

行业研究

银行配债的 Δ EVA 临界点在哪？

——流动性周报（2021.11.01-2021.11.07）

2.75%的 Δ EVA 是对公贷款与债券资产配置性价比平衡点，此时对应的 10Y 国债利率为 3%，当 Δ EVA>2.75%时，债券资产的性价比更高。2018 年至今，债券与贷款的 EVA 之差（ Δ EVA）大体维持在 2-3%的区间内震荡，并形成了两阶段走廊：**第一阶段 Δ EVA 位于 2.0-2.5%，第二阶段 Δ EVA 位于 2.5-3.0%。**

(1) 理论上，当 Δ EVA 突破 2.75%时，债券资产的性价比将优于贷款。此时**对应的 10Y 国债利率在 3%左右，即当债券利率接近 3%时，对于银行而言，配置债券资产的性价比会更高。**

(2) 目前，10Y 国债利率大致处于 2.9%左右的水平，对应的债券与贷款 Δ EVA 处于 2.5-2.75%区间，此时信贷资产相较于债券资产性价比更高一些，对银行更具吸引力，这将对债券利率下行形成阻力。

跨月后央行为何放量投放 OMO。本周在 OMO 到期 1 万亿情况下，央行 OMO 每日投放从 100 亿到 500 亿再到 1000 亿，基本印证了我们的判断。

(1) 一般而言，月初国股银行（融出大行）司库日间流动性比较充裕，存贷板块、金市板块资金运用量比较小。但结合央行 OMO “罕见”月初放量，加之本周 NCD 净融资规模较大，我们推测可能 11 月初时点信贷投放力度并不弱。

(2) **稳定市场预期，也是货币政策的重要考虑目标。**历史上，**单周 OMO 到期万亿的情况，一共才出现过 2 次**（2016 年 3 月初、2020 年 2 月初），期间央行均采取了对冲方式逐步缓释到期。因为，若任凭这 1 万亿 OMO 到期而不适度对冲，不利于市场预期的稳定。

(3) **更为重要的，是我们此前提及的“短钱”与“长钱”的逻辑。**诚然，当前经济景气度下降需要维持货币环境的宽松，但有两点需要注意：一是在跨周期调控下，货币政策需要兼顾短期与中长期目标，让剩余的 9%法准率能够维系较长时期。二是今年**下半年宏观经济承压并非完全归因于总需求不足，能耗双控、疫情零散性蔓延、房地产去杠杆等供给端约束也是重要原因**，而货币政策主要着眼于刺激总需求，连续深度释放“长钱”不仅无法解决经济面临的结构性问题，而且会造成银行间市场资金淤积，推动金融资产价格大幅上涨，刺激加杠杆行为。因此，至少在年内，央行更倾向于通过“短钱”来呵护流动性（MLF 大概率等量续作），并通过再贷款等工具加强结构性调控，货币政策进一步宽松概率并不大。而**明年年初随着部分供给约束因素缓解（如新一年的能耗双控指标、年初开门红、地方政府换届落地），以及结构性流动性短缺框架运行一段时期后需要中长期资金的释放，届时货币政策则存在宽松空间，不排除央行实施一次降准政策。**

预计 10 月份新增贷款 8000-9000 亿。10 月份信贷投放呈现“总量尚可、结构欠佳、机构分化”特点，表现为：一是去年四季度央行加大了狭义信贷额度管控，而今年四度要求贷款同比多增，银行下半月冲量较为明显，预计新增人民币贷款有望达到 8000 亿。二是 929 房地产金融工作座谈会召开后，按揭贷款开始上量，国股大行扮演头雁效应，但城农商行的政策传导有所滞后。对公贷款表现弱于零售，实体经济融资需求不足问题依然突出，信用卡贷投放力度加大，票据融资有所冲量，但力度不及今年 7-8 月份。三是国有大行、江浙地区农商行信贷景气度较高，而股份制银行信贷投放偏弱，对公贷款出现负增长。

风险分析：“宽信用”力度不及预期，房地产企业现金流压力加大。

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

NCD 净融资：一个观测“宽信用”的有效指标——流动性周报（2021.10.25-2021.10.31）

“长钱”与“短钱”的信号意义——流动性周报（2021.10.18-2021.10.24）

9 月社融增速有望触底——流动性周报（2021.09.27-2021.10.10）

如何理解“推动 SLF 操作方式改革”——流动性周报（2021.9.20-2021.9.26）

年内降准窗口或已关闭——流动性周报（2021.9.13-2021.9.19）

9 月 MLF 或量稳价平，NCD 维持横盘格局——流动性周报（2021.9.6-2021.9.12）

社融增速触底“正在路上”——流动性周报（2021.8.30-2021.9.5）

8 月末票据利率为何大幅反弹？——流动性周报（2021.8.23-2021.8.29）

MLF 利率、LPR 为何始终“按兵不动”？——流动性周报（2021.8.16-2021.8.22）

下周 MLF、LPR 如何操作？——流动性周报（2021.8.9-2021.8.15）

1、银行配债的 Δ EVA 临界点测算

9 月份以来，债券利率逐步结束了长达两个月的 2.8-2.9% 区间震荡态势，开始出现上行。特别是在 10 月份 MLF 等量续作、Q3 金融统计数据发布会弱化 Q4 降准预期后，利率迎来大幅上行，并一度突破 3% 关口。

