

行业研究

MLF 利率、LPR 为何始终“按兵不动”？

——流动性周报（2021.8.16-2021.8.22）

本周流动性主要观点

MLF 利率下调与否并非解决当前经济问题的关键要素。去年疫情以来，我国经济在总量层面复苏向好，但结构层面调整较为缓慢，表现为制造业投资增速依然偏低、基建投资有所放缓、消费需求尚未完全恢复，而房地产业近两年投资增速均值达到 7.3%，明显高于其他领域。今年下半年经济再度承压，与前期结构调整不充分、房地产融资和地方政府隐性债务监管从严、疫情再度抬头下防疫策略趋紧、各类产业政策出台叠加效应有关，加之地方债发行滞后、财政支出力度减弱，对投资稳定造成一定冲击。在当前实体经济融资成本已经很低的形势下，通过下调“MLF 利率—LPR”以此来刺激需求、稳定增长作用相对有限。短期内“稳增长”需要财政体系更加积极。

此时下调 MLF 利率“弊大于利”，政策利率调整窗口仍未到来。（1）当前 NCD 市场利率显著低于 MLF 利率，且运行相对稳定，而 10Y 国债利率交易在 2.85% 附近，与 MLF 利率倒挂。市场流动性相当充裕，并未形成流动性挤压，政策利率调整仍可等待政府债券发行情况再行观察。（2）目前市场利率处于较低水平，R001 每日成交量频繁突破 4 万亿规模，机构“滚隔夜”加杠杆意愿较强，**下调 MLF 利率将进一步刺激加杠杆行为。**（3）今年以来，央行反复强调“稳健货币政策取向没有改变，市场应多关注政策利率运行，而非量的操作”，在已经降准的基础上，短时间内再度调降政策利率是连续释放宽松信号的举措，不利于市场形成稳定预期。（4）美联储启动 Tapper 在即，但料缩表速度较缓，再叠加中美利差安全边际较高，货币政策完全可以做到“以我为主”，也未必急于降息。

8 月 LPR “按兵不动”在情理之中，短期也未必需要调整。

（1）需求端。目前实体经济融资需求走弱，7 月份票据+非银贷款占比显著提升，8 月份以来信贷投放景气度依然不高。在此情况下，**信贷需求减弱的“供需矛盾”本身就会对对公贷款利率形成一定“下拉”，并体现在贷款利率与 LPR 点差收窄上，**无需下调 LPR 来降贷款利率。**（2）政策端。**5Y-LPR 受房地产调控影响较大，**若只调整 1Y-LPR，则收益率曲线形态会持续陡峭，这对于 LPR 作为贷款定价的基准利率地位不利。****（3）资产端。**对公贷款利率已经处于较低水平（6 月末为 4.58%），EVA 比价效应较弱。在负债成本没有显著改善情况下，银行基于商业化原则，主动下调 LPR 的意愿几无可能。**若通过窗口指导或下调 MLF 利率来引导 LPR 下调，将进一步对银行 NIM 造成挤压，甚至可能降低银行对公领域贷款投放意愿。****（4）负债端。**7 月降准至今 NCD 利率下行最大幅度为 30bp 左右，按全成本法初步测算，10 家国股报价行综合成本改善幅度约 2bp 左右。若采用边际成本法定价，并考虑核心存款成本率承压状况，2Q 以来银行 NIM 小幅收窄，政策不足以驱动 LPR 报价 5bp 步长调整。

再贷款、再贴现工具定向性强，兼具“降准与降息”特点，是较为理想的货币政策工具选择。目前经济结构层面调整缓慢，区域经济和信用分化较为突出，政府债券供给量加大将造成基础货币缺口承压，金融风险防范与化解任重道远。面对这些问题，传统的降准、下调 MLF 利率等工具效果欠佳，过度使用反而会产生诸多弊端。**而再贷款再贴现工具定向调控特点强，利率优惠（1.75%-2%），能够有效兼顾“调结构、补缺口、降成本、稳区域、防风险”的效果，未来有望实现常态化运行。**在 Q2 货币政策执行报告中，央行披露推出了 2000 亿再贷款引导区域信贷“再平衡”，后续额度有望进一步提升，其他定向工具也会相继推出。

