

行业研究

碳减排支持工具适宜“小火慢炖”

——流动性周报（2021.11.15-2021.11.21）

碳减排支持工具适宜“小火慢炖”，流动性释放预期应保持克制。对于近期央行推出的碳减排支持工具，市场存在两个方面的预期：一是对于碳减排工具规模预期较高，认为将大幅度形成基础货币投放；二是认为绿色领域投资可能因为该工具推出而大幅度增加，从而形成“宽信用”和拉动经济增长的重要力量。我们认为，对于碳减排工具的政策操作与效果，需要客观理性看待，不宜预期过高。“小火慢炖”既反映流动投放的渐进性，也代表该工具仍具有试点性。

①碳减排支持工具对流动性投放影响，可以参考TMLF和普惠再贷款投放历史经验，均为分次实施，可能会按季发放，金融机构对季度内新发生的合格信贷投放，先贷后借，季初月份申请。

②料每季投放规模在1000~2000亿。市场之前很可能误读了可申请碳减排工具的贷款基数。碳减排重点领域目前仅限在清洁能源、节能环保和碳减排技术三个领域。其中清洁能源基本仅涵盖“设施建设和运营”环节，没有包括“装备制造”，即符合申请碳减排工具的贷款基数将远低于“绿色贷款”口径。

③碳减排工具的试点性可能体现在以下几个方面：a) 碳减排支持工具期限为1年，可展期两次，预计2022年全年为试点期，后续是否会成为常态化货币政策工具仍需观察；b) 现阶段主要是以21家全国性银行为主，后续是否扩展到中小银行仍需观察；c) 碳减排重点领域较窄，后续碳减排领域是否扩围仍需观察；d) 碳减排量可核算是需要重点考虑的因素，现阶段需要银行体系把控并接受监督。

④首批碳减排支持工具很可能年内12月投放。鉴于碳减排支持工具今年以来已经被市场充分预期、持续发酵，同时对绿色金融定向支持也是年初已经确定的政策。因此，**今年12月首批碳减排支持工具就有可能落地，提供的贷款明细台账会适度向前追溯，进入2022年再转入每季操作。**

2021~22年碳减排支持工具料共释放资金在5000~9000亿量级。我们前期报告《碳减排支持工具影响几何？》中，基于普惠小微贷款余额与四类再贷款余额比例，测算了碳减排支持工具释放的资金规模。现根据投放节奏再行测算：

(1) 假设今年Q3绿色贷款新增8600亿，绿色贷款增速25%，其中满足碳减排重点领域的贷款占比约7-15%。假定新发生规模与到期规模为1:1，则Q3碳减排重点领域贷款新发生规模约1200~2500亿。若首批碳减排支持工具发放时点为年末，且贷款明细追溯至下半年，则2021年最大释放的资金规模为2500亿×2×60%=3000亿。

(2) 若第二批按季申请，则合计释放资金规模为2500亿×60%×4=6000亿。

下周影响资金面的主要因素包括：(1) 政府债券计划净融资1578亿，连续两周实现多增，且较前一周增加约500亿。(2) 截至11月20日，央行留存于银行体系的OMO规模为2100亿，下周OMO到期2100亿，届时需要观察央行如何操作。(3) NCD到期5604亿，若按照11月份以来，银行单周2500亿净融资均值计算，下周银行NCD续作规模或达到8000亿，创年内单周发行新高，届时NCD利率或面临一定压力。