10 月下旬以来，在央行持续加大短端资金呵护、发改委强调煤炭价格存在继续回调空间降低 PPI 和通胀高企预期、市场对商务部文件的“误解”，以及宏观经济和地产行业压力加大降低风险偏好等因素共同作用下，10Y 国债利率回调至 2.9% 附近。

贷款利率方面，今年以来对公贷款利率呈现“倒 V”型走势，国股银行对公贷款利率在 4-5 月份为全年峰值，随后逐步回落降至 4.5% 左右，特别是在下半年宏观经济有所承压，融资需求走弱情况下，对公贷款利率会存在自发性下行压力。

那么在当前时点下，**银行资产配置策略该如何抉择，对信贷和债券资产的配置是否存在一个相对收益率的临界点/平衡点？**

1.1、银行配债性价比的静态测算

我们选取了对公贷款、按揭贷款、信用卡、普惠小微贷款、10Y 国债、10Y 国开债、5Y 地方债（AAA）、1Y 企业债（AAA）。从静态测算结果看：

(1) 住房按揭贷款因其“高定价、低不良、低资本占用”特点，EVA 水平高达 3.17%，在所有资产中处于最高水平。信用卡定价尽管较高，达到 7%，但其不良率偏高，使得 EVA（2.67%）略低于按揭贷款。

(2) 根据人民银行披露的数据，1-8 月份对公贷款平均利率为 4.63%，在货币政策整体处于正常化阶段，仅较去年 Q4 小幅提升 2bp，加之其资本占用成本、信用风险成本偏高，EVA 仅为 0.17%，明显弱于零售贷款，即目前对公贷款投放几乎不会创造经济价值。

表 1：银行信贷与债券资产的 EVA 比价效应

	对公贷款	住房按揭贷款	信用卡	普惠小微贷款	10Y 国债	10Y 国开债	5Y 地方债 (AAA)	1Y 企业债 (AAA)
平均资产收益率	4.63%	5.42%	7.00%	4.89%	2.90%	3.16%	3.04%	2.78%
平均负债成本率	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%	1.90%
税收成本率	0.94%	1.19%	1.67%	0.75%	0.00%	0.32%	0.00%	0.38%
增值税率	6.00%	6.00%	6.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.00%
所得税率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%	0.00%	25.00%	0.00%	25.00%
资本占用成本	1.74%	0.87%	0.87%	1.31%	0.00%	0.00%	0.35%	1.74%
风险权重	100.00%	50.00%	50.00%	75.00%	0.00%	0.00%	20.00%	100.00%
ROE	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
CAR	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%	14.50%
信用风险成本	2.10%	0.30%	1.90%	5.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
存款派生收益率	0.33%	0.11%	0.11%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EVA	0.17%	3.17%	2.67%	-2.58%	2.90%	2.85%	2.69%	0.66%

资料来源：各类资产平均资产收益率、平均负债成本率、增值税率、所得税率、风险权重、ROE、CAR 数据均来自 Wind、央行和银保监会官网，税收成本率、存款派生收益率和 EVA 由光大证券研究所整理测算。

(3) 债券投资方面，10Y 国债收益率目前为 2.90%，考虑到国债的免税效应、零资本占用和信用风险成本，使其 EVA 水平与名义收益率保持一致，在银行各类资产中仅次于住房按揭贷款。其他债券类资产中，国开债、地方债 EVA 水平同样维持在 2.7-2.9% 区间，具有一定的性价比。

因此，仅从目前银行各类资产 EVA 比较效应的静态测算结果来看，**利率债（国债+国开+地方债）配置的性价比并不差，介于按揭贷款与对公贷款之间，与信用卡 EVA 基本接近。**

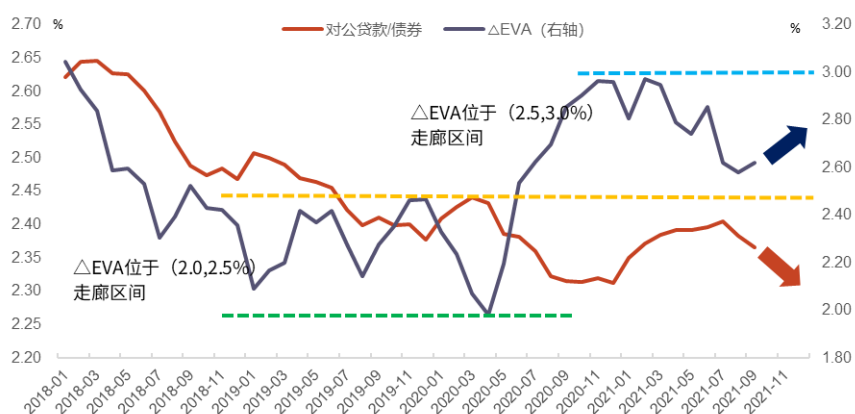
1.2、银行配债性价比的动态测算

需要强调的是，EVA 只是银行资产配置行为的参考变量之一，银行不会仅因为债券资产的 EVA 高于贷款，就开始加大债券配置力度。对于银行资产负债摆布而言，在信贷和债券两类资产中进行决策，除参考 EVA 以外，还需要综合考虑国家政策导向、监管要求、资产业务带来的一揽子综合收益，以及开展投资业务的能力等等。

