

行业研究

MLF 利率维持不变，静待 LPR 报价落地

——流动性周报（2021.7.14-2021.7.18）

本周流动性主要观点

MLF 利率如期维持不变，8-9 月份或继续缩量续作。7月15日，央行缩量续作1000亿MLF（到期4000亿），中标利率维持2.95%不变，一定程度上令市场对央行“总量式”宽松的预期有所降温。尽管1Y国股NCD利率低于1Y-MLF利率约20bp，但这并不必然带来MLF利率的下调，当前货币政策的“量”处于随行就市状态，且服从于“价”的目标。8-9月份MLF到期1.3万亿，考虑到央行后续将推出绿色金融定向支持工具（如绿色再贷款机制），且该工具定价较MLF更为优惠，预计MLF大概率继续延续缩量续作。

后续与其纠结央行是否会再度降准，不如对定向调控工具多一分期待。近期市场对后续是否会再度降准存在一定分歧。我们认为：（1）今年以来财政收入增速快于支出，2019-2021年3-5月份财政收入复合增速均值为3.6%，财政支出为-1.14%，料下半年财政支出力度存在一定加大空间。（2）**预计下半年央行会推出一定规模的绿色再贷款工具，与降准相比定向性更强，且有助于弥补基础货币缺口。因此，本次降准并不代表宽松周期开启，在流动性尚未受到明显挤压、超储其他“管道”水流供给仍有一定保障情况下，不宜对总量式宽松政策过度期待，而定向调控工具则有望进一步发力。**

1Y 国股 NCD 利率创年内新低，已处于超调状态。受降准利好因素影响，本周NCD发行利率进一步下行2.75%，已创年内新低，低于1Y-MLF利率20bp，而2019年货币政策尚属正常化的年份，两者利差均值为17bp（2020年2-4月份受宽松政策影响，利差一度扩大至150bp，并不具有代表性），即目前1Y国股NCD利率已处于超调状态。**我们预计，在MLF利率维持稳定的情况下，将对1Y国股NCD利率下限形成约束**（周中部分国股行在降准乐观情绪推动下，对1Y-NCD报价一度压至2.70%附近，但市场反应较为平静，接受度并不高，随后机构开始提价），**但持续低于1Y-MLF利率的情况或仍将延续。**

R001 日成交规模已持续在 4 万亿以上，需注意资金面的脆弱性。7月5日-16日，R001日均成交规模均超过了4万亿，反映出市场预期较为乐观。本次降准后的市场表现，同样显示市场情绪高涨。但过度加杠杆本身就会加剧市场的脆弱性，**若后续 R001 每日成交规模持续位于 4 万亿以上，一旦出现资金面波动加大，会引发市场的自我调整，这一点可参考今年 1 月中下旬的“小钱荒”。**

静待 LPR 落地，基于商业原则不足以驱动 LPR 下调。理由如下：（1）本次降准改善资金成本130亿，初步测算对综合负债成本率改善幅度不足1bp。（2）从月度边际变化来看，6月20日-7月16日，国股行NCD利率降幅20bp，净融资约2200亿，改善国股行综合负债成本幅度较小，仍不足以驱动LPR报价5bp步长调整。（3）存款利率报价制度改革，主要利好1Y以上定期存款和大量存单定价，但活期和1Y以内利率相对稳定，通知、协定明显上调，作为LPR报价机构的国股银行，核心存款成本依然承压。

下周供给因素再度发挥作用，利率或已基本筑底。本轮利率破3的主要逻辑，在于“降准引发总量式宽松预期+长达一个月的供给缩量”，机构欠配压力加大。下周政府债券计划发行3724亿，到期999亿，净融资2725亿，将结束连续四周的低供给环境，短期内利率或已基本筑底。降准之后，市场情绪较为“亢奋”，而MLF利率维持不变打消市场降息预期，一度造成利率回调，另一个重要节点是7月20日LPR报价，若依然维持不变，将造成利率小幅承压。

