

行业研究

下周 MLF、LPR 如何操作？

——流动性周报（2021.8.9-2021.8.15）

本周流动性主要观点

预计 MLF 缩量续作，中标利率维持不变。8月17日 MLF 将到期 7000 亿，下周政府债券计划净融资 4076 亿，较本周增加超过 3000 亿，加之缴税的影响，基础货币缺口较大，但目前超储安全垫依然较厚，NCD 利率显著低于 MLF，料央行有望采取小幅缩量续作 MLF+OMO 放量的方式进行对冲。其中，**MLF 续作规模或维持在 5000 亿左右，中标利率维持不变。而 OMO 可能会结束每日 100 亿模式，适度加大投放力度。**另外，预计下半年支持区域经济协调发展，以及绿色金融领域定向支持工具会进一步发力，料将对基础货币缺口形成一定补充。

NCD 价格低位不会显著影响银行 MLF 申请意愿。目前，1Y MLF 利率高于 1Y 国股 NCD 利率约 27bp，按照商业化原则，银行应大幅退出 MLF。然而从现实操作看：**银行角度**，需要维护与央行的关系，不会大幅退出 MLF，但确有缩量续作意愿；**央行角度**，其所考虑的是市场流动性，每一期 MLF 投放量会有既定目标，并会对部分机构申请量进行再调整，甚至可能出现 MLF 没有到期情况下，通过窗口指导临时性要求机构申请 MLF。同时，央行也需要适当维持 MLF 投放，以形成对 NCD 利率形成“牵扯”，避免其过度偏离 MLF 利率。因此，**即便 NCD 较 MLF 价格更为优惠，银行也不会大幅退出 MLF，而是采取缩量续作模式。**

所谓 GMLF 未必是持续绿色金融的较好工具。近期，市场传言，央行即将推出类似 TMLF 的 GMLF，来支持绿色金融体系发展。但我们认为 GMLF 意义有限：

(1) GMLF 与 TMLF 较为类似，一是利率低于 MLF 约 15bp，二是担保品与 MLF 执行相同规定，可以用绿色贷款进行质押。但当时 TMLF 利率的优惠力度偏弱，激励性明显不足，已逐步退出市场。(2) GMLF 操作对象为一级交易商（2021 年共 50 家），普惠性不足，受益面较窄。因此，GMLF 的定向调控效果可能并不佳，**再贷款、再贴现等工具（利率为 1.75%-2%）本身就可以有效兼顾利率优惠性、操作普惠性等因素，在引导银行加大绿色贷款投放的效果上优于 GMLF。**

预计 8 月 LPR 报价继续维持不变。对于 8 月份，市场利率维持低位，银行体系同负债成本维持低位，部分市场人士认为政策累积效果可以驱动 LPR 下调。但我们认为概率不大，因为：1) LPR 中资金成本计算方法本身就是一个存在争议的议题，包括全成本和边际成本选择、市场利率变化区间选择等；2) 必须考虑银行体系核心存款成本利率依然承压的现状。若 8 月 MLF 利率维持不变，**银行综合负债成本压力难以明显下降，LPR 报价也将继续维持不变。**

下周重点博弈 MLF 操作，2.8%或已成为本轮 10Y 国债利率下行“底部”。本周利率走势对供给不足、社融偏弱等利好因素反应钝化，上行幅度达 7bp。影响因素中：一是 7 月美国非农数据超预期，美债收益率上行，令市场对 taper 加速预期增强。二是 10Y 国债利率降至 2.8%附近后，市场对后续利率下行动能存在分歧。三是周一隔夜利率大幅上行，可能与机构适当控制隔夜融出有关。对于未来利率走势：(1) 政府债券计划净融资 4076 亿，规模相对较大。(2) **以 MLF 续作 5000 亿为基准**，若明显低于 5000 亿，则表现为利空，届时利率或将震荡小幅上行。**前期市场对货币政策预期过高，甚至出现 7 月降准之后，预期后续仍会有降准降息出台，整体做多情绪浓厚，加之供给不足，以及各类不可预期的政策风险扰动，推动利率连续跌破整数点位。**我们认为，后续宏观调控政策将更加侧重于财政发力，央行会在适当时点予以对冲，但不宜期待货币政策的过度宽松，**2.8%或已成为本轮 10Y 国债利率下行“底部”。**