因此，判断银行配置行为较为合理的方法，是将 EVA 与资产结构变迁的历史轨迹有机结合，动态测算银行配置贷款和债券资产的 EVA 平衡点。

我们构造 Δ EVA 指标，且 Δ EVA=10Y 国债 EVA-对公贷款 EVA，对公贷款/债券则衡量的是银行资产配置偏好。考虑到按揭贷款受政策调控影响较大，银行在资产配置的选择上，不会过度参考 EVA 比价效应。例如，今年随着房地产调控政策的从严，按揭贷款受控增长，但按揭利率却逐步上行（近期随着房地产融资政策的“松绑”，部分地区房贷利率有所下调）。因此，我们在动态测算过程中，仅考虑对公贷款与债券投资的配置选择。具体复盘如下：

图 6：银行基于 EVA 比较效应配置对公贷款与债券资产的情况



资料来源：Wind，光大证券研究所测算

(1) 在 2018 年年初， Δ EVA 位于 3% 的高位时开始下行，对公贷款/债券同步处于下行通道，并持续半年时间。而 2018 年上半年政府债券净融资规模不足 1.5 万亿，与近年同期相比规模偏小，此时银行配债力度加大，与政府债券 EVA 较高性价比有关。当然，当时市场刚刚经历长达一年半的“紧货币、强监管”政策环境，信用收缩较为明显，也导致 2018 年 Q1 信贷和社融增长相对乏力。

(2) 2019 年开始， Δ EVA 进入震荡区间，并自 2020 年 Q2 开始 Δ EVA 降至 2% 左右后触底反弹，对公贷款/债券则进入下行通道。这一方面与债券资产

性价比比较信贷资产提升有关，另一方面也受到政府债券供给放量以及 Q4 信贷受控增长的影响。

(3) 去年年末和今年年初， ΔEVA 再度上行至 3% 左右。但今年以来政府债券供给节奏的滞后，使得银行存在较强的“欠配”情况，债券配置力度偏弱，使得对公贷款/债券进入上行通道，而 ΔEVA 则在 3% 见顶后趋于回落，此时供给力量仍发挥主导作用。

从上述复盘不难看出，2019 年以来，**对公贷款/债券与 ΔEVA 之间呈现明显反向运动趋势，两者的相关性系数为 -0.74**。即，当 ΔEVA 走高时，意味着国债性价比比较对公贷款更高，此时对公贷款/债券处于下行通道，银行资产配置开始逐步向债券资产倾斜，反之则向对公贷款倾斜。

1.3、 银行配债的 EVA 临界点在哪？

那么市场也比较关心另外一个问题，即仅从对公贷款而言， **ΔEVA 是否存在一个临界点 α ，当 $\Delta EVA > \alpha$ 时，银行应加大对政府债券的配置力度，反之则应适度减仓。**

基于历史走势可以看到，2018 年至今， ΔEVA 大体维持在 2-3% 的区间内震荡，并形成了两阶段走廊：

第一阶段 ΔEVA 位于 2.0-2.5%：2019 年货币政策处于正常化、政府债券供给节奏相对平稳时期， ΔEVA 维持在 2.0-2.5% 区间震荡，且在 ΔEVA 逼近 2.5% 的过程中，银行会逐步加大债券配置力度。

第二阶段 ΔEVA 位于 2.5-3.0%：2020 年年初央行加大逆周期调控力度，下调政策利率 30bp（其中 1Y-LPR 下调 30bp，5Y-LPR 下调 10bp），并于 Q2 推出 MPA 点差考核，使得贷款利率出现大幅下行。

但从 5 月份开始，随着货币政策回归正常化，金融市场利率触底上行，导致 ΔEVA 同步大幅回升，并突破了前期 2.5% 上限，一度上行至 3% 触顶，形成了新的走廊。今年春节后，债券利率持续下行，使得 ΔEVA 触顶回落并一度降至 2.5%，**这一点位处于近 2018 年以来 ΔEVA 运行上下限的中位数，也回落至 2020 年以来 ΔEVA 所形成新走廊的底部。**

后续来看：

一方面，年内在没有降准或降息等“意外政策”推出情况下，随着房地产融资政策“松绑”、监管引导银行加大信贷投放，结构性宽信用预期会对债券利率形成一定支撑。而短期波动方面，很显然，面对宏观经济下行压力、地产风险持续发酵情况下，央行更倾向于通过“短钱”投放呵护流动性，让市场在结构性流动性短缺框架下运行，此时在负债端，“短钱放量”与“风险偏好下降”占据了主导地位。我们倾向性认为，尽管利率近期有所下行，但 2.8% 作为年内利率底部应较为明确。

