

行业研究

低波动的 DR001 与高企的回购杠杆

——流动性周报（2021.11.22-2021.11.28）

今年隔夜利率“稳定如一”的逻辑。观察今年3月份以来的DR001运行情况，在没有隔夜利率参考锚的情况下，**DR001的运行，实际上形成了以1.6%为下限、2.2%为上限的“隐性走廊”机制，而该机制得以维系，与央行锚定“价”、放弃“量”的调控行为和对大型融出机构精确指导有关。**即，央行可以通过公开市场操作和“窗口指导”的方式，引导大行控制资金融出规模，即当隔夜利率突破2.2%时，大行可适度增加资金融出量，而当隔夜利率跌破1.6%时，大行可适度减少资金融出量，通过央行“精准引导”，可实现对隔夜利率波动性的有效控制。

除此之外，**隔夜利率波动性下降，也与今年春节后流动性较为充裕（特别是外汇信用派生渠道、再贷款的“提频增量”）、市场对央行维护货币市场利率稳定的预期较为乐观有关。**

隔夜利率低波动下，回购杠杆率显著提升。10月份以来，R001成交量从底部快速回升，并于11月份趋势性突破4万亿规模，这背后的驱动因素有二：

一是**债券市场利率经过调整后性价比开始凸显。**Q3金融统计数据发布会打消了市场对于降准的预期，使得10Y国债收益率大幅反弹至3%以上。叠加经济的下行压力加大，刺激了机构做多情绪并逐步形成了较强的“单边预期”。

二是**央行OMO放量操作，流动性环境持续宽松。**央行更倾向于通过短端资金投放，稳定流动性，“以时间换空间”为明年储备政策子弹。数据显示：OMO存量余额一度上行至1万亿规模，截至11月26日仍有4000亿。

因此，**债券资产性价比的回升、流动性环境宽松、市场对央行维持利率稳定的预期较为一致，叠加部分广义基金年末存在冲业绩、冲排名的诉求，会进一步刺激机构加杠杆行为，导致R001成交量持续位于4万亿以上。**

后续如何看？

从货币政策角度看，宏观经济再度承压、融资需求走弱、房地产销售和投资疲软、地产风险发酵引致上下游供应链债务风险加大背景下，经济基本面恶化导致货币政策并不具备收紧的条件，短期内央行更倾向于通过“短钱”投放维稳流动性，重点做好今冬明春进行跨周期调节。货币政策再度宽松可能落在1Q。

从利率运行规律来看，今年11月以来DR001均值为2%左右，运行稳定且具有延续性，央行构造的“隐性利率走廊”也起到了较好保护作用，在回购市场杠杆持续高企情况下，若资金面出现边际收敛，会对资金利率形成一定向上挤压，但料幅度不会太大。料后续央行不会出现类似于今年1月中下旬较为克制的货币投放操作，**回购市场风险相对可控。**对于过度加杠杆的机构而言，也要适度控制资产负债期限错配行为，避免出现较为激进的“以短搏长”交易策略。

总体来看，在R001成交量持续高位运行、机构加杠杆情绪较为浓厚、江浙沪地区疫情再度零散性出现、新冠变种毒株出现导致避险情绪升温以及市场对流动性宽松预期较为乐观背景下，**利率会表现为对利空因素的“钝化”，以及对利多“传言”的敏感，并阶段性呈现出“易下难上”的特点。**而回购杠杆率高企对债市的冲击，会被“隐性利率走廊”机制进行“稀释”，若资金面在后续出现边际收敛，利率不排除阶段性回调，但幅度可控。

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

碳减排支持工具适宜“小火慢炖”——流动性周报（2021.11.15-2021.11.21）

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）

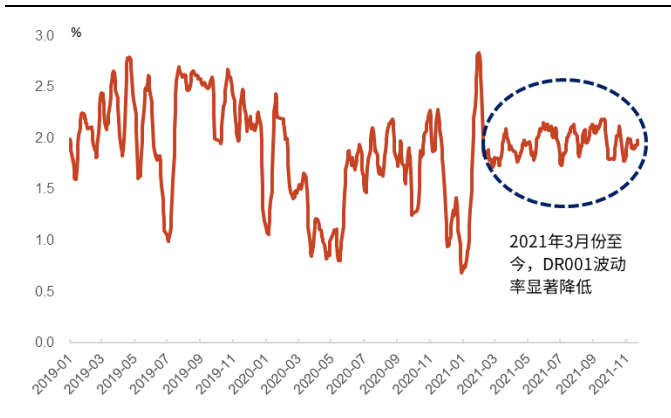
9月MLF或量稳价平，NCD维持横盘格局——流动性周报（2021.9.6-2021.9.12）

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

1、为何今年隔夜利率波动如此低？

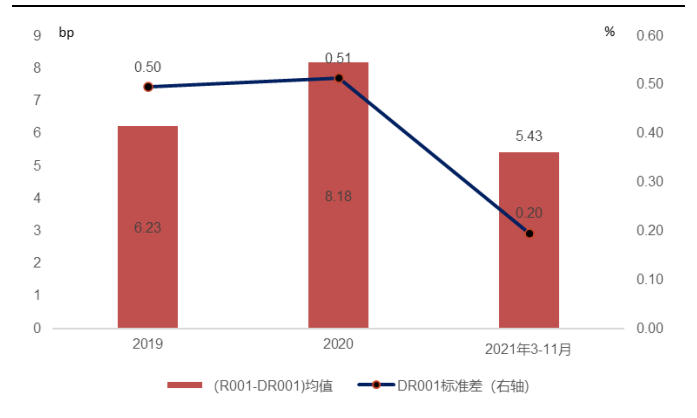
今年3月份以来，市场流动性大体保持合理充裕态势，隔夜利率波动性明显降低。数据显示：2021年3-11月份DR001标准差为0.2%，2019-2020年则基本维持在0.5%上下。此外，R001-DR001利差显著收窄，2021年3-11月份利差均值为5.43bp，低于2019年6.23bp和2020年8.18bp水平，反映出银行与非银机构之间的流动性分层效应也得到改善。**为什么会出现这种情况？**