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

当R001成交量突破4.5万亿——流动性周报（2021.11.08-2021.11.14）

银行配债的EVA临界点在哪？——流动性周报（2021.11.01-2021.11.07）

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）

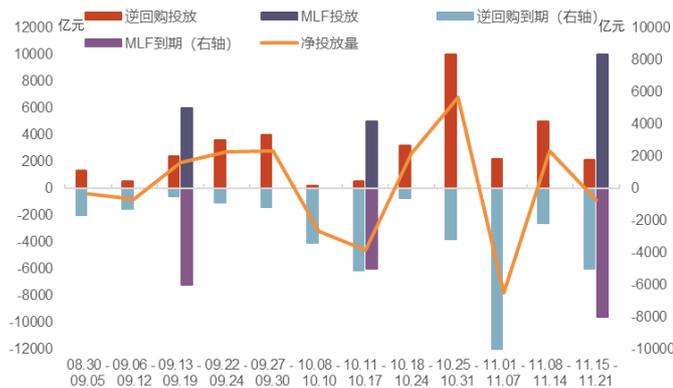
社融增速触底“正在路上”——流动性周报（2021.8.30-2021.9.5）

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

1、资金市场

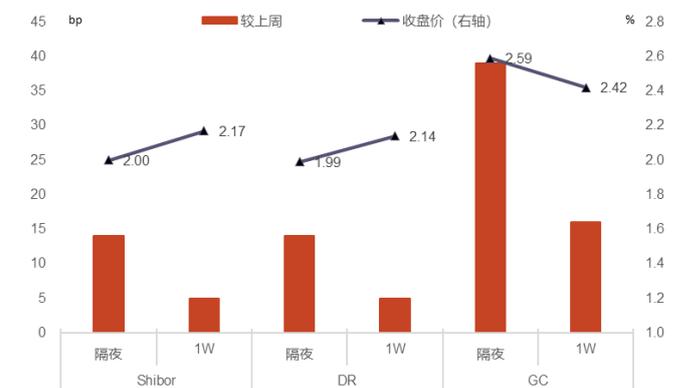
MLF 万亿续作对冲到期，逆回购操作适度放量。15 日，央行开展 1 万亿 MLF 操作提前等量平价对冲本周及下周两次到期，同前期预测基本一致。短端流动性保持合理充裕，16-19 日，央行再度将单日 OMO 规模提升至 500 亿，平抑周内缴税高峰及专项债放量发行对流动性短期干扰。本周逆回购累计投放 2100 亿，到期 5000 亿，净回笼 2900 亿。

图 1：MLF 万亿续作对冲到期，逆回购操作适度放量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 30 日-2021 年 11 月 21 日

图 2：银行体系短端利率显著上行



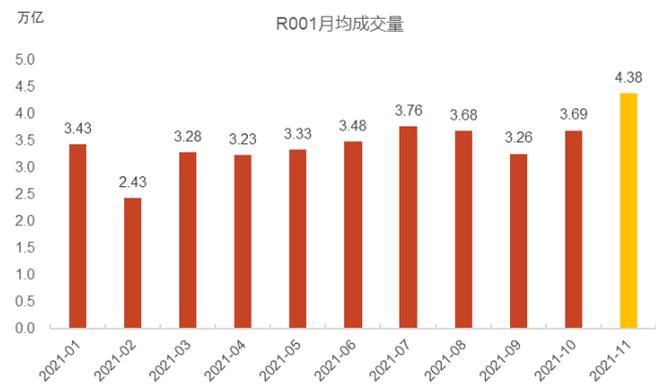
资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 15 日-2021 年 11 月 19 日

未来影响资金面的主要因素包括：

- (1) 政府债券计划净融资 1578 亿，连续两周实现多增，且较前一周增加约 500 亿。
- (2) 截至 11 月 20 日，央行留存于银行体系的 OMO 规模为 2100 亿，下周 OMO 到期 2100 亿，届时需要观察央行如何操作。
- (3) NCD 到期 5604 亿，若按照 11 月份以来，银行单周 2500 亿净融资均值计算，下周银行 NCD 续作规模或达到 8000 亿，创年内单周发行新高，届时 NCD 利率或面临一定压力。

