

行业研究

如何看待 NCD 与 MLF 利率倒挂

——流动性周报（2021.7.19-2021.7.25）

本周流动性主要观点

7月9日央行宣布降准后，1Y国股NCD利率快速下行，与MLF利率利差拉大至20bp。投资者关心NCD价格的持续性，以及NCD与MLF利率收敛的方式。

历史上，1Y国股NCD利率与1Y-MLF利率可以长时间处于“分离状态”。从2019年至今的情况看，剔除2020年疫情期间宽松货币政策的影响：（1）两种利率并未长时间“贴近”运行，2019年全年利差均值为-17bp，2020年9-12月份为19bp，2021年至今利差均值为2bp。（2）2019年以来两者利差绝对值在5bp范围内的最长持续时间仅为19天，而超过10bp的最长持续时间为94天（2019年6月19日-2019年11月6日）。期间央行仅于2019年11月5日下调MLF利率5bp。但这并非因为市场利率偏离政策利率所致，而是在LPR改革初期，为引导LPR报价下调让利实体经济而采取的政策。我们理解，货币政策执行报告强调的“同业存单利率等市场利率围绕中期政策利率波动”，并不意味着两者一定要“贴近”运行，±25bp的波幅且持续数月时间，都在央行容忍度范围内，利差并非“降息”的必要条件。

当前央行的侧重点在于“价”，“量”服务于“价”。央行在货币政策执行报告中强调，“不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况”。即央行态度是，政策利率调整与货币政策取向高度相关。对于近期降准，无论是央行答记者问的表述，还是货币政策委员会委员王一鸣的表态，均强调“稳健货币政策取向没有改变”。因此，当前央行的侧重点在于“价”，只要稳健取向没有改变，“价”恐怕短期内不会轻易调整。

1Y国股NCD利率下行空间有限，MLF性价比已显著降低。2019年至今货币政策处于正常化区间时期（剔除疫情期间），1Y国股NCD与1Y-MLF利差大体维持在（-25bp、25bp）区间，依当前情况，若不调整MLF利率，1Y国股NCD利率下行空间有限。同时，MLF工具的性价比已显著降低，加之下半年到期规模较大，缩量续作仍将持续，而再贷款、再贷款等定向工具的常态化运作，可以兼顾“调结构、降成本、补缺口”的效果，MLF存在持续被置换的可能。

基于降低银行短端负债成本考虑，短端OMO利率有所偏高，“降成本”可能会聚焦于类活期产品规模控制。目前活期存款利率为0.35-0.5%，但具有类活期性质的市场端产品，如MMF利率大致为2.0-2.5%，现金管理类理财利率为3.0-3.5%，明显高于活期存款利率，即整体市场端收益率趋于平坦化。由于7天OMO利率是DR007的政策中枢，这就意味着7天OMO利率一定程度上可视为MMF和现金管理类理财收益率的“隐性下限”，其收益率下行空间受到OMO利率限制。未来，为降低银行体系综合负债成本，不排除对现金管理类理财等类活期产品进行“量”上的限额管理。

“资产荒”仍在延续，短期内利率右侧风险下降。下周政府债券计划净融资1159亿，供给再度缩量，加之月末财政支出利好流动性，DR007尽管面临跨月，但压力并不大，利率仍将维持低位震荡。当前情况下，“资产荒”仍在延续，政府债券供给放量 and 流动性出现边际拐点恐怕要等到8月份以后，且可能需要持续维持3000亿+的净融资规模，才可推动利率脱离底部震荡。目前可以判断的是，降准释放了货币政策宽松信号，下半年流动性再度收紧概率低，这意味着，短期内利率右侧风险已经下降，需要观察8月份政府债券的供给情况。