图1：今年3月份至今DR001波动率显著降低



资料来源：Wind，光大证券研究所整理。该指标为DR001的7天移动平均值

图2：今年3月份至今DR001标准差与（R001-DR001）均值均较前两年显著下降



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

1.1、五点原因导致隔夜利率“上蹿下跳”

首先我们要了解，**过往数年隔夜利率为何总是“上蹿下跳”**？总结起来，主要有以下五个方面原因：

一是隔夜利率缺乏明确的参考锚。对比DR007与DR001的运行情况看，7天利率的波动性相对更低。一方面，央行有7天OMO工具，可以作为7天利率的参考锚，若一家报价机构报价大幅偏离7天OMO的利率，可能会受到央行本地分支机构的窗口指导。不同的是，隔夜利率并没有明确的参考锚，使得其稳定性弱于7天利率。

二是交易拥挤度得到改善。经过2017-2018年上半年“紧货币+强监管”的洗礼，金融机构杠杆率较前期明显下降，特别是“资管新规”、“302号文”等政策的出台，对金融机构回购交易形成了约束，同业敞口较此前收窄，交易拥挤得到改善。在资金面趋于宽松时期，机构融入需求较低，导致利率易出现大幅下行。

三是“黑天鹅”事件频发扰动金融市场，央行在事件发生后会通过“稳流动性”助力“稳预期”，但流动性分层效应会加剧资金淤积。一般而言，在出现“黑天鹅”事件后，央行会加大流动性投放稳市场，但此时金融机构风险偏好审慎，由央行-大行-中小银行-非银机构的流动性传导渠道阻塞，中小银行和非银机构在流动性压力尚未缓解的同时，大行间资金却出现冗余，进而造成银行间和交易所市场利率的大幅背离。这一现象在2019年6月包商银行被接管后体现较为明显。

四是隔夜回购成交规模较大，容易造成利率大幅波动。一直以来，隔夜回购成交量占比维持在80-90%，这是因为：从融入方角度看，其更倾向于通过滚隔夜方式弥补头寸缺口，这样有助于降低资金成本。而从融出方看，影响头寸的因素颇多，如“双11”、春节取现、财政收支等季节性因素。且近年来风险事件频发造成机构风险偏好下降，流动性的日间管理出于审慎考虑，融出期限偏长资

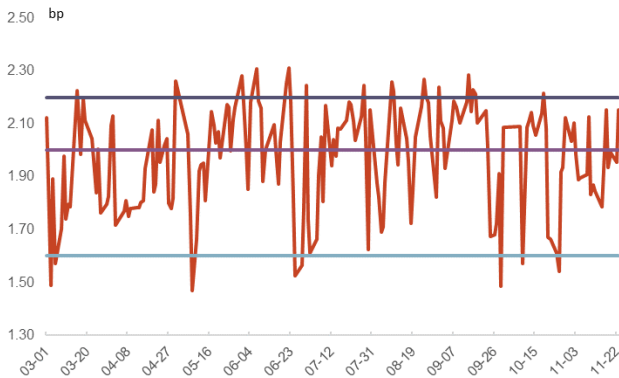
金的意愿不足。然而，在隔夜成交量较大的情况下，资金面的脆弱性会进一步加大，一旦出现收紧，容易造成隔夜利率大幅波动。

五是超储利率下调至 0.35%进一步放大了隔夜利率波动幅度。2020 年 4 月 3 日，央行宣布自 4 月 7 日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%，使得资金利率波动下限被进一步打开。受此影响，资金趴在备付账上的机会收益进一步下降，特别是在资金宽松时期，资金融出方往往需要加大融出规模，而资金融入方需求则不足，这样一来，会更使得隔夜利率下行幅度更深。统计数据显示：在 2020 年 4 月 7 日前后，DR001 标准差分别为 0.48% 和 0.53%，反映出超储利率下调后，隔夜利率波动幅度更为剧烈。

1.2、今年隔夜利率“稳定如一”的逻辑

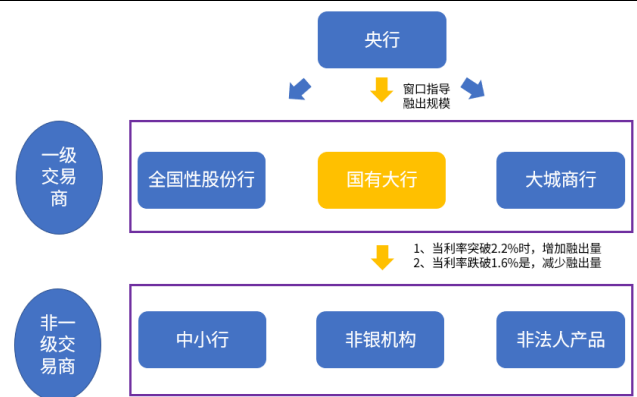
接下来我们需要解释，为什么今年 3 月份以来，隔夜利率波动性较前期显著降低，上述造成隔夜利率大幅波动的逻辑是否还成立？

图 3：隔夜利率形成了以 1.6% 为下限、2.2% 为上限的“隐性走廊”机制



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：二元流动性传导渠道示意图



资料来源：光大证券研究所绘制

首先，从参考锚来看，目前隔夜利率依然没有相应的货币政策工具利率作为参考。但我们观察今年 3 月份以来的 DR001 运行情况，发现：

(1) DR001 基本位于 1.6-2.2% 区间运行，中枢值在 2% 左右。

(2) 当 DR001 阶段性突破上下限时，会在 1-2 个交易日内进行“纠偏”

也就是说，在没有隔夜利率参考锚的情况下，DR001 的运行，实际上形成了以 1.6% 为下限、2.2% 为上限的“隐性走廊”机制。我们认为，**该走廊机制得以维系，可能与大行的融出行为受指导有关。**