另一方面，今年 Q2 以来，对公贷款利率运行已显疲态，在融资需求走弱、监管鼓励银行加大信贷投放力度情况下，供需矛盾加大，使得对公贷款利率本身就存在下行压力。

据此我们推断：

(1) 未来 ΔEVA 有望维持在 2.5-3.0% 区间运行，**其中 3.0% 应是债券配置的最优点位，而 2.5% 则是对公贷款配置最优点位。**

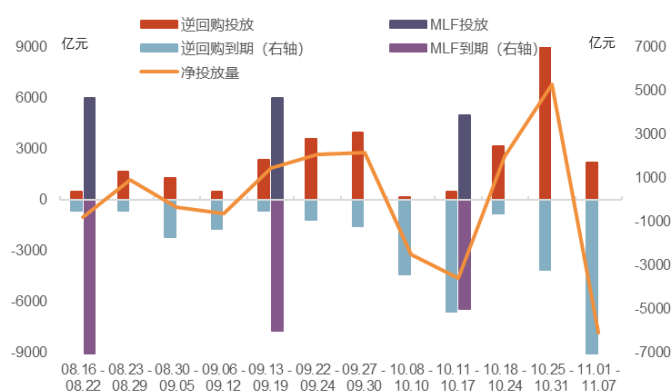
(2) 在 2.5-3.0%的走廊区间内，我们不妨将 2.75%作为对公贷款与债券配置的平衡点，当 Δ EVA 突破 2.75%时，债券资产的性价比将优于贷款。由于贷款利率较金融市场率“阻尼系数”更强，假定新发放的对公贷款利率依然维持在目前水平，那么 2.75%的 Δ EVA 对应的 10Y 国债利率在 3%左右。换句话说，当债券利率达到 3%时，对于银行而言，债券资产配置性价比会更高。

(3) 目前，10Y 国债利率大致处于 2.9%左右的水平，对应的债券与贷款 Δ EVA 处于 2.5-2.75%区间，此时信贷资产相较于债券资产性价比更高一些，对银行更具吸引力，这将对债券利率下行形成阻力。

2、资金市场

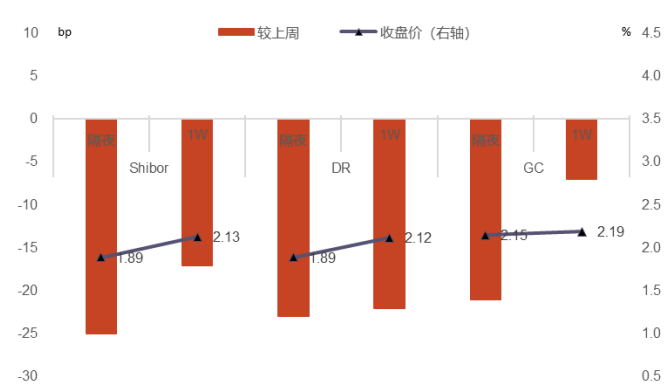
月初逆回购放量操作。本周 OMO 到期 1 万亿，央行采取递进式加码进行对冲，投放规模从每日 100 亿增加到 500 亿，最后增加至 1000 亿，累计投放 2200 亿，净回笼 7800 亿。

图 1：逆回购操作逐级加码，维护流动性合理充裕



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 16 日-2021 年 11 月 7 日

图 2：跨月后短端利率明显下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 1 日 -2021 年 11 月 5 日

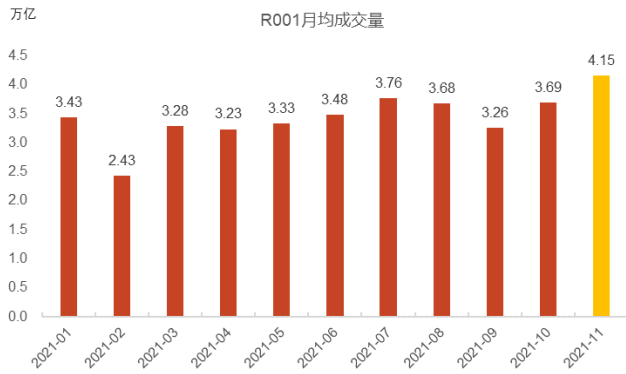
下一周影响资金面的主要因素包括：

- (1) 下周 OMO 陆续到期 2200 亿，料央行继续缩量续作 OMO 维稳资金面。
- (2) 10 月 16 日将有 8000 亿 MLF 到期，预计央行采取等量续作方式对冲，中标利率维持 2.95%不变。
- (3) 下周政府债券计划净融资-257 亿，供给节奏或适度放缓，暂不会对资金面造成额外压力。

跨月后短端利率明显下行。月初时段市场流动性转松，机构资金需求较月末明显下降。此外，央行周内逐渐提升逆回购到期对冲力度，本周虽有 7800 亿资金净回笼，短端利率仍呈稳中下行趋势。截至 11 月 5 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别录得 1.89%和 2.13%，较上周分别下行 25bp、17bp。
- (2) DR001 和 DR007 录得 1.89%和 2.12%，较上周分别上行 23bp、22bp。
- (3) GC001 和 GC007 录得 2.15%和 2.19%，较上周分别下行 21bp、7bp。