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

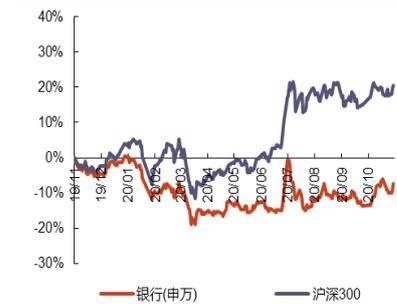
wangyf@ebscn.com

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

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）

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）

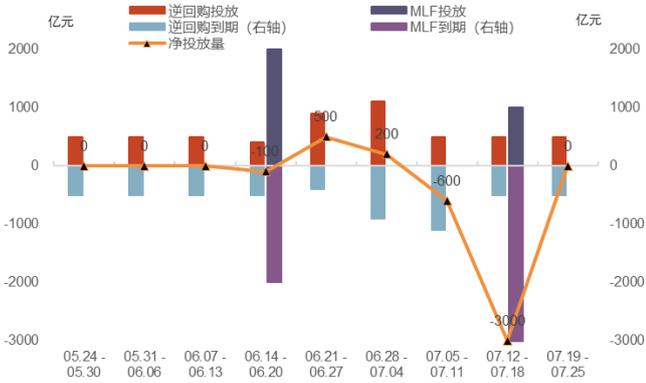
流动性会“变盘”吗？——流动性周报（2021.5.31-2021.6.6）

“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、资金市场的“量价”运行

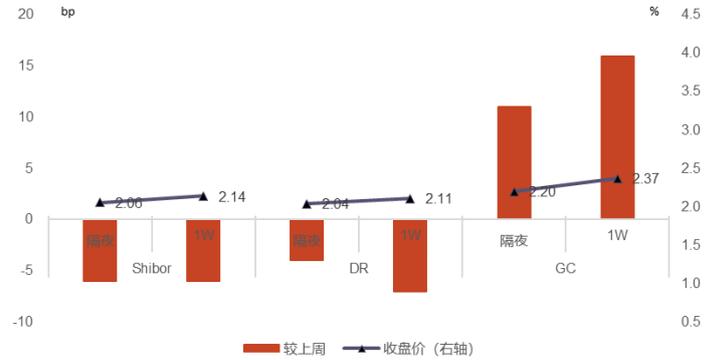
央行延续OMO每日净投放量0的操作。本周央行延续了OMO每日100亿滴灌，到期500亿元，净投放为0。截至7月24日，MLF余额保持5.4万亿，8-9月分别到期7000亿和6000亿，央行或将继续缩量续作。

图 1：央行日均净投放量为 0，周内无 MLF 操作或到期



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 5 月 24 日-2021 年 7 月 25 日

图 2：银行间市场短端利率继续下调，非银短期融资成本回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 19 日-2021 年 7 月 23 日

利率走廊形态维持稳定。本周市场流动性保持合理充裕，短端资金利率小幅下行。下周 DR007 能够实现跨月，预计利率会有小幅上行空间，但压力不大，加之月末财政资金释放，将对流动性形成利好，机构平稳跨月无碍。利率走廊方面，DR007 依然围绕 7 天 OMO 利率震荡运行，走廊形态维持稳定。

截至 7 月 23 日：

- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.06%和 2.14%，均较上周下行 6bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.04%和 2.11%，较上周下行 4bp 和 7bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.20%和 2.37%，较上周上行 11bp 和 16bp。

1Y 国股 NCD 利率持续低于 1Y-MLF 利率。本周 1Y 国股 NCD 发行利率基本维持在 2.75%附近与 1Y-MLF 利差也维持在 20bp 左右。总体来看，周内 1Y 国股 NCD 报价波动幅度较小，基本维持在 2.75%-2.76%区间内，周四短暂上行至 2.77%后迅速回落至 2.76%，缺乏上行动力。