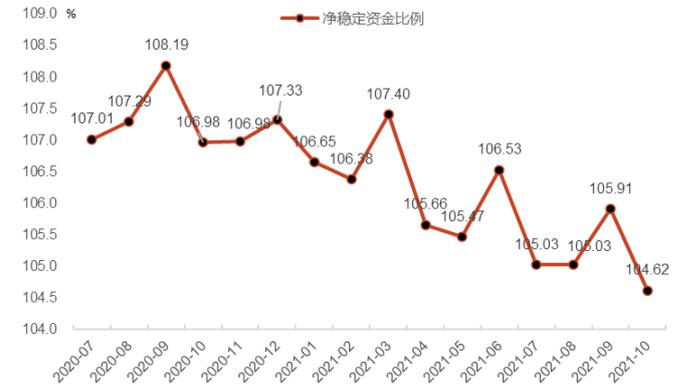
银行体系短端利率有所上行。截至 11 月 19 日：(1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别录得 2.00%和 2.17%，较上周分别上行 14bp、5bp。(2) DR001 和 DR007 录得 1.99%和 2.14%，较上周分别上行 14bp、5bp。(3) GC001 和 GC007 录得 2.59%和 2.42%，较上周分别上行 39bp、16bp。

图 3：R001 成交量持续走高



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-10 月，11 月 1 日-19 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 10 月

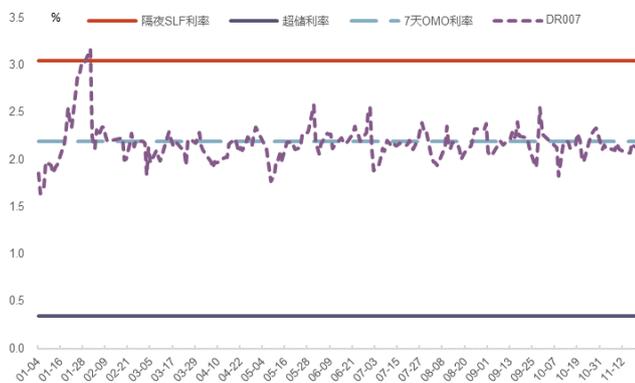
R001 成交量持续走高，周内突破 4.65 万亿关口，创年内成交量新峰值。本周隔夜及 7D 期 DR、GC 等资金利率虽有所上行，但整体仍维持在合理区间内，短端利率走廊形态稳定。同时，央行“OMO+MLF”组合操作适时放量，流动性整体合理充裕。非银机构加杠杆融资需求易上难下，R001 成交量一路走高，本周日均成交量录得 4.53 万亿，较上周多增 8000 亿，月初至今日成交量冲高至 4.38 万亿。

10 月份银行 NSFR 为 104.62%，延续震荡下行态势。初步测算，10 月份银行 NSFR 为 104.62%，较 9 月份季节性回落 1.3 个百分点，主要与季初月份存款下滑有关（10 月份一般存款下降 1.8 万亿）。10 月份 NSFR 较 7 月份同样下滑 0.41 个百分点。NSFR 形成拖累的主要因素，在于负债结构变化，10 月份同业负债增长 1.38 万亿，较 7 月份多增近 6800 亿，反映出在存款增长放缓情况下，银行明显加大了市场类负债的吸收力度，10 月份 NCD 净融资规模约 4500 亿，较 7 月份多增 2800 亿。

总体来看，NSFR 仍处在震荡下行通道，而随着“宽信用”的推进，银行司库年内对 NCD 发行需求较大，这将对 NCD 利率形成支撑。值得注意的是，考虑到 NCD 与 MLF 仍有约 20bp 利差，不排除部分银行司库为节省资金成本，通过缩量续作 MLF+放量 NCD 的方式，兼顾流动性与盈利，而部分股份制银行由于存款增长同业对标诉求较大、风险溢价偏高等原因，NCD 报价会高于同业平均水平。

1Y 国股 NCD 利率震荡走平。截至 11 月 19 日，1Y 国股行 NCD 利率录得 2.76%，与同期 MLF 利差录得 19bp，与上周基本持平。股份行中长期限存单改善 NSFR 性价比凸显，6M、9M 利率分别较上周上行 9bp、10bp 至 2.69% 和 2.75%，1M、3M 期下行 15bp、0bp 至 2.10%、2.60%。城商行各期存单利率波动不一，1M、3M、6M、9M、1Y 期利率分别上行 4bp、-5bp、5bp、-9bp、2bp 至 2.39%、2.79%、3.02%、3.05% 和 3.15%。