风险分析：市场加杠杆力度较大，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@ebcn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

“结构性资产荒”仍在延续——流动性周报
(2021.8.2-2021.8.8)

政治局会议“开方诊脉”：货币稳健、财政发力——流动性周报 (2021.7.26-2021.8.1)

如何看待 NCD 与 MLF 利率倒挂——流动性周报
(2021.7.19-2021.7.25)

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)

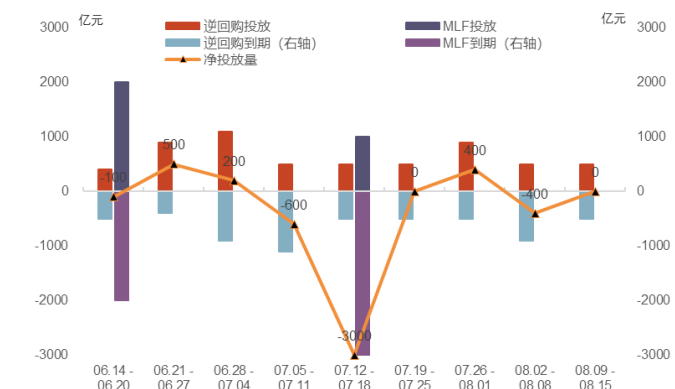
流动性会“变盘”吗？——流动性周报
(2021.5.31-2021.6.6)

1、资金市场的“量价”运行

央行OMO维持每日100亿操作。本周累计投放500亿，到期500亿，净投放为0。下周8月17日到期7000亿MLF，下周政府债券计划净融资4076亿，较本周增加超过3000亿，加之缴税的影响，基础货币缺口较大。

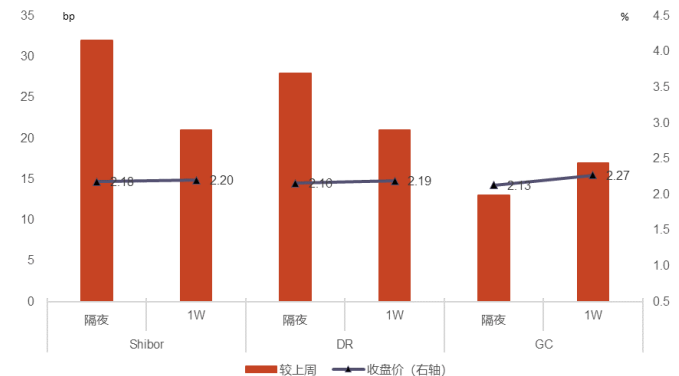
但另一方面，在7月份降准呵护之下，我们测算7月末超储率或已上行至1.5%以上，安全空间有所增厚，即银行间市场流动性的储量依然较为充裕，能够起到缓冲的作用。在此情况下，预计央行有望采取小幅缩量续作MLF+OMO放量的方式进行对冲。其中，MLF续作规模或维持在5000亿左右，中标利率维持不变。而OMO可能会结束每日100亿模式，适度加大投放力度。

图1：央行OMO维持每日100亿操作



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年6月14日-2021年8月15日

图2：短端资金利率有所回升

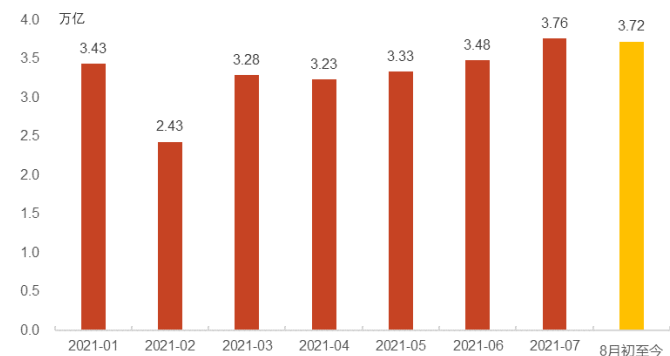


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年8月9日-2021年8月13日

短端资金利率有所回升，DR001和DR007较上周上行幅度均超过20bp，特别是周一市场传闻监管有意要求机构控制隔夜融出量，造成当日隔夜利率大幅上行。截至8月13日：