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 23 日

图 4：1Y 国股 NCD 利率维持低点水平

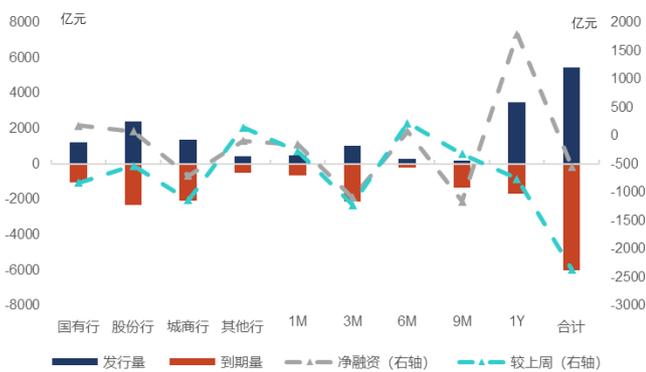


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 7 月 23 日

对于后续 NCD 利率,我们认为:2019 年至今货币政策处于正常化区间时期,1Y 国股 NCD 与 1Y-MLF 利差大体维持在 (-25bp、25bp) 区间,而目前两者利差为-20bp,即便央行不调整 MLF 利率,1Y 国股 NCD 利率至多有 5bp 左右的下行空间。同时,MLF 工具的性价比已显著降低,加之下半年到期规模较大,缩量续作仍将持续,而再贷款、再贷款等定向工具的常态化运作,可以兼顾“调结构、降成本、补缺口”的效果。

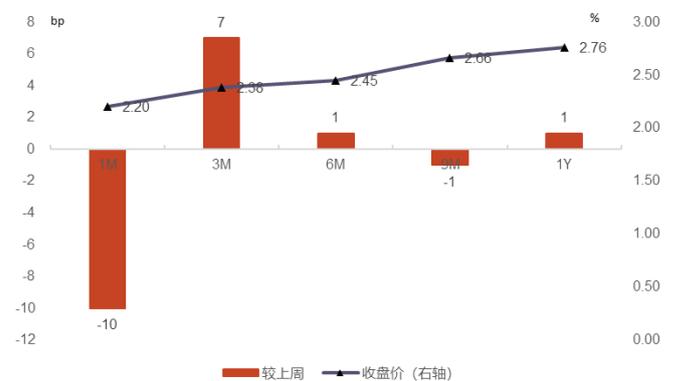
本周 NCD 净融资-543 亿,较上周下降 2358 亿,下周到期 5648 亿。本周国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 180、77 和-706 亿,较上周减少 833、532 和 1138 亿。分期限看:1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资-157、-1089、74、-1161 和 1790 亿,除 6M 期较上周增加 221 亿外,其他品种均有不同程度下降,其中 3M 降幅最大,为-1224 亿。下周 NCD 到期 5648 亿,略低于本周的 5996 亿,预计银行至多采取等量续作方式补充到期缺口。

图 5: 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 7 月 19 日-2021 年 7 月 23 日

图 6: 短端国股 NCD 利率小幅调整, 长端利率基本稳定



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 7 月 19 日-2021 年 7 月 23 日

国股 NCD 短端利率小幅调整, 长端利率基本稳定。本周国股行短期 1M、3M 等品种同业存单利率分别较上周上行-10bp 和 7bp, 6M、9M、1Y 等较长期限品种利率变化不大。城商行短期 NCD 发行利率小幅上行, 1M、3M 同业存单利率分别为 2.32% 和 2.64%, 6M、9M、1Y 利率出现不同幅度下行, 其中 9M NCD 利率降至 3% 以下, 较上周下降 30bp。

2、政府债券的“量价”运行

本周政府债券供给有所放量。本周政府债券发行规模为 3929 亿, 到期 999 亿, 净融资 2929 亿, 较上周增加 4767 亿, 整体供给有所恢复。但利率仍呈现震荡下行态势。造成这种现象的原因:

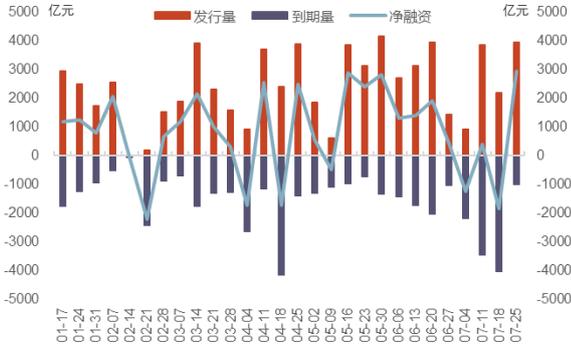
一是英国、东南亚等国家疫情反复, delta 变异病毒的发酵令市场担忧全球经济复苏景气度, 周一避险情绪释放使得美债收益率一度跌破 1.2%, 并带动国内利率走低。