图 3：月初 R001 成交量再度突破 4 万亿关口



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月-10月，11月1日-5日

图 4：银行 NSFR 测算结果

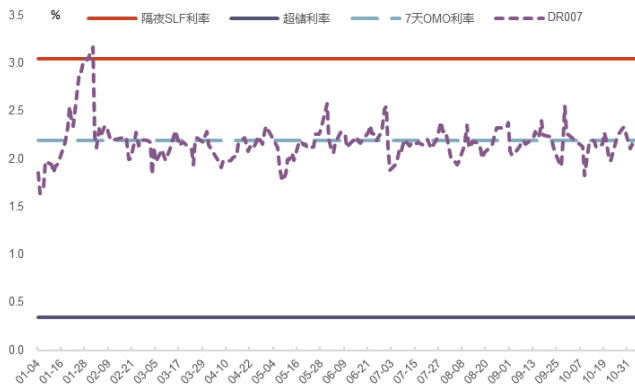


资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2020年7月-2021年9月

R001 成交量再度突破 4 万亿关口。跨月后银行体系流动性相对充裕，而央行在月初“罕见”放量投放 OMO，短端资金利率均有下行，R001 成交量明显走高，11 月 4 日录得 4.45 万亿，逼近年内高点。本周 R001 日均成交量为 4.15 万亿，较上周多增 5500 亿，非银加杠杆意愿回升迅速，市场需关注杠杆率提升造成的资金面脆弱性增加。

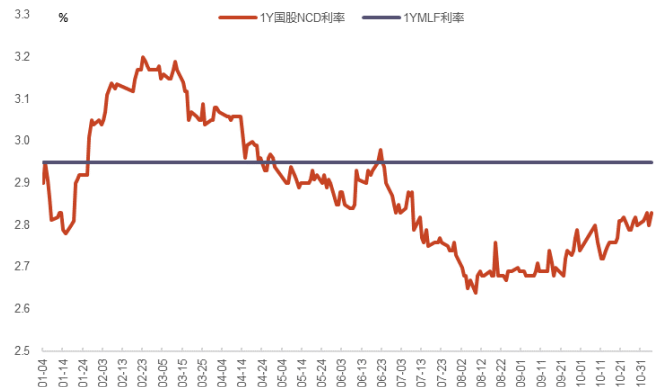
1Y 国股 NCD 利率小幅上行。股份行 NCD 利率较上周录得小幅上行，城商行存单利率有所回调。截至 11 月 5 日，1Y 国股行 NCD 利率为 2.83%，较上周小幅上行 3bp，与同期 MLF 利差收窄至 12bp。1M、3M、6M、9M 各期分别较上周上行-10bp、7bp、15bp、0bp 至 2.15%、2.57%、2.75%和 2.65%。城商行 9M 期存单利率上行 7bp 至 3.03%，剩余 1M、3M、6M、1Y 期利率分别下行 4bp、5bp、10bp 和 11bp 至 2.39%、2.74%、2.93%和 3.10%。

图 5：短端利率走廊形态维持稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月4日-11月5日

图 6：1Y 国股 NCD 自 2.8%点位小幅震荡上行

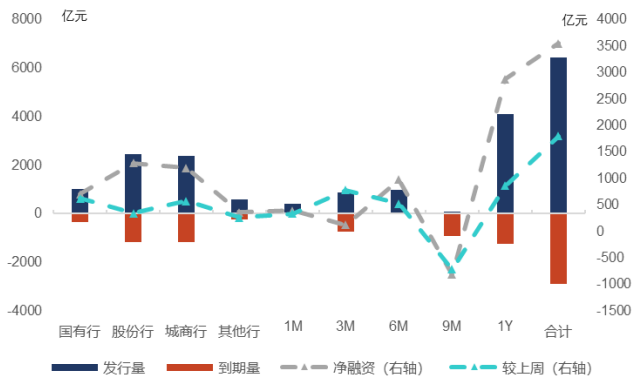


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月4日-11月5日

同业存单发行维持较高强度。进入 11 月，同业存单供给依然维持了较高强度，本周 NCD 净融资为 3555 亿，较上周多增 1801 亿，股份行、城商行是存单供给主力，净融资分别较上周提升 345 亿、572 亿至 1288 亿和 1198 亿。分期限看，6M、1Y 存单周内净融资 977 亿、2874 亿，较上周多增 523 亿、867 亿。3M 期存单由于可以实现跨年，净融资量较上周多增 785 亿至 126 亿，9M 期存单发行相对疲软。

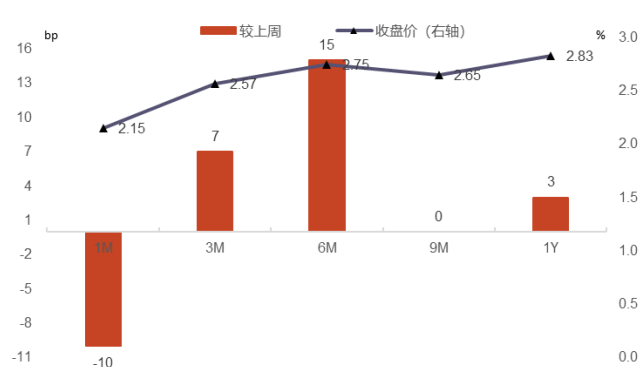
我们在《NCD 净融资：一个观测“宽信用”的有效指标》中强调，在结构性流动性短缺框架下，银行信贷投放会通过日间流动性和流动性监管指标两个渠道，传导至 NCD 端，进而促使司库加大 NCD 发行需求。**10 月份以来，NCD 发行开始明显放量，也预示着信贷投放力度同步加大。**