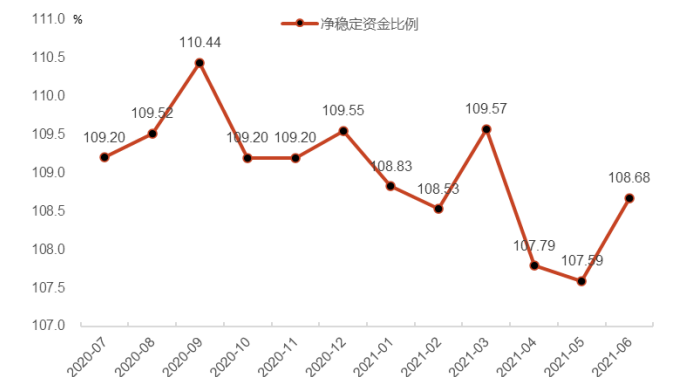
- (1) Shibor1D和Shibor7D分别为2.18%和2.20%，较上周上行32bp和21bp。
- (2) DR001和DR007分别为2.16%和2.19%，较上周上行28bp和21bp。
- (3) GC001和GC007分别为2.13%和2.27%，较上周上行13bp和17bp。

图3：本周R001成交量月度均值情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年1月-7月每月均值，8月1日-13日均值

图4：银行NSFR测算结果

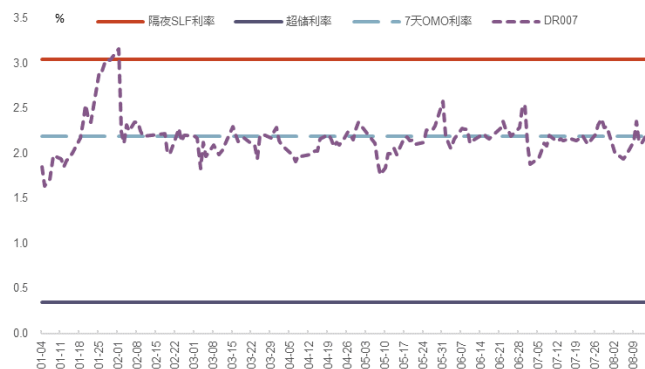


资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2020年7月-2021年6月

R001 日成交量有所回落。本周，短端资金利率有所上行，一定程度上抑制了机构加杠杆行为，R001 日均成交量有所回落，本周均值为 3.55 万亿，较上周末缩减 0.45 万亿。

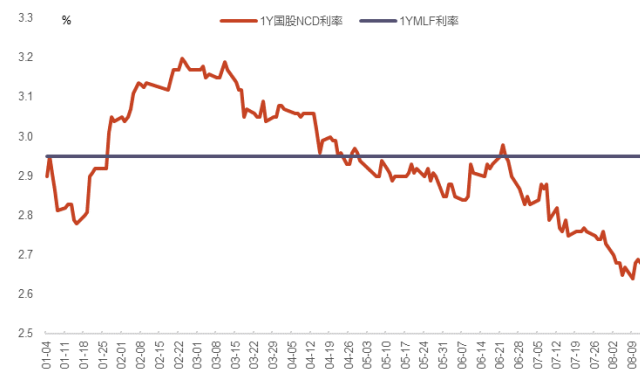
NCD 利率延续低位运行。截至 8 月 13 日，1Y 国股 NCD 利率为 2.68%，与 1YMLF 利差为 27bp，较上周基本变化较小。分期限看：国股 1M 利率较上周下行 15bp 至 2.05%，6M 及 1Y 期较上周小幅上行 2bp 和 1bp 至 2.52%和 2.68%。城商行 NCD 发行利率亦处在下行通道，但下行幅度边际改善，3M、6M、9M 较上周下行 5bp、7bp 和 4bp。

