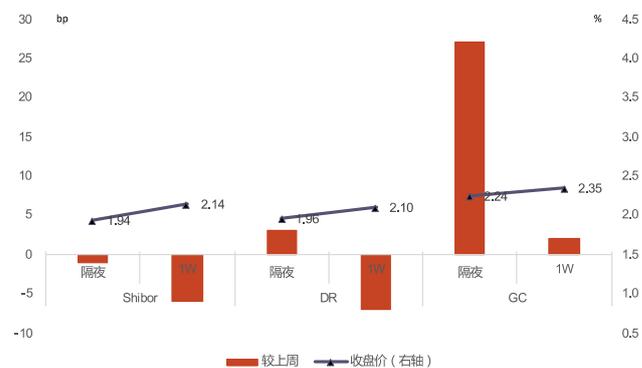
央行持续每日等额续作OMO。截止4月25日，央行开展500亿元逆回购，到期500亿元。TMLF到期561亿元，且央行已于前一周开展了1500亿元MLF进行对冲。截止4月23日，MLF余额为5.35万亿元。

图 18：央行持续每日等额续作 OMO



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年2月22日-2021年4月25日

图 19：银行间市场资金利率平稳运行



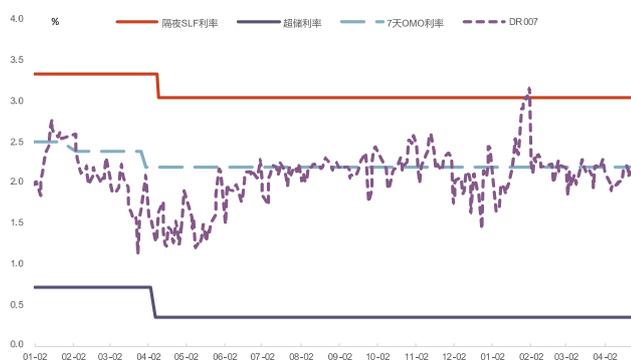
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年4月19日-2021年4月23日

银行间市场资金利率平稳运行，GC001 小幅冲高，截止 4 月 23 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.94%和 2.14%，较前一周分别上行 -1bp 和-6bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.96%和 2.10%，较前一周分别上行 3bp 和-7bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.24%和 2.35%，较前一周分别上行 27bp 和 2bp。

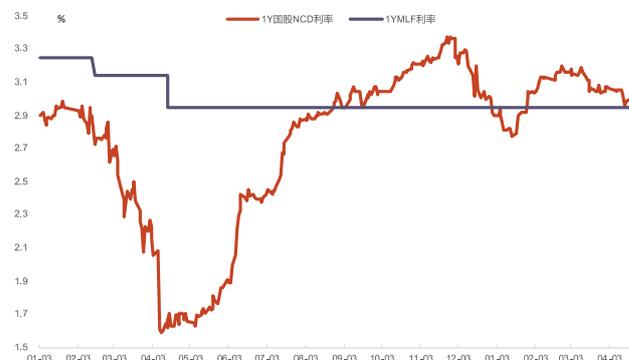
短端利率走廊形态持续稳定，中长端 1Y 国股 NCD 利率贴近 1Y-MLF 利率。上周 DR007 仍围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，短端利率走廊形态持续稳定。截止 4 月 23 日，1Y 国股 NCD 价格报 2.96%，高于 1Y-MLF 利率 1bp。

图 20：短端利率走廊形态持续稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月2日-2021年4月23日