在我国二元流动性结构下，形成了“央行——一级交易商——非一级交易商”的流动性传导链条。其中一级交易商包括：国有大行、全国性股份制银行、大城农商行。非一级交易商则包括：中小行、券商、保险等非银机构以及非法人产品。

上述传导链条中，国有大行是资金融出的“主力”，央行可以通过窗口指导的方式，引导大行控制资金融出规模，**当隔夜利率突破 2.2% 时，大行可适度增加资金融出量，而当隔夜利率跌破 1.6% 时，大行可适度减少资金融出量。**通过央行的“精准引导”，即可实现对隔夜利率波动性的有效约束。

为什么“隐性走廊”的上下限分别选择 2.2% 和 1.6%？我们认为：

对于上限选择，2.2% 是 7 天 OMO 利率，也是 DR007 的参考锚，DR007 会大体围绕 2.2% 震荡运行，隔夜和 7 天利率理应有一个合意的利差水平。**若参考**

7天和14天OMO利差来看，目前为15bp，即隔夜与7天利率的合意利差水平也应维持在15bp左右。

从今年3月份以来的情况看，DR001均值为1.97%，DR007均值为2.15%，两者利差为18bp，与15bp较为接近。当DR001>2.2%时，与DR007利差均值为8bp，而当DR001<2.2%时，与DR007利差均值为19bp，显示出“隐性利率走廊”在降低隔夜利率波动方面，确实发挥了“稳定器”的作用。

对于下限选择，从银行金融市场板块来看，“货币台”收益包括三块，即融出、超额备付、法准。其中超额备付收益率为0.35%，法准收益率为1.62%。理论上，隔夜利率的下限也应为0.35%，但这样容易造成DR001波动过大，因此不排除央行参考了法准收益率作为隔夜利率走廊下限。

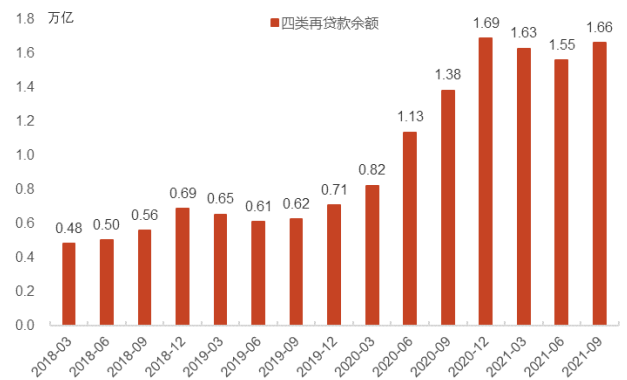
综合来看，尽管隔夜利率没有相应的参考锚，但央行可以通过对大行融出规模进行“精细化指导”，进而将隔夜利率控制在合意区间内运行，进而起到了“隐性利率走廊”的作用。

图5：今年年初外汇信用派生规模较大



资料来源：Wind，光大证券研究所测算。截至时间为2021年10月

图6：货币政策执行报告统计的四类再贷款投放情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

除此之外，隔夜利率波动性下降，也与今年春节后流动性较为充裕、市场对央行维护货币市场利率稳定的预期较为乐观有关。

一方面，年初时点，人民币兑美元汇率升值预期较强，不排除央行与个别国有大行开展了货币互存操作，使得央行通过外汇信用派生渠道投放的基础货币规模较大，2020年12月-2021年2月合计规模8679亿，已接近一次降准0.5个百分点释放的资金规模。

另一方面，3-7月份期间，央行OMO操作基本维持在每天100亿的规模，但期间流动性依然充裕，资金利率也未现趋势性变化。我们认为，央行再贷款工具的提频增量，也是重要推动力之一。今年以来，央行相继出台了2000亿区域再贷款、3000亿支小再贷款、碳减排支持工具、2000亿支持煤炭清洁高效利用专项再贷款等，再贷款余额在2021年总体处在1.6万亿以上。8月份以来，在结构性流动性短缺框架下，央行更倾向于通过短端工具投放，稳定流动性，尽管OMO每日操作量有所加大，但隔夜利率依然“稳定如一”。

事实上，央行货币政策操作有自己的量价体系，即“当侧重于量时，价会随行就市，而当侧重于价时，量则会随行就市”。很明显，今年央行更侧重于价，量的投放则是根据银行间市场基础货币缺口进行测算，进而服务于“控价”目标，**理想状态是让Δ超储在0附近震荡运行，或至少不出现较大幅度波动，而回购利率作为水池中的“浮标”刻度，不会因超储水位过高而淹没，也不会因过低而凸起。**

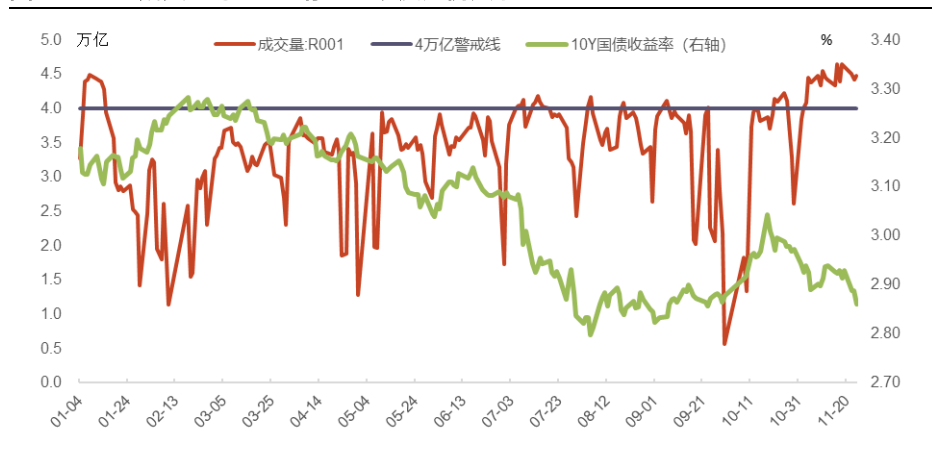
综合上述分析，今年3月份以来，隔夜利率的稳定运行，可能既有央行通过对大行资金融出指导，形成隔夜利率“隐性走廊”机制有关，也有央行货币政策操作更侧重于“控价”有关，量则随行就市运行。