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

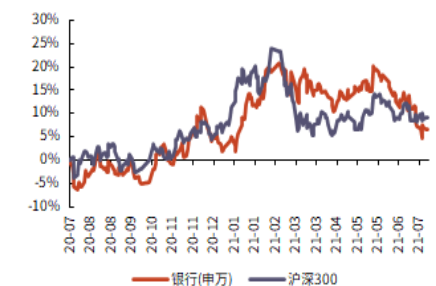
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56518032

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

下周 MLF、LPR 如何操作？——流动性周报（2021.8.9-2021.8.15）

“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）

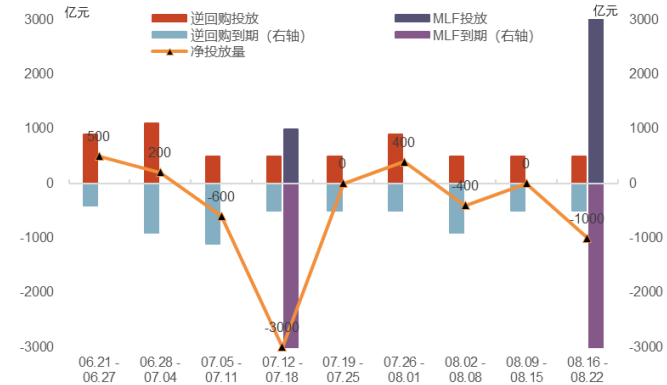
存款利率报价调整影响几何？——流动性周报（2021.6.16-2021.6.20）

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）

1、资金市场的“量价”运行

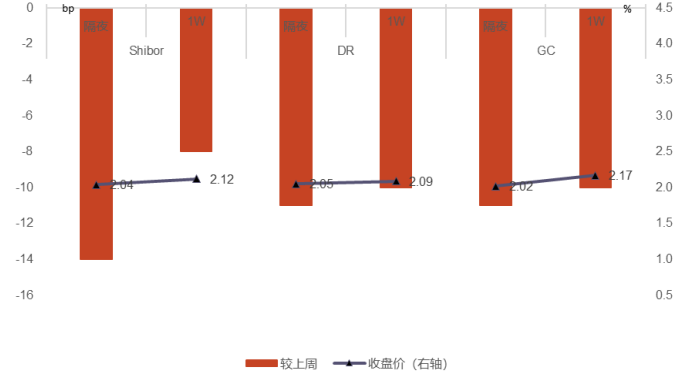
央行延续每日 100 亿 OMO 操作，同时缩量续作 6000 亿 MLF，保持流动性合理充裕。本周央行逆回购累计投放 500 亿，到期 500 亿，8 月 16 日续作 6000 亿 MLF，提前对冲 17 日 7000 亿到期。MLF 小幅缩量续作模式基本符合上周预测，在 8 月缴税叠加政府债券供给放量情形下，央行充分考虑机构资金需求，呵护月中流动性。