图 5：短端利率走廊形态较为稳定



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 8 月 13 日

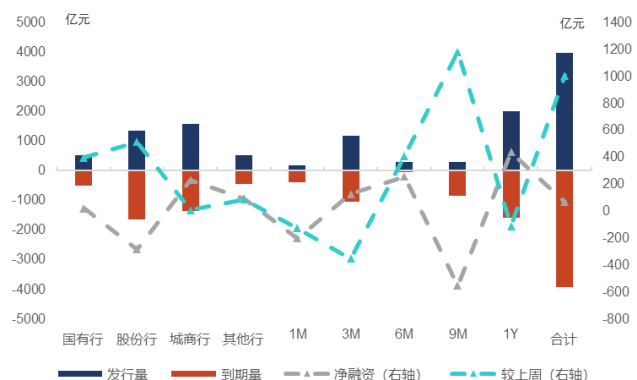
图 6：1Y 国股 NCD 持续低位运行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 8 月 13 日

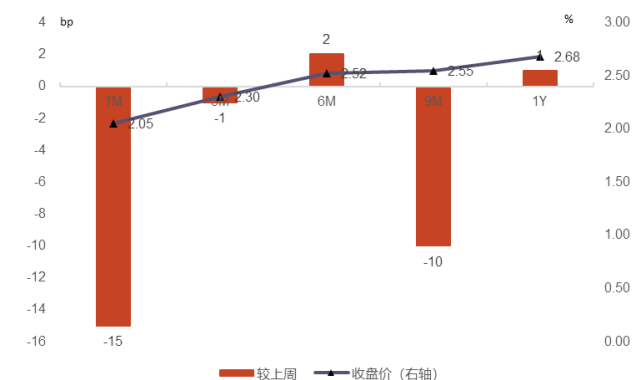
NCD 净融资量依然偏低。本周 NCD 净融资量为 69 亿，非银机构仍面临一定结构性资产荒格局，配置供需矛盾并未得到有效缓解。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 23、-281 和 232 亿，较上周分别增加 398、513 和 9 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资-202、128、256、-553 和 440 亿，较上周增加-126 亿、-351 亿、410 亿、1183 亿及-110 亿。下周 NCD 到期 3995 亿，但基础货币缺口较大，预计银行或将采取等量续作方式弥补到期缺口。

图 7：NCD 净融资规模依然偏低



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 9 日-2021 年 8 月 13 日

图 8：国股 NCD 发行利率持续低位运行

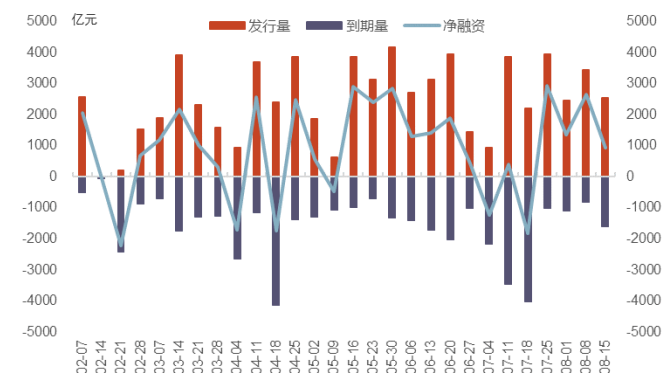


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 9 日-2021 年 8 月 13 日

2、政府债券的“量价”运行

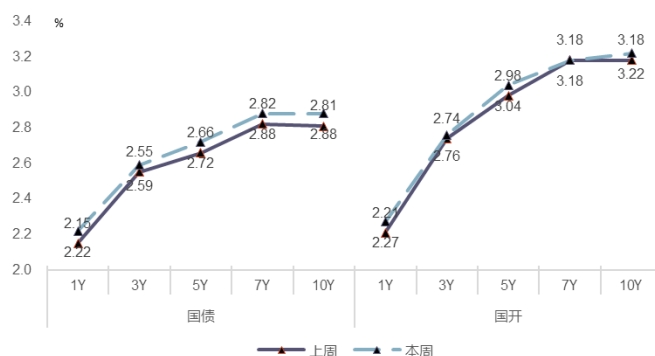
本周政府债券净融资较低，但下周供给将大幅放量。本周政府债券净融资为936 亿，较上周减少 1701 亿，供给量仍处于较低水平。根据发行计划，下周政府债券计划发行 5512 亿，到期 1436 亿，预计净融资将达 4076 亿，供给量将显著恢复。从 8 月份情况看，前三周净融资规模已达 7640 亿，预计全月净融资规模大致维持在 1 万亿左右。特别是对于 8 月下半月的两周，料单周净融资规模维持在 3000 亿以上，将在一定程度上缓解机构“欠配”压力，届时利率或将有所承压。