1.3、隔夜利率低波动下，回购杠杆率已显著提升

隔夜利率低波动下，进而刺激加杠杆行为。特别是在经济下行压力加大情况下，会进一步强化市场对央行维稳流动性和利率的预期，导致回购市场成交量骤增，并伴随着“滚隔夜”操作的“卷土重来”，R001 每日成交量大幅上行。

今年以来，隔夜利率中枢值基本维持在2%左右，而10Y 政金债收益率在3.15-3.6%区间。在此稳定利差下，通过“滚隔夜”加杠杆配置长债，即可获得稳定的套息。

图7：R001 成交量与 OMO 存量呈现反比例关系



资料来源：Wind，光大证券研究所

11 月份以来，R001 每日成交量持续位于 4 万亿以上，峰值为 4.65 万亿，已超过今年 1 月份“小钱荒”前期的峰值水平。那么，这里需要回答一个问题，即为什么今年 3-10 月份 R001 并未趋势性突破 4 万亿，而 11 月份以来却持续在 4 万亿之上？我们认为：

1) 今年春节后，债券市场利率处于震荡下行通道，但市场忌讳于央行 1 月中下旬的审慎货币投放操作，担心过度加杠杆会导致资金面脆弱性增加，因此 R001 每日成交量尽管有所恢复，但并未突破警戒线。

2) 7 月份降准，叠加房企信用违约风险加大、宏观经济承压，债券市场利率迎来一波快速下行，期间 R001 一度突破 4 万亿，但在 8-9 月份期间，债券市场利率开始维持在 2.8-2.9% 区间震荡，性价比较前期已明显减弱，市场担忧利率下行突破 2.8% 的动能不足，加杠杆意愿有所收敛。

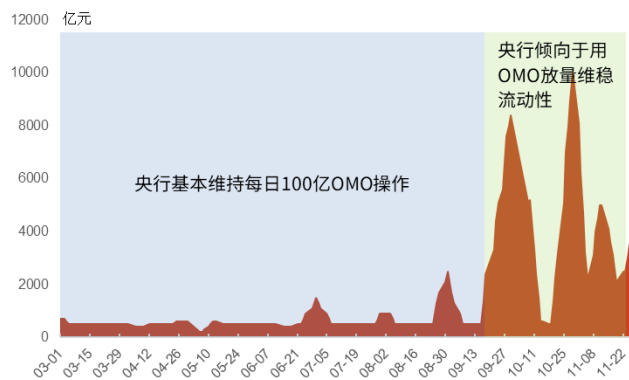
3) 进入 10 月份，可以看到，R001 成交量从底部快速回升，并于 11 月份趋势性突破 4 万亿规模，这背后的驱动因素有二：

一是债券市场利率经过调整后性价比开始凸显。Q3 金融统计数据发布会打消了市场对于降准的预期，使得 10Y 国债收益率大幅反弹至 3% 以上，刺激了机构做多情绪。

二是央行 OMO 放量操作，流动性环境持续宽松。10 月份以来，OMO 投放力度明显加大，一方面是经济下行压力加大，房地产市场风险持续发酵以及政府债券供给放量，需要维持相对宽松的市场环境。另一方面，在跨周期调控下，货币政策需要兼顾短期与中长期目标，珍惜正常货币政策空间，在 7 月份降准一次

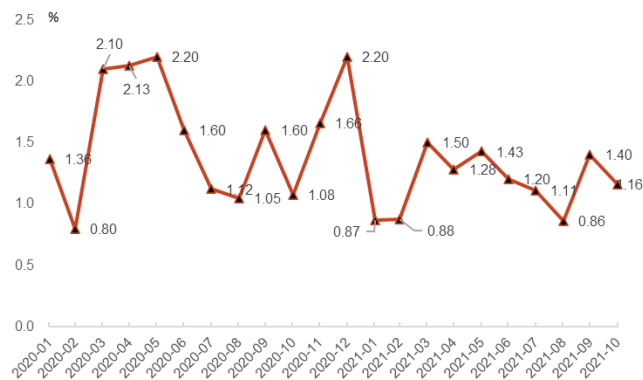
后，短期内再度降准与跨周期调控相违背。最后，一定程度上受到能耗双控、疫情零散性出现、洪涝灾害等供给层面的因素影响，单纯的总量型宽松政策，对于缓解经济下行压力，效果相对有限。在此情况下，**央行更倾向于通过短端资金投放，稳定流动性，“以时间换空间”为明年储备政策子弹。**数据显示：**OMO存量余额一度上行至1万亿规模，截至11月26日仍有4000亿。**而在此期间，银行体系流动性始终保持合理充裕，超储率自今年春节后基本维持震荡运行态势，资金利率一如既往维持稳定，市场对后续利率平稳运行的预期较为乐观。

图 8：OMO 存量余额运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：金融机构超储率运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所测算。其中，季末月份为实际值，非季末月份为测算值

因此，**债券资产性价比的回升、流动性环境宽松、市场对央行维持利率稳定的预期较为一致，叠加部分广义基金年末存在冲业绩、冲排名的诉求，会进一步刺激机构加杠杆行为，导致 R001 成交量持续位于 4 万亿以上。**

1.4、 后续如何看？

目前，R001 每日成交规模已连续 18 个交易日突破 4 万亿，峰值 4.65 万亿。市场也担忧在回购杠杆率不断攀升情况下，一旦央行收紧流动性投放，是否会出现利率的大幅波动。我们认为：