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 19 日

图 6：1Y 国股 NCD 利率震荡走平



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-11 月 19 日

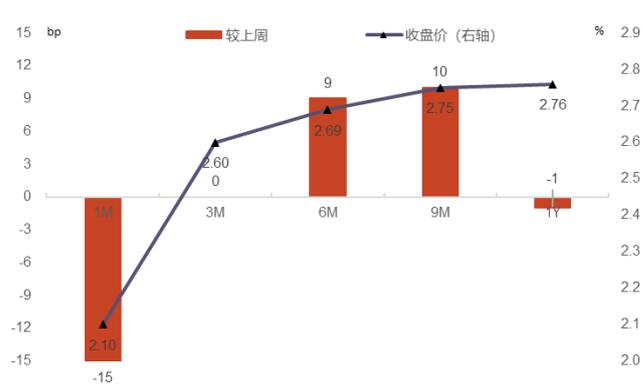
同业存单发行规模有所提升。本周存单净融资规模合计 2224 亿，较上周多增 661 亿，城商行、国有行为周内发行主力，净融资分别录得 972 亿、666 亿，较上周多增 811 亿、344 亿。股份行发行力度有所减弱，净融资为 517 亿，较上周减少 415 亿。分期限看，1Y 期仍为首选，净融资较上周多增 281 亿至 1770 亿。3M、6M 期发行量有所增长，本周净融资实现 322 亿和 318 亿，较上周多增 152 亿、16 亿。

图 7: 同业存单发行规模有所提升



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 11 月 15 日-2021 年 11 月 19 日

图 8: 股份行中长期存单性价比凸显



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 11 月 15 日-2021 年 11 月 19 日

从存单剩余备案额度看,截至 11 月 21 日,国有行、股份行、城商行、农商行发行进度分别为 83%、82%、68%和 48%,年内剩余额度分别为 0.58、1.21、1.98 和 1.11 万亿,年内城农商行存单仍有较大发行空间,后续发行节奏或将适当提速。

表 1: 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 21 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	2.86	0.58	0.33	0.91
股份制银行	6.75	5.54	1.21	0.95	2.16
城商行	6.16	4.18	1.98	0.91	2.89
农商行	2.12	1.01	1.11	0.22	1.33
民营银行	0.04	0.03	0.01	0.01	0.02
外资银行	0.23	0.10	0.13	0.04	0.17

资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、政府债券

政府债券供给强度有所提升。本周国债发行持续疲软,地方债供给规模显著提升,净融资规模分别录得-548 亿、1587 亿。政府债券整体净融资规模为 1039 亿,较上周多增 484 亿;下周计划发行 1955 亿,到期 376 亿,净融资预计录得 1578 亿,其中,国债-300 亿,地方政府债 1878 亿。

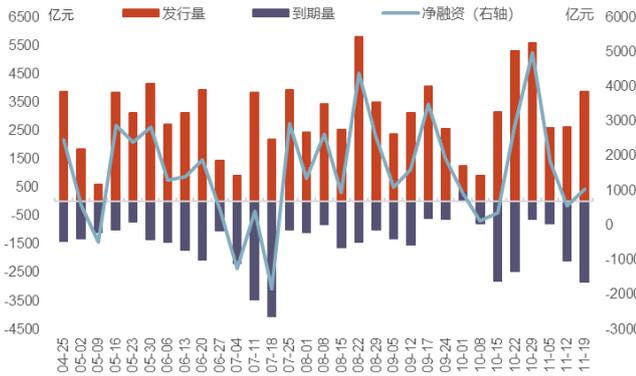
表 2: 2021 年政府债券发行进度与到期情况 (亿元)

亿元	2021 年净融资限额	截至 11 月 21 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	16791	61.06%	10709	1659	12368
地方政府债	44700	41168	92.10%	3532	396	3928