风险分析：市场加杠杆力度较大，央行Q3持续缩量续作MLF，资金面波动加大。

银行业

买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

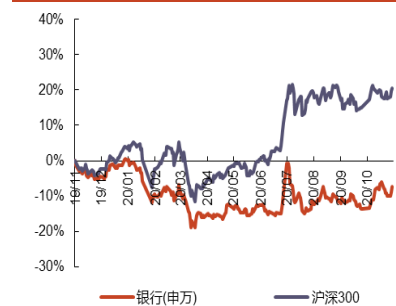
wangyf@ebscn.com

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

全面降准后，还有降息吗？——流动性周报（2021.7.5-2021.7.13）

再贷款的“崛起之路”——流动性周报（2021.6.28-2021.7.4）

7月流动性前瞻——流动性周报（2021.6.21-2021.6.29）

存款利率报价调整影响几何？——流动性周报（2021.6.16-2021.6.20）

见微知著：流动性收敛的三个“细节”——流动性周报（2021.6.7-2021.6.13）

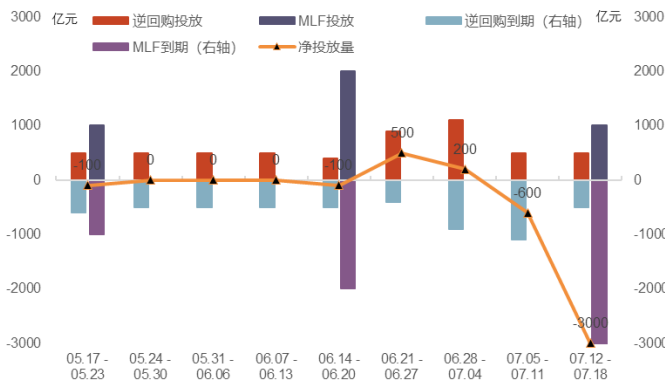
流动性会“变盘”吗？——流动性周报（2021.5.31-2021.6.6）

“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）

1、资金市场

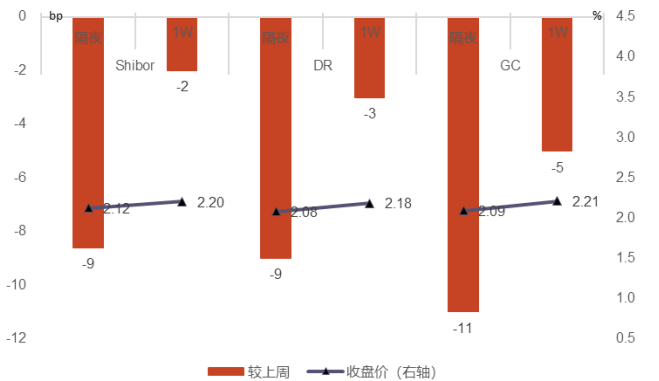
央行延续每日 100 亿 OMO 投放，如期降准的同时缩量续作 1000 亿 MLF。
本周央行 OMO 投放 500 亿元，依然延续了每日 100 亿模式，到期 500 亿元。周四央行如期降准 0.5 个百分点，释放 1 万亿资金，同时缩量续作 1000 亿 MLF，到期 4000 亿，全周实现净投放 7000 亿。截至 7 月 17 日，MLF 余额为 5.4 万亿，8 月到期 7000 亿，9 月到期 6000 亿，年内到期 3.75 万亿。

图 1：央行延续每日 100 亿 OMO 投放，缩量续作 1000 亿 MLF



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月 17 日-2021 年 7 月 18 日

图 2：短端资金利率普遍回落



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 12 日-2021 年 7 月 16 日

利率走廊形态基本稳定。本周进入缴税高峰期，但受降准利好因素影响，流动性较为稳定，隔夜利率降幅更大，DR007 依然围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，利率走廊形态基本稳定。从市场表现来看，降准并未造成流动性的过度宽松，料 1 万亿释放，有效对冲了 3000 亿 MLF 净回笼与缴税形成的基础货币缺口，但市场情绪层面依然偏乐观，R001 日成缴规模持续维持在 4 万亿以上。

截至 7 月 16 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.12%和 2.20%，较上周下行 9bp 和 2bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.08%和 2.18%，较上周下行 9bp 和 3bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.09%和 2.21%，较上周下行 11bp 和 5bp。

1Y 国股 NCD 利率已创年内新低。本周 NCD 发行利率进一步下行，截至 7 月 16 日，1Y 国股 NCD 利率为 2.75%，已创年内新低，较上周下行 4bp，低于 1Y-MLF 利率 20bp。