从货币政策角度看，宏观经济承压、融资需求走弱、房地产销售和**投资疲软、地产风险发酵**引致上下游供应链债权兑付压力加大情况下，**货币政策受制于经济基本面恶化，并不具备收紧的条件。**但在跨周期调控思路下，下一阶段货币政策布局将着眼于今冬明春布局，着力实现 2022 年的主要增长目标，推动经济爬坡过坎，保证经济运行在合理区间。**因此货币政策发力时点可能落在明年上半年。**短期内，央行仍将通过“短钱”投放维稳流动性，无论是隔夜利率的“隐性走廊”还是 7 天利率的实际走廊，都不会出现形态上的大幅变化。

从利率运行规律来看，过去 R001 成交量持续位于 4 万亿以上时期，资金利率均出现大幅下行并处于较低水平，DR001 均值为 1%，一旦资金面出现扰动，容易出现大幅反弹。而今年 11 月以来 DR001 均值为 2% 左右，运行稳定且具有延续性，央行构造的“隐性利率走廊”也起到了较好保护作用。因此，在回购市场杠杆持续高企情况下，**若资金面出现边际收敛，会对资金利率形成一定向上挤压，但料幅度不会太大。**

综合来看，我们认为，尽管近期 R001 成交量持续位于 4 万亿以上，会使得资金面伸缩性下降、脆弱性提升，但央行也不会出现类似于今年 1 月中下旬较为克制的货币投放操作，**回购市场风险相对可控。**不过，对于过度加杠杆的机构而

言，也要适度控制资产负债期限错配行为，避免出现较为激进的“以短搏长”交易策略。

对于债券市场而言，回顾近几个月的利率运行特点不难发现，在日内某一时点利率出现大幅下行，基本上与市场传言有关，且一般当日晚上要出国常会新闻通稿，市场可能会出现降准、降息传言（如 11 月 24 日午盘后，利率下降超过 2bp）。目前，从短线操作逻辑上看，市场主要存在两股力量相互交错：一是经济下行压力加大下，央行 OMO 放量形成的宽松流动性环境；二是房地产融资松绑、信贷投放同比多增形成的宽信用预期，但利率的反应明显是第一股力量相对占优。

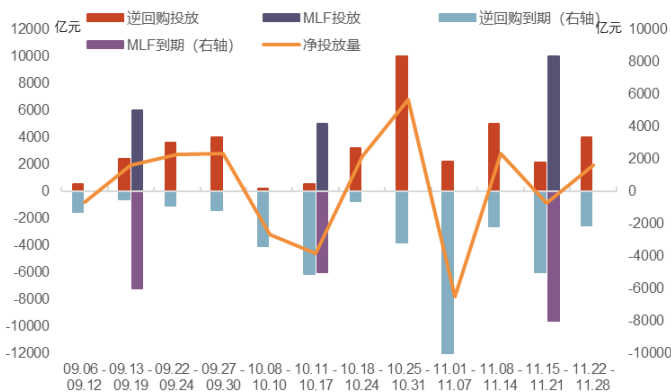
此外，近期南非新变种毒株的出现，使得避险情绪升温，风险资产随之出现抛售，导致海外股票市场、原油市场大幅下挫，主要发达经济体债券收益率下行一定程度上也可能对国内债市形成了扰动。

从国内情况看，在 R001 成交量持续高位运行、机构加杠杆情绪较为浓厚、江浙沪地区疫情再度零散性出现、避险情绪升温以及市场对流动性宽松预期较为乐观背景下，利率会表现为对利空因素的“钝化”，以及对利多“传言”的敏感，会阶段性呈现出“易下难上”的特点。而回购杠杆率高企对债市的冲击，会被“隐性利率走廊”机制进行“稀释”，若资金面在后续出现边际收敛，利率不排除阶段性回调，但幅度可控。

2、资金市场

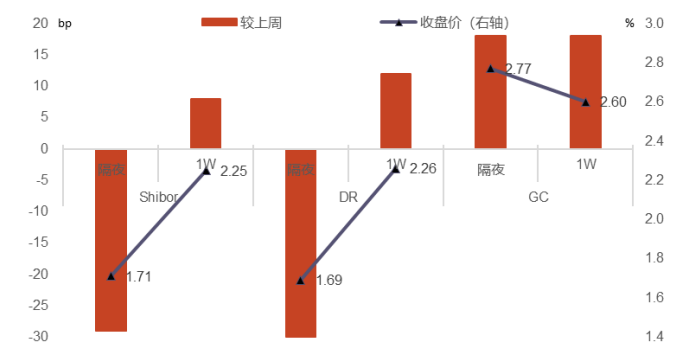
逆回购操作再度加码，跨月流动性平稳无忧。24-26 日，央行将单日 OMO 规模提升至 1000 亿，有效熨平周内政府债券供给放量等因素对市场流动性干扰，资金面保持合理充裕，中性偏松信号强化，机构平稳跨月无虞。本周逆回购累计投放 4000 亿，到期 2100 亿，净投放 1900 亿。

图 10：逆回购操作再度加码，跨月流动性平稳无忧



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 6 日-2021 年 11 月 28 日

图 11：银行体系隔夜利率下行明显



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 22 日 -2021 年 11 月 28 日

下一周影响资金面的主要因素包括：

(1) 下周 4000 亿逆回购将陆续到期，700 亿 2M 期国库定存将于 29 日到期，30 日 2000 亿 MLF 到期。

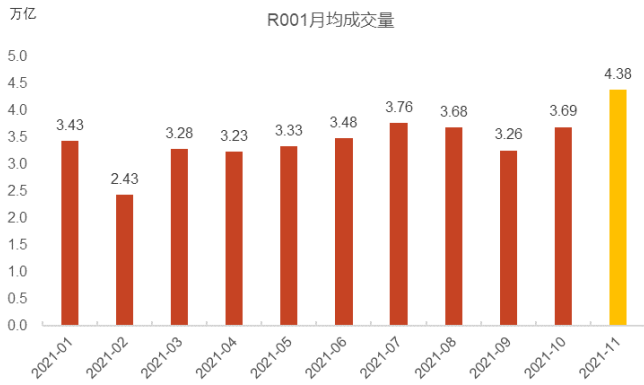
(2) 政府债券供给不断蓄力，下周净融资规模预计达 3697 亿，或对月初资金面造成一定扰动。