资料来源: 财政部, Wind, 光大证券研究所

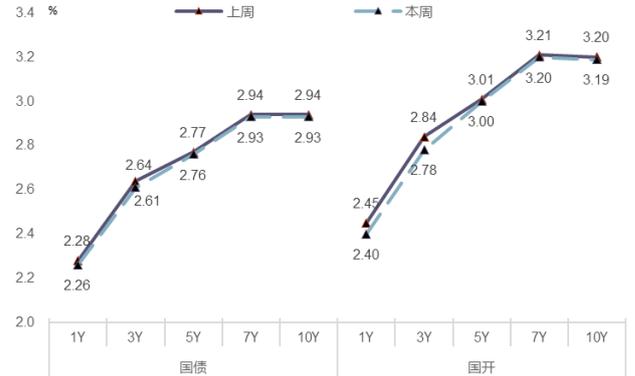
截至 11 月 21 日,国债、地方债发行进度分别达 61%和 92%,年内剩余净融资额度分别为 1.07 万亿和 3532 亿。本月末地方政府专项债预计能够按时发行完毕,国债发行节奏略有滞后,预计下月将集中放量。

图 9：政府债券供给强度有所提升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 4 月 25 日-2021 年 11 月 19 日

图 10：国债、国开债收益率小幅震荡下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 15 日-2021 年 11 月 19 日

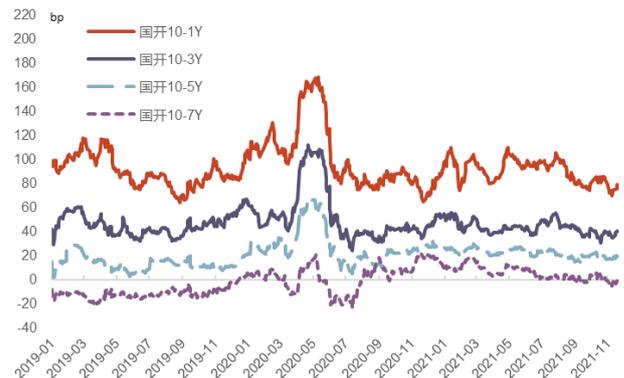
国债、国开债收益率小幅震荡下行。截至 11 月 21 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.26%、2.61%、2.76%和 2.93%，较上周分别下行 2bp、3bp、1bp、1bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.40%、2.78%、3.00%和 3.10%，较上周分别下行 5bp、6bp、1bp、1bp。

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 19 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 19 日

本周国债收益率在 2.91-2.93%震荡运行，大致受如下因素牵扯：

(1) 资金面仍以短线逻辑为主。央行本周续作万亿 MLF 对冲到期，同时适度提升逆回购操作规模，熨平缴税扰动，强化流动性合理充裕的市场预期。同时，周初部分投资者预期 11 月 LPR 报价可能出现下调，导致做多情绪有所升温。

(2) 房地产业投资销售数据走弱引发市场部分担忧。15 日，统计局公布 1-10 月全国房地产开发投资同比增速为 7.2%，低于 2019 年同期增速 (10.3%)；房屋新开工面积同比下降 7.7%，其中，房企土地购置面积同比下降 11%或为主要拖累因素。销售端亦未现“银十”，10 月 70 城新房价格指数环比下降 0.3%，创 2015 年一季度以来最大跌幅，行业产销修复仍待融资、政策环境进一步改善传导。

(3) 11 月 19 日周五受央行引导金融机构加大房地产开发贷投放的市场传言影响，国债利率出现一定幅度调整。

对于年内利率走势，我们认为将维持震荡态势：

(1) “宽信用”政策导向明确，“双碳”领域结构性定向工具再度加码。17日，国常会决议增设2000亿支持煤炭清洁高效利率专项再贷款，助力绿色低碳发展，预示年内降准\降息概率进一步降低。同时，房地产融资环境趋于友好，11-12月份住房按揭贷款增长有望进一步回暖，开发贷连续负增长的态势有望得到扭转，房地产融资同比多增概率大。

(2) 通胀短期仍将高位运行，PPI-CPI剪刀差难迅速收窄。央行发布三季度货币政策执行报告，指出四季度PPI涨幅受大宗价格走高、高耗能行业提价、低基数等影响将继续走扩；CPI或温和上涨，总体在合理区间内平稳运行。