二是尽管本周政府债券供给有所放量, 但仍不足以实现“填坑”, 机构欠配压力依然存在, “降准引致流动性宽松预期+供给持续缩量”的逻辑仍成立。

下周政府债券计划发行 1896 亿, 到期 1093 亿, 净融资规模 803 亿, 较本周有所回落, 加之月末财政支出利好流动性, DR007 尽管面临跨月, 但压力并不大, 10Y 国债利率仍将维持低位震荡。当前情况下, “资产荒”仍在延续, 政府债券供给放量和流动性出现边际拐点恐怕要等到 8 月份, 且可能需要持续维

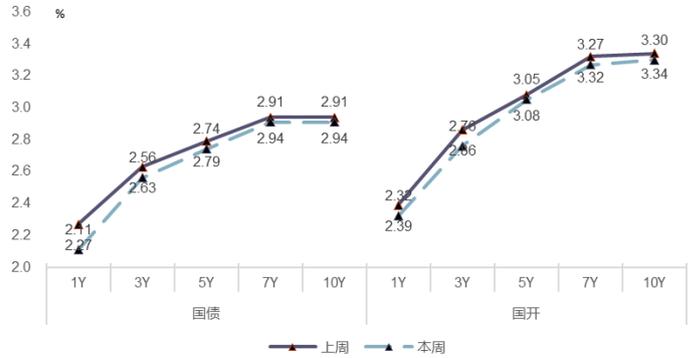
持 3000 亿+的净融资规模，才可推动利率脱离底部震荡。事实上，央行降准之后，市场对后续货币政策是否会继续降准或降息，存在一定分歧，但可以判断的是，降准释放了宽松信号，下半年流动性转为收紧概率不大，这意味着，短期内利率右侧风险已经下降，需要观察 8 月份政府债券的供给情况。

图 7：政府债券净融资规模有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 17 日-2021 年 7 月 25 日

图 8：国债、国开债各期限收益率持续走低

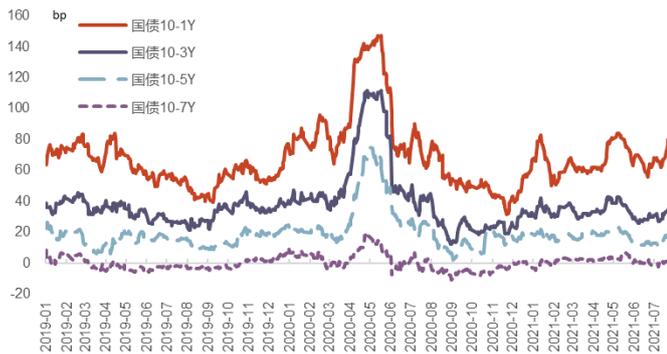


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 19 日-2021 年 7 月 23 日

10Y 国债收益率仍低位运行。目前流动性+供给环境较为友好，“资产荒”仍在延续，自上周 10 年期国债收益率跌破 3% 后，本周利率进一步下行。截至 7 月 23 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.11%、2.56%、2.74% 和 2.91%，较上周分别下行 16bp、7bp、5bp 和 3bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.32%、2.76%、3.05% 和 3.30%，较上周分别下行 7bp、10bp、3bp 和 4bp。

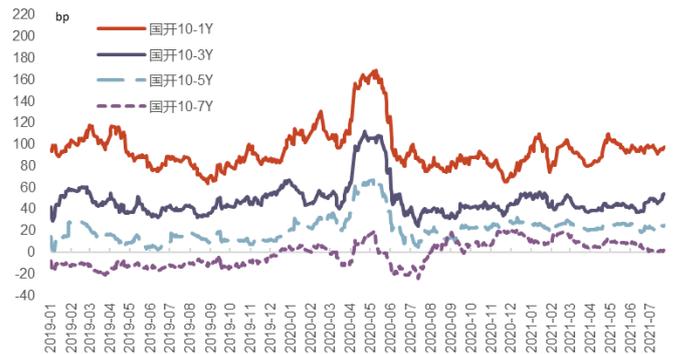
期限利差小幅上升，10 年期与 1 年期利差涨幅最显著。截至 7 月 23 日，国债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 80bp、35bp、17bp 和 0bp，国开债 10-1Y、10-3Y、10-5Y、10-7Y 利差分别为 98bp、54bp、25bp 和 3bp，期限差距较大品种间利差小幅上涨。

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 23 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 23 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
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