图 7：同业存单发行再度放量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 1 日-2021 年 11 月 7 日

图 8：国股行 NCD 发行利率有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 1 日-2021 年 11 月 5 日

存单备案额度方面，国有行、股份行、城商行、农商行年内剩余额度分别为 0.65、1.38、2.12 及 1.14 万亿。其中，国股行 NCD 余额为 8.16 万亿，对于备案额度的使用比例已达到 80%，超过了 2020 年全年水平。

表 2：各类银行 NCD 备案额度使用情况（万亿元）

	2021 年备案额度	截至 11 月 6 日 余额	年内剩余额度	年内到期	年内发行上限
国有银行	3.44	2.79	0.65	0.38	1.03
股份制银行	6.75	5.37	1.38	1.21	2.59
城商行	6.16	4.04	2.12	1.17	3.29
农商行	2.12	0.98	1.14	0.28	1.42
民营银行	0.04	0.03	0.01	0.01	0.02
外资银行	0.23	0.11	0.12	0.06	0.18

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、政府债券

政府债券供给维持一定强度。本周政府债券净融资规模为 1847 亿，较上周少增 3133 亿，下周将有 2084 亿政府债券到期，计划发行额为 1828 亿，净融资预计-257 亿。其中，国债预计到期 1676 亿，计划发行 1390 亿，净融资为-286 亿；地方政府债将到期 409 亿，计划发行 438 亿，净融资预计为 29 亿。

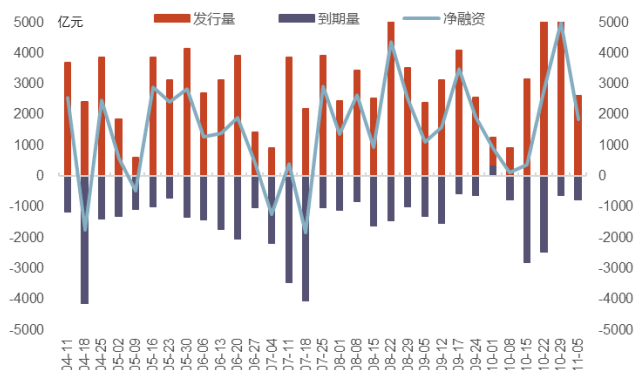
表 3：2021 年政府债券发行进度与到期情况

亿元	2021 年 净融资限额	截至 11 月 7 日 累计净融资	使用进度	剩余净融资额 度	年内预计到期	年内发行上限
国债	27500	16812	61.13%	10688	5816	16504
地方政府债	44700	39553	88.49%	5147	1144	6291

资料来源：财政部，Wind，光大证券研究所

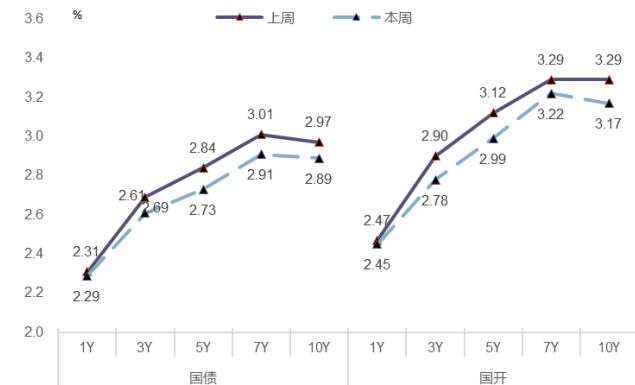
截至 11 月 6 日，国债和地方政府债发行进度分别为 61% 和 88%，低于去年同期国债及地方债发行进度 75%、92%，年内剩余净融资额度分别为 1.07 万亿和 5147 亿。

图 9：政府债券供给维持一定强度



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 11 日-2021 年 11 月 7 日

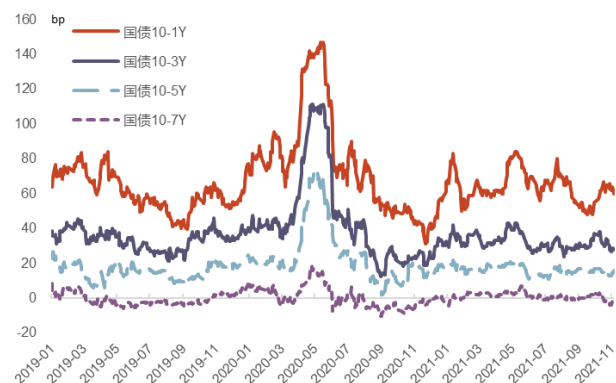
图 10：国债、国开债收益率震荡下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 1 日-2021 年 11 月 5 日

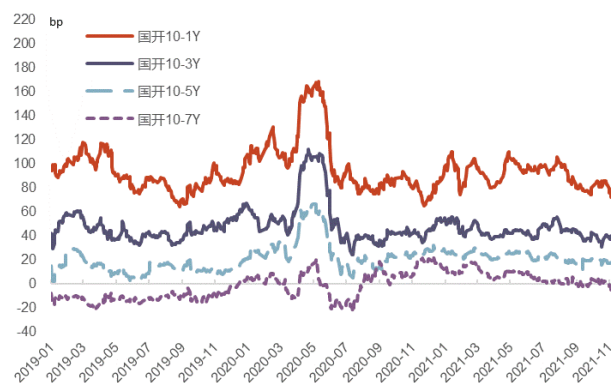
国债、国开债收益率震荡下行。截至 11 月 5 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.29%、2.61%、2.73% 和 2.89%，较上周分别下行 2bp、8bp、11bp、8bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.45%、2.78%、2.99% 和 3.17%，较上周分别下行 2bp、12bp、13bp、12bp。