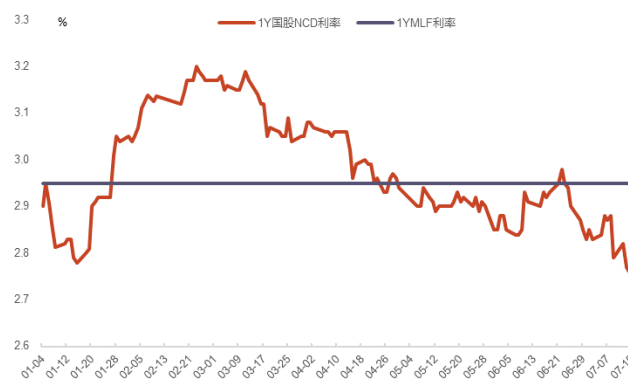
周中部分国股行在降准乐观情绪推动下，对 1Y-NCD 报价一度压至 2.70% 附近，但市场反应较为平静，接受度并不高，随后机构开始提价。目前 1Y 国股 NCD 利率已偏离 1YMLF 利率 20bp，而 2019 年货币政策尚属正常化的年份，两者利差均值为 17bp，即目前 1Y 国股 NCD 利率处于超调状态。我们预计，在 MLF 利率维持稳定的情况下，将对 1Y 国股 NCD 利率进一步下行形成约束，但短期内 1Y 国股 NCD 利率可能持续低于 1Y-MLF 利率。

图 3：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-2021年7月16日

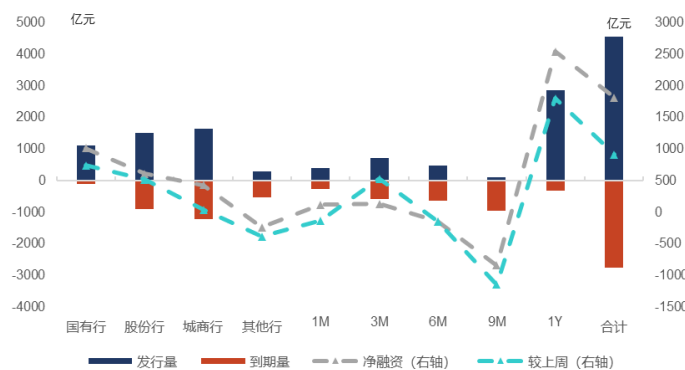
图 4：1Y 国股 NCD 利率持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月4日-2021年7月16日

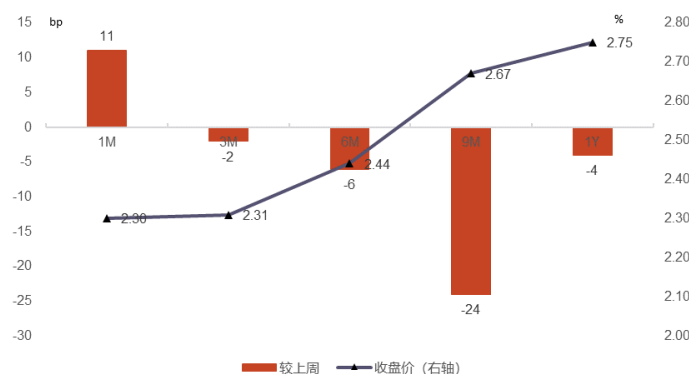
NCD 净融资额为 1815 亿，较前一周增加 914 亿。分机构看：本周国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 1013、609 和 432 亿，较上周增加 740、516 和 42 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资 117、135、-147、-839 和 2549 亿，较上周分别增加-131、533、-147、-1145 和 1803 亿。

图 5：NCD 净融资规模持续上升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年7月12日-2021年7月18日