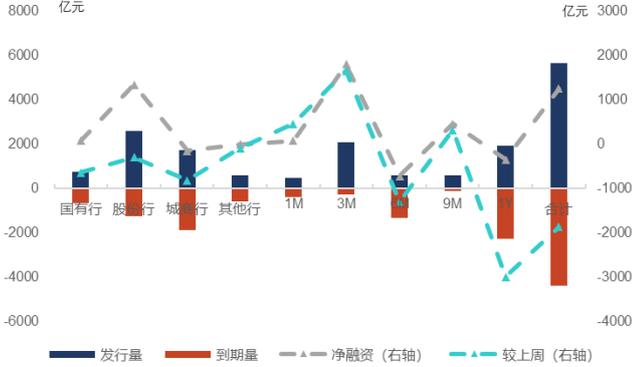
图 21：1Y 国股 NCD 利率贴近 1Y-MLF 利率



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2020年1月3日-2021年4月23日

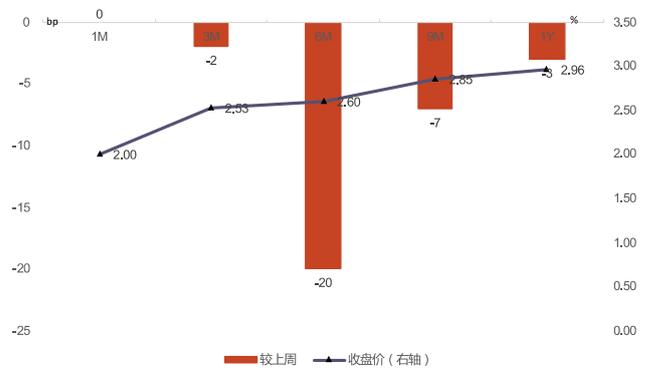
上周 NCD 净融资额为 1241 亿，较前一周增长-1869 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 69、1337 和 -156 亿，较前一周上升-648、-299 和-821 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别净融资 72、1789、-724、452 和-347 亿，较上周分别增加 456、1651、-1299、317 和-2994 亿。

图 22：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 4 月 19 日-2021 年 4 月 23 日

图 23：各期限 NCD 价格均有所下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 19 日-2021 年 4 月 23 日

各期限 NCD 价格均有所下行。截止 4 月 23 日，国股行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.00%、2.53%、2.60%、2.85% 和 2.96%，较前一周分上行 0bp、-2bp、-20bp、-7bp 和-3bp。城商行 1M、3M、6M、9M 和 1Y 分别为 2.49%、2.96%、2.96%、3.12% 和 3.34%，较前一周分别上行-5bp、6bp、-9bp、-10bp 和-3bp。

2.1、利率债市场回顾

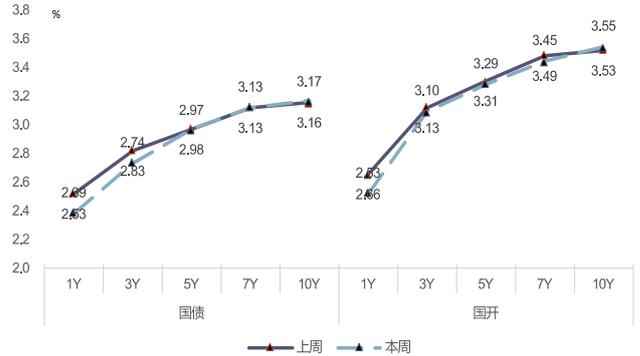
利率债净融资规模有所上升。截止 4 月 23 日，国债净融资 935 亿，较上周上升 2634 亿；国开债净融资 172 亿，较前一周上升 294 亿；地方债净融资 1614 亿，较前一周上升 1651 亿。

图 24：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 25 日-2021 年 4 月 23 日

图 25：收益率曲线趋于陡峭化



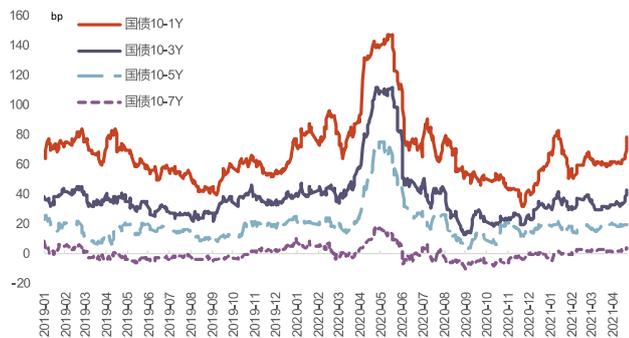
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 19 日-2021 年 4 月 23 日

收益率曲线趋于陡峭化。截止 4 月 23 日，国债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.39%、2.74%、2.97%、3.13% 和 3.17%，较上周分别上行-14bp、-9bp、-1bp、0bp 和 1bp。政金债 1Y、3Y、5Y、7Y、10Y 收益率分别为 2.53%、

3.10%、3.29%、3.45%和 3.55%，较上周分别上行-13bp、-3bp、-2bp、-4bp 和 2bp。

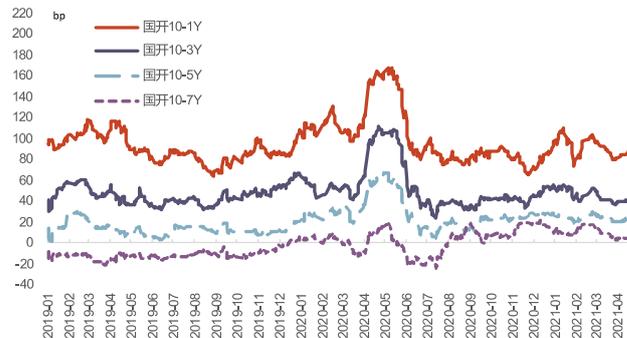
国开债期限利差平稳运行。截止 4 月 23 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 78bp、43bp、20bp 和 4bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 102bp、45bp、26bp 和 10bp。

图 26：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 23 日

图 27：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 23 日

3、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
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。

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