图 11：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 11 月 5 日

图 12：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 11 月 5 日

本周 10Y 国债收益率震荡向下突破 2.9%，主要驱动因素在于央行持续加大短端资金呵护、煤炭价格回落降低 PPI 和通胀高企预期、市场对商务部文件的“误解”，以及宏观经济和地产行业压力加大降低风险偏好等。具体而言：

(1) 本周政府债券供给力度趋缓，净融资规模较上周大幅下降，资产端对利率的挤压有所缓释。

(2) 央行跨月后“罕见”递进式加码逆回购，使得流动性较为宽松，短钱逻辑依然占据主导地位。

(3) 经济下行压力有所凸显，10 月 PMI 为 49.2%（前值 49.6%），其中生产指数月环比下行 1.1 个百分点，形成最大拖累，供需两弱较为明显。近期煤炭价格走低使得通胀预期减弱，韩正副总理再次强调要多渠道增加电煤和天然气

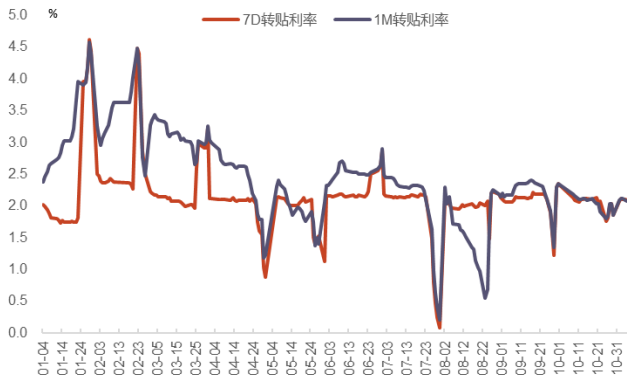
供给，继续抓好电煤保供稳价，内蒙古、山西等多地煤企均主动下调坑口售价至每吨 1000 元以下。受此影响，市场对宏观经济有从“滞”向“退”切换的预期。

(4) 近期全国多个省市出现零散新冠确诊病例，加之地产风险持续发酵，监管部门对于封闭资金管理的从严，锦恒财富产品逾期兑付，进一步引发市场对地产信用违约的悲观预期，地产债出现大幅下挫，市场风险偏好进一步下降。

4、 票据市场

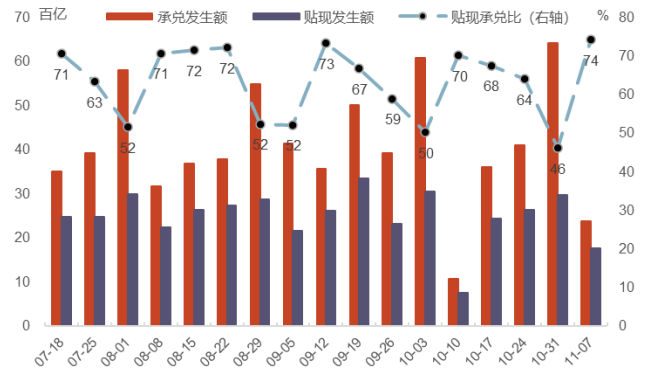
月初票据利率小幅震荡上行。截至 11 月 5 日，7D、1M 转贴利率分别录得 2.09%、2.07%，较上周分别上行 24bp、21bp。

图 13：月初票据利率小幅震荡上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2021 年 1 月 4 日-11 月 5 日

图 14：月初企业开票、贴现量大幅下降



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2021 年 7 月 18 日-11 月 7 日

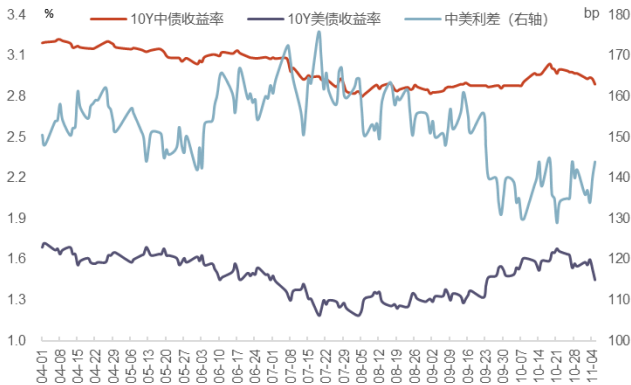
月初企业开票、贴现量大幅下降，贴现承兑比触底反弹。本周承兑、贴现发生额双走低，分别录得 2383 亿、1771 亿，较上周分别减少 4045 亿、1204 亿，贴现承兑比回升迅速，较上周提升 28 个百分点至 74.32%，创 6 月末以来新高。