图 6：短端国股 NCD 利率上行，长端利率下行

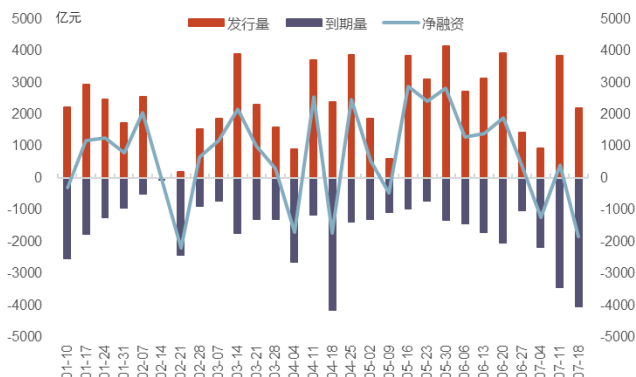


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年7月12日-2021年7月16日

2、政府债券

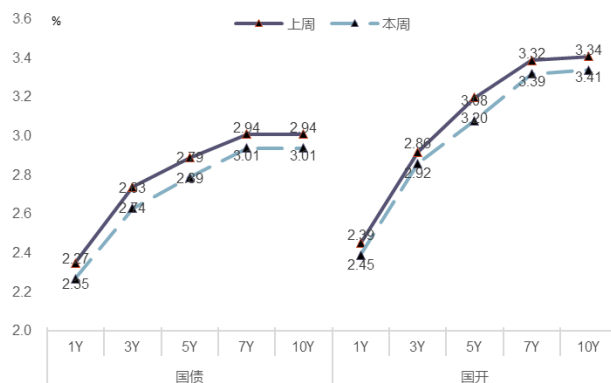
政府债券净融资规模依然较弱，下周供给将有所放量。本周政府债券净融资规模大幅下降，发行规模 2191 亿，到期 4028 亿，净融资 1838 亿，较上周降幅超过 2000 亿，整体供给量持续偏弱。下周政府债券计划发行 3724 亿，到期 999 亿，净融资 2725 亿，将结束连续四周的低供给环境。

图 7：政府债券净融资规模依然较弱



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 10 日-2021 年 7 月 18 日

图 8：国债、国开债各期限收益率持续走低

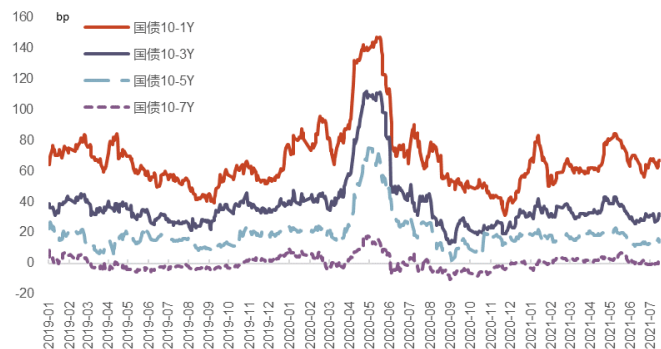


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 12 日-2021 年 7 月 16 日

10Y 国债收益率“破 3”。本轮利率破 3 的主要逻辑，在于“降准引发总量式宽松预期+长达一个月的供给缩量”，机构欠配压力加大，在一级市场供给不足的情况下，机构配置需求转向二级市场推动利率持续下行。截至 7 月 16 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.27%、2.63%、2.79%和 2.94%，较上周分别下行 8bp、11bp、10bp 和 7bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.39%、2.86%、3.08%和 3.34%，较上周分别下行 6bp、6bp、12bp 和 7bp。

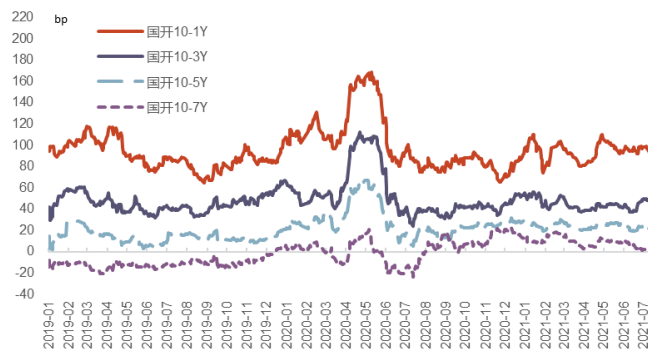
期限利差持续平稳运行。截至 7 月 16 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 67bp、31bp、15bp 和 0bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 95bp、48bp、26bp 和 2bp，与上周利差水平基本一致。

图 9：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 7 月 16 日

图 10：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 7 月 16 日

3、风险分析

市场加杠杆力度较大，央行 Q3 持续缩量续作 MLF，资金面波动加大。

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