(3) NCD 到期 3044 亿，较本周下降约 2600 亿。

银行体系隔夜利率下行明显。本周短端资金面在央行OMO放量呵护下保持平稳充裕，隔夜期Shibor、DR等代表性利率均较上周下行近30bp，7D期利率维持2.2%中枢小幅波动，短端利率走廊形态稳定。

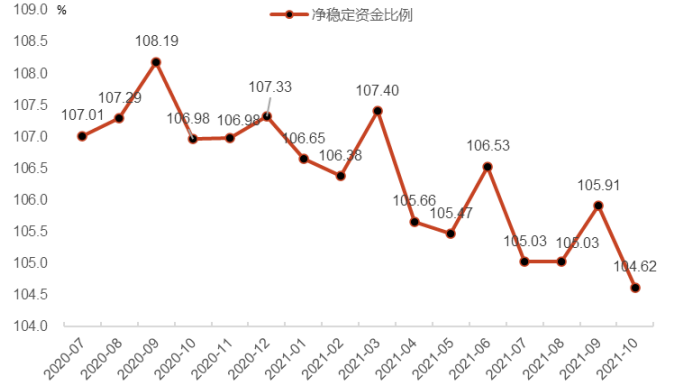
截至11月26日：(1) Shibor1D和Shibor7D录得1.71%和2.25%，分别较上周下行29bp，上行8bp。(2) DR001和DR007录得1.69%和2.26%，分别较上周下行30bp，上行12bp。(3) GC001和GC007录得2.77%和2.60%，均较上周上行18bp。

图 12: R001 成交量维持 4 万亿关口以上



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021年1月-10月, 11月1日-28日

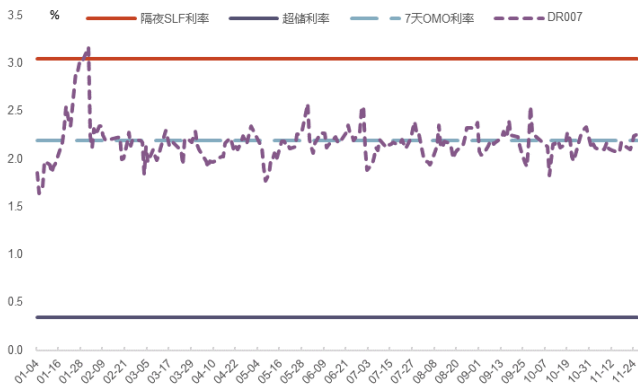
图 13: 银行 NSFR 测算结果



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算; 时间: 2020年7月-2021年10月

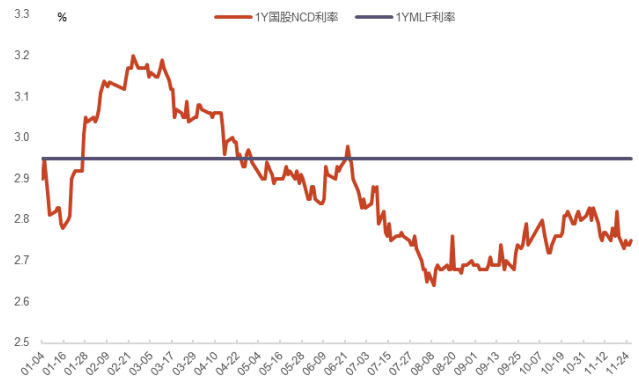
1Y 国股 NCD 利率维持小幅震荡走势。截至11月26日，1Y国股行NCD利率录得2.75%，与同期MLF利差录得20bp，基本同上周持平。其余期限存单利率波动不一，1M、3M、6M、9M分别较上周上行5bp、-7bp、-4bp、0bp至2.15%、2.53%、2.65%和2.75%。城商行1M、3M期利率均较上周上行7bp，至2.46%、2.86%，6M、9M、1Y期利率分别为3.05%、2.98%、3.16%，较上周上行3bp、-7bp和1bp。

图 14: 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26日

图 15: 1Y 国股 NCD 利率维持小幅震荡走势



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021年1月4日-11月26日

同业存单发行力度有所减弱。本周存单净融资规模合计-370亿，较上周少增2594亿，各类银行NCD发行规模均录得明显下降，其中国有大行降幅居首，本周存单净融资-359亿，较上周少增1025亿。股份行、城商行存单净融资规模分别录得-145亿、61亿，较上周减少662亿、911亿。分期限看，1Y期存单性价比较高，发行规模仍持续多增，净融资较上周多增829亿至2599亿。其余期

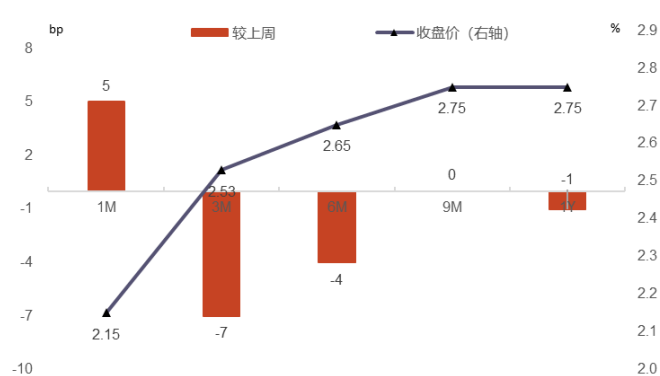
限存单发行均有所收缩，1M、3M、6M、9M 期存单净融资分别为-245 亿、-245 亿、-42 亿、-2437 亿，较上周少增 136 亿、567 亿、360 亿和 2360 亿。