回顾 10 月份票据利率走势，自国庆假日之后即开始缓慢下行，全月基本维稳在 1.8-2.0% 区间，但票据利率无论是波动幅度，还是最低点位，均明显不及三季度，这预示着 10 月份票据融资力度或弱于 7-8 月份水平。对于 10 月份信贷投放而言，总体呈现“总量尚可、结构欠佳、机构分化”特点，表现为：一是去年四季度央行加大了狭义信贷额度管控，而今年四度要求贷款同比多增，银行下半月冲量较为明显，预计新增人民币贷款有望达到 8000 亿。二是 929 房地产金融工作座谈会召开后，按揭贷款开始上量，国股大行扮演头雁效应，但城农商行的政策传导有所滞后。对公贷款表现弱于零售，实体经济融资需求不足问题依然突出，信用卡贷投放力度加大，票据融资有所冲量，但力度不及今年 7-8 月份。三是国有大行、江浙地区农商行信贷景气度较高，而股份制银行信贷投放偏弱，对公贷款出现负增长。

5、 美债利率

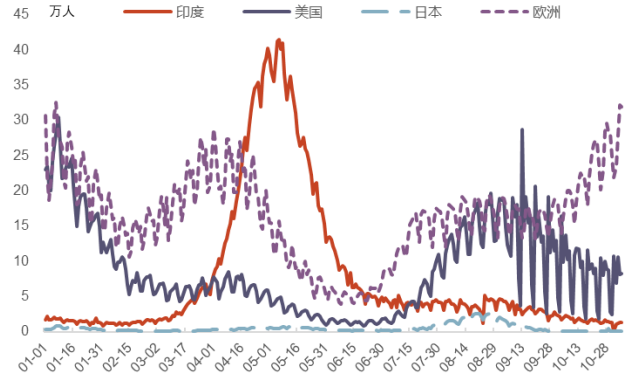
本周美债利率持续震荡下行。截至 11 月 5 日，10Y 美债收益率录得 1.45%，较上周下行 10bp，中美利差录得 144bp，较上周小幅走扩 2bp。

图 15: 本周美债利率持续震荡下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据时间: 2020 年 4 月 1 日-11 月 5 日

图 16: 美国日均新增新冠确诊病例数维稳 10 万例



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据时间: 2020 年 1 月 1 日-11 月 5 日

Taper 靴子落地，联储鸽派信号将美债利率驱动力引回基本面因素。11 月 4 日凌晨，美联储发布 11 月 FOMC 议息会议决议，将继续维持 0-0.25% 利率不变，并将于 11 月开启 Taper，每月减少 100 亿国债及 50 亿 MBS 债券购买，按照这一减量速度，**美联储将于 2022 年 6 月左右完成 Taper。**同时，鲍威尔在会后答记者问时，重点强调了两方面内容：

(1) 关于通胀。鲍威尔强调，供应链瓶颈、通胀都会延续到 2022 年，在这些问题得到改善后，通胀会有所回落，但时点不确定，可能是明年三季度或四季度。

(2) 关于加息。鲍威尔强调，现在并不是加息的好时机，需要等待就业市场进一步恢复，taper 并不构成对加息情况的指引，加息所需达到的经济条件更为严苛。总体来看，美联储淡化了加息预期。

表 4: 美债利率的拆解结果 (bp)

日期	△10Y 美债利率	△10Y 美债实际利率	△通胀预期
9 月 27 日-10 月 1 日	0	-3	3
10 月 4 日-10 月 8 日	12	0	12
10 月 12 日-10 月 15 日	0	-7	7
10 月 18 日-10 月 21 日	7	-3	10
10 月 25 日-10 月 29 日	-9	6	-15
11 月 01 日-11 月 05 日	-13	-17	4

资料来源: Wind, 光大证券研究所

从美债利率拆解结果看，本周美债名义利率下行 13bp，其中通胀预期上行 4bp，实际利率下行 17bp，即美债利率开始逐步回归基本面因素主导。

目前，10Y 美债收益率已回落至 1.45% 的水平，较前期高位回落幅度超过 20bp。对于后续走势：

一方面，参考 2013 年的规律，taper 落地之后，美债利率会趋于回落，即在市场充分预期情况下，taper 已不构成美债利率的主要决定因素。

另一方面，当前美国宏观经济运行呈现“供给弱、需求旺”的特点，这也是通胀高企的重要原因。后续随着美国供应链的逐步恢复，供需缺口趋于平衡，因此通胀预期不会有进一步上行空间。

最后，鲍威尔在议息会议后也强调，加息面临着更为严格的条件，需要看到就业市场的进一步恢复。而美国 10 月份的失业率和劳动参与率分别为 4.6%、61.6%，距离疫情前 3.5%、63.3%水平仍有一段距离，10 月份非农新增 53.1 万人，尽管较 8-9 月份有所改善，但其可持续性仍有待观察。

基于此，我们认为，美联储加息的前期条件，更多取决于美国劳动力市场的运行状态，即回归至疫情前的充分就业状态（鲍威尔也给了相应的参考指标，如失业率、劳动参与率等），市场目前对于 2022 年美联储加息 1-2 次的预期略偏乐观。在此情况下，美联储的货币政策操作也采取“步步为营、边走边看”的策略，在 taper 落地之后，叠加美债利率逐步回归基本面主导，料后续上行动能较为有限。

5、风险分析

“宽信用”力度不及预期，房地产企业现金流压力加大。

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