图 9：政府债券净融资规模偏低



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 2 月 7 日-2021 年 8 月 15 日

图 10：国债、国开债收益率有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 9 日-2021 年 8 月 13 日

本周国债、国开债收益率震荡上行。本周政府债券供给不足 1000 亿，机构仍面临结构性资产荒压力，社融增长大幅低于预期，但利率反应趋于钝化，其中 10Y 国债收益率单周上行幅度达 7bp 左右。截至 8 月 13 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.22%、2.59%、2.72% 和 2.88%，较上周分别上行 7bp、4bp、6bp 和 7bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.27%、2.76%、3.04% 和 3.22%，较上周分别上行 6bp、2bp、6bp 和 4bp。

造成本周利率大幅上行的驱动因素有三：

一是 7 月美国非农数据超预期，美债收益率上行，令市场对 taper 加速预期增强，传统价值股表现较好，不利于利率表现。

二是上周 10Y 国债利率降至 2.8% 附近后，市场对后续利率下行动能存在较大分歧，该点位性价比有所减弱，市场存在自我修正。

三是本周一隔夜利率大幅上行，市场传言监管机构适当控制隔夜融出，动摇了市场流动性持续放松预期。

对于下周利率走势：

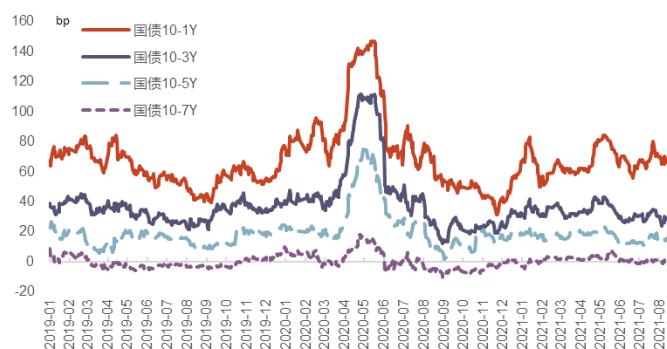
(1) 政府债券计划净融资 4076 亿，规模较大，且创 2020 年 9 月份以来单周新高。若本月最后一周净融资规模仍在 2000-3000 亿左右，8 月全月净融资规模将达到 1 万亿，将有助于缓解机构“欠配”压力。

(2) 考虑到下周较大的政府债券净融资量，加之 MLF 到期 7000 亿，市场均在静待下周 MLF 操作的落地。我们推断：若以 MLF 续作 5000 亿为基准，若明显低于 5000 亿，则表现为利空，届时利率或将继续震荡小幅上行。

前期市场对货币政策预期过高，甚至出现 7 月降准之后，预期后续仍会有降准降息出台，整体做多情绪浓厚，加之供给不足，以及各类不可预期的政策风险扰动，推动利率连续跌破整数点位，并存在超调迹象。

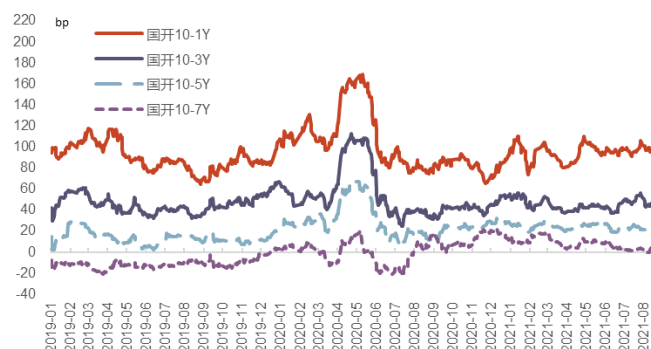
我们认为，后续宏观调控政策将更加侧重于财政发力，央行会在适当时点予以对冲，但不宜期待货币政策的过度宽松，2.8%或已成为本轮 10Y 国债利率下行的“底部”。

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 8 月 13 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 8 月 13 日

3、风险分析

市场加杠杆力度较大，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所载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