图 16：同业存单发行力度有所减弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 22 日-2021 年 11 月 28 日

图 17：国股行中长期存单利率有所下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 11 月 22 日-2021 年 11 月 26 日

从存单剩余备案额度看，截至 11 月 28 日，国有行、股份行、城商行、农商行发行进度分别为 81%、82%、68%和 48%，年内剩余额度分别为 0.64、1.23、1.97 和 1.11 万亿。城农商行存单额度使用进度较低，后续多发 NCD 缓解负债端压力的空间仍相对较大。

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 11.28 余额	年内剩余额度	年内到期	年内发行上限	使用进度
国有银行	3.44	2.80	0.64	0.21	0.85	81%
股份制银行	6.75	5.52	1.23	0.74	1.97	82%
城商行	6.16	4.19	1.97	0.75	2.72	68%
农商行	2.12	1.01	1.11	0.18	1.29	48%
民营银行	0.04	0.04	0.00	0.01	0.01	93%
外资银行	0.23	0.10	0.13	0.04	0.17	43%

资料来源：Wind，光大证券研究所

3、政府债券

政府债券供给进一步放量。本周政府债券发行强度开始加大，体净融资规模为 2080 亿，较上周多增 1041 亿；下周计划发行 4157 亿，到期 460 亿，净融资预计录得 3697 亿，其中，国债 1440 亿，地方政府债 2257 亿。

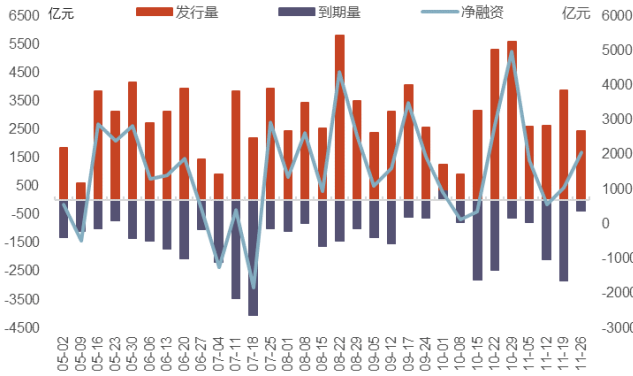
表 2：2021 年政府债券发行进度与到期情况（亿元）

亿元	2021 年净融资限额	截至 11 月 28 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	16992	61.79%	10508	1359	11867
地方政府债	44700	43047	96.30%	1653	320	1973

资料来源：财政部，Wind，光大证券研究所

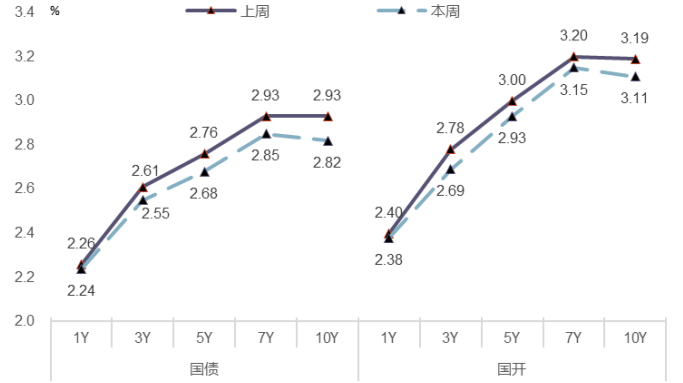
截至 11 月 28 日，国债、地方债发行进度分别达 62%和 96%，年内剩余净融资额度分别为 1.05 万亿和 1653 亿，国债发行进度仍相对滞后，12 月供给放量规模或有明显提振。

图 18: 政府债券供给进一步放量



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 5 月 2 日-2021 年 11 月 26 日

图 19: 国债、国开债收益率均录得显著下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 11 月 22 日-2021 年 11 月 26 日

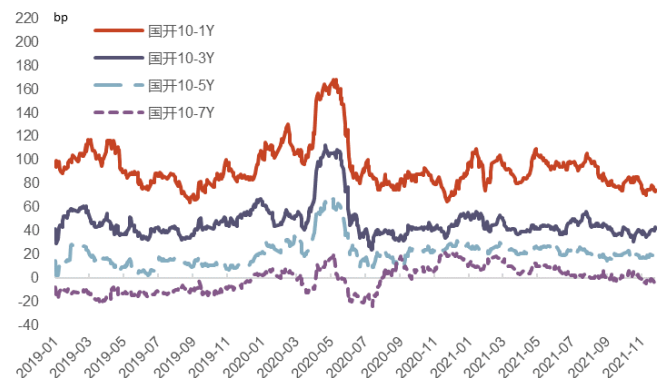
国债、国开债收益率均录得显著下行。截至 11 月 26 日, 国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.24%、2.55%、2.68%和 2.82%, 较上周分别下行 2bp、6bp、8bp、11bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.38%、2.69%、2.93%和 3.11%, 较上周分别下行 2bp、9bp、7bp、8bp。

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 11 月 26 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 11 月 26 日

本周政府债券供给强度有所提升, 但 10Y 国债收益率仍录得超 10bp 显著下行, 考虑主要由以下因素推动:

(1) 短线逻辑仍主导资金面观点。央行流动性调控持续释放稳中偏松信号, OMO 投放再度放量, 截至 26 日, 银行体系中逆回购资金存量达 4000 亿。同时, 市场对流动性充裕信号理解较为充分, 隔夜资金利率下行幅度近 30bp, R001 成交量维持 4 万亿高位。24 日, 国常会召开前, 市场降准、降息预期再起, 推动国债利率小幅下行。