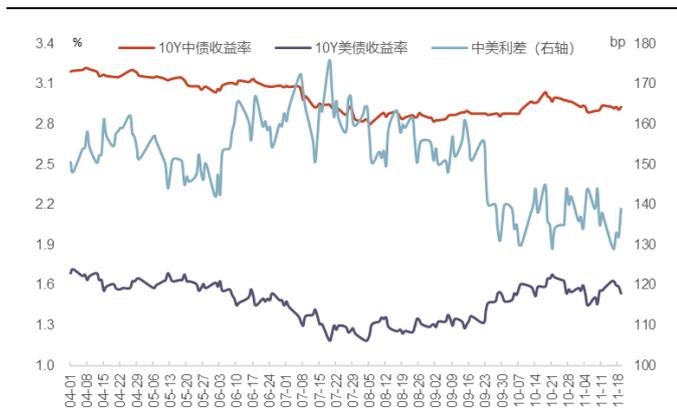
(3) 政府债券供给量仍偏多。专项债月底发行完毕，国债下月或集中放量。目前地方债发行进度已达90%，国债相对滞后，仍有较多剩余额度，预计12月或有集中放量机会，对利率形成一定支撑。

短期内，预计债市交易态度整体偏审慎，若无增量信息则难以突破关键点位，或在2.9-3.0%区间内窄幅震荡走平。

3、美债利率

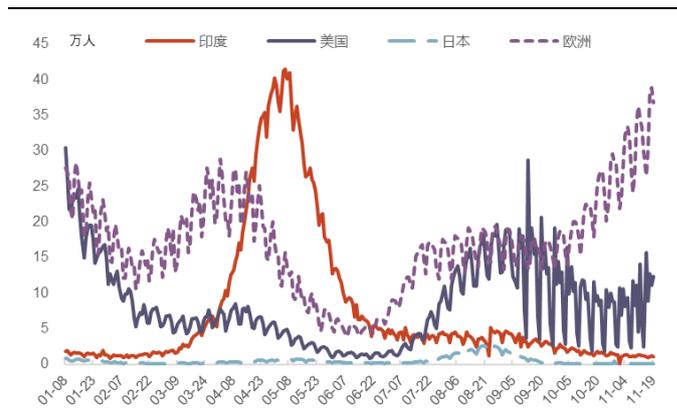
本周美债利率录得震荡下行。截至11月19日，10Y美债收益率录得1.54%，较上周下行4bp，中美10Y国债利差录得139bp，较上周走扩3bp。

图 13：本周美债利率录得震荡下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年4月1日-11月19日

图 14：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19日

油价下跌降温通胀预期，主导本周美债利率震荡下行。截至19日，美WTI原油期货结算价录得75.94美元/桶，周内跌幅6.11%，创10月以来最低收盘价。近日，国际能源署(IEA)亦表示油价上涨可能很快结束，机构数据显示，本月全球炼油厂原油日加工量将达8000万桶，较10月增长近3%，远高于今年前三季度平均水平。

从美债利率拆解结果看，本周10Y美债名义利率下行9bp，实际利率上行2bp，通胀预期下行11bp，主导名义利率走低。

表 3: 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
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
11月08日-11月12日	7	-4	11
11月15日-11月19日	-9	2	-11

资料来源: Wind, 光大证券研究所

此外, 美就业指标数据有所回落, 预期加息时点或再度推迟。上周初请失业金人数录得 26.8 万人, 前值 26.7 万人, 预期 26 万人, 这一指标连续六周压降后首次录得增加。芝加哥联储主席埃文斯表示, 预计明年 6 月 Taper 结束前不会加息, 且认为 2022 年加息必要性不明显。

根据 2013 年美联储 taper 落地后, 美债利率走势来看, 本轮 taper 之后, 美债利率或阶段性趋于回落。下周, 拜登将做出美联储主席任命提名, 市场普遍对鲍威尔连任呼声较高, 但若鸽派代表布雷纳德当选, 联储加息脚步或进一步减慢。

4、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
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的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