(2) 煤炭等原材料价格回落态势显现, 通胀风险有所下行。22 日, 发改委再度发声表示保供稳价系列操作取得显著成效, 全国煤炭调度日产量稳定在 1200 万吨以上, 连续创历史新高。近期煤炭等能源价格获较大降幅, 截至 26 日, 动力煤期货收盘价降至 841 元/吨, 较 10 月峰值 1836 元/吨压降超 50%。

(3) 南非新冠变种菌株再度激起市场避险情绪, 疫情不确定性再度高企。25 日, 南非等国报告出现新冠变种菌株 B.1.1529, 较严重的变异特性使其传染

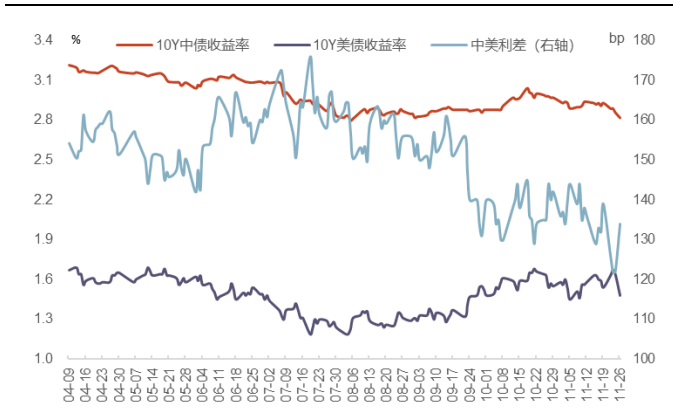
力与疫苗性均远超 Delta 变种。博茨瓦纳、南非、以色列、香港等多地均出现变异毒株感染病例，26 日南非日均新增新冠确诊人数达 2828 例，本周南非日均新增 1720 例，较上周多增 1160 例。

综合上述因素，国内资金面相对宽松叠加海外疫情形势再度紧张，机构套息+避险意愿攀升，较长期品种配置力度加大。10Y 国债收益率突破 2.9% 后一路下行至 2.8% 附近，1Y 期国债利率较上周仅微降 2bp，收益率曲线出现平坦化趋势。短期内，短端资金面转紧可能性较低，机构仍有一定套息空间；同时，受海外变异毒株影响，全球疫情不确定性升温，市场避险情绪难以迅速回落，预计债市多头仍将占优。

4、美债利率

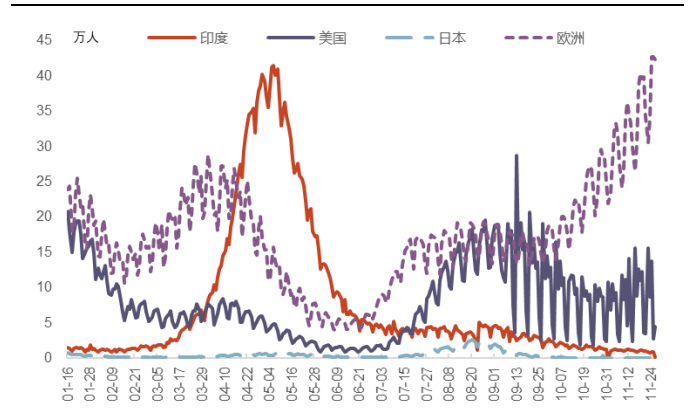
本周美债利率呈倒“V”走势。22、23 日，10Y 美债利率持续走高，分别较上周上行 9bp、13bp 至 1.63%、1.67%；24 日后转入下行通道，截至 11 月 26 日，10Y 美债收益率录得 1.48%，较上周下行 6bp，中美利差录得 134bp，较上周收窄 5bp。

图 22：本周美债利率呈倒“V”走势



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 4 月 9 日-11 月 26 日

图 23：欧洲单日新增新冠确诊病例再度走高至 40 万例



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月 16 日-11 月 26 日

本周美债利率倒“V”走势主要受情绪层面驱动。

一方面，23 日拜登提名鲍威尔连任美联储主席，维护了美国货币政策连续性。相较偏鸽派布雷纳德，鲍威尔连任同时也增加了在通胀高企、就业复苏背景下联储加快 Taper 步伐的可能。同时，近期公布的联储 11 月 FOMC 会议纪要显示，与会者普遍认为当前通胀压力持续时间或超出前期预测，联储或需要加快 Taper 甚至提前加息。此外，欧央行管委会多位官员做出偏鹰表态，维勒鲁瓦表示欧央行或在明年 3 月结束紧急购债计划，且可能不需要扩大常规资产购买计划弥补短缺。诺特预计明年通胀将有所下降，欧央行将在 2022 年后开启加息。

另一方面，新冠变种毒株造成避险情绪升温。25 日，博茨瓦纳、南非等国发现新冠变种毒株。其对美债市场的传导路径为：

新冠变种毒株的传染性与疫苗属性加剧全球疫情形势的不确定性，以及市场对全球经济下行的担忧，导致避险情绪迅速升温。在此情况下，形成了“客户赎回压力加大——资产净值大幅波动——客户进一步加速赎回”的负向反馈，股票等风险资产抛压加剧，债券、黄金则更受青睐。可以看到，25-26 日，美国 10Y 国债收益率录得 16bp 下行。

从利率拆解结果看，本周 10Y 美债名义利率下行 15bp，其中，实际利率下行 9bp，通胀预期下行 6bp。

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
11月22日-11月26日	-15	-9	-6

资料来源: Wind, 光大证券研究所

短期内，全球疫情形势不确定性或将成为驱动美债利率走势的重要因素之一，后续需观察新冠变种毒株的演化趋势、疫苗研究进程及各国防疫政策的变动。若在全球范围内出现快速传播和蔓延，不排除会进一步冲击市场情绪层面，加剧客户赎回压力，在股票等风险资产持续承压下挫的同时，流动性的“枯竭”或导致债券类资产开始出现抛压，进而造成“股债双杀”局面。在此情况下，或对美联储货币政策 taper 节奏造成一定扰动，并令市场对美联储加息预期进一步后置。

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