图 1：央行延续每日 100 亿 OMO 操作，缩量续作 6000 亿 MLF



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 6 月 21 日-2021 年 8 月 22 日

图 2：短端资金利率有所回落

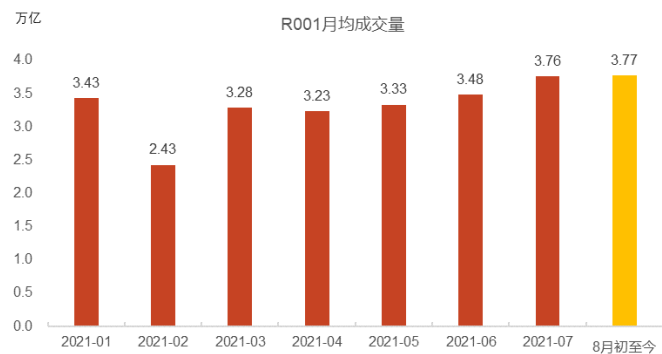


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 15 日-2021 年 8 月 20 日

短端资金利率有所回落。在 6000 亿 MLF 呵护之下，市场流动性保持充裕，短端资金利率均有所下行。截至 8 月 20 日：

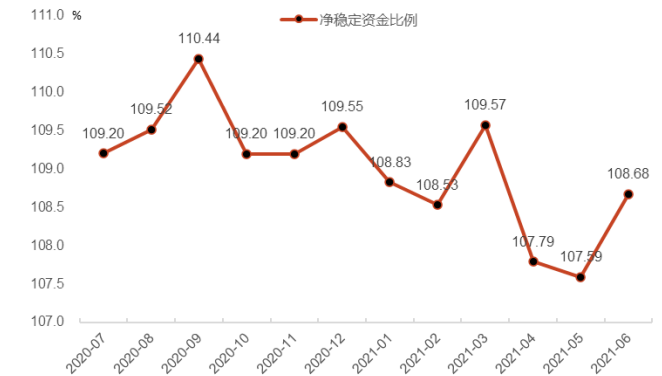
- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.04%和 2.12%，较上周下行 14bp 和 8bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.05%和 2.09%，较上周下行 11bp 和 10bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.02%和 2.17%，较上周下行 11bp 和 10bp。

图 3：本周 R001 日均成交量有所回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-7 月，8 月 1 日至 20 日均值

图 4：银行 NSFR 测算结果

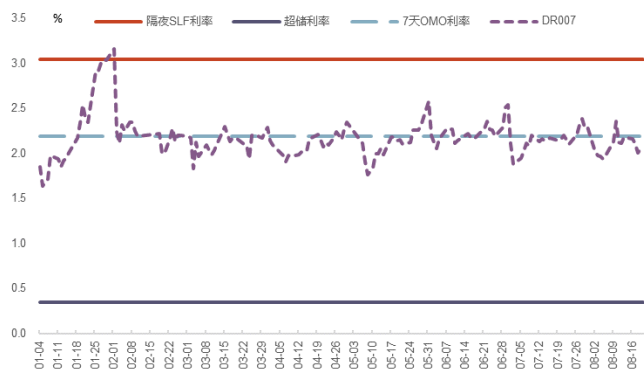


资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2020 年 7 月-2021 年 6 月

R001 日成交量有所回升。本周短端资金利率均有小幅回落，R001 成交量相应回升，18-19 日成交量一度突破 4 万亿，本周 R001 日均成交量达 3.86 万亿，较上周均值提升约 3100 亿，显示机构“滚隔夜”加杠杆意愿较强。

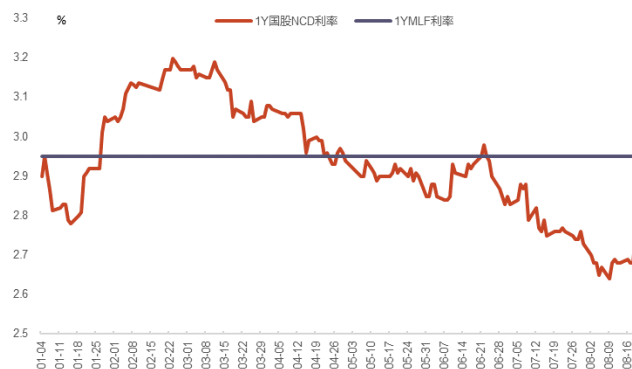
NCD 利率延续低位运行。截至 8 月 20 日，1Y 国股 NCD 利率为 2.68%，与 1YMLF 利差为 27bp，与上周基本持平。分机构看，国股行利率较上周变动幅度维持在±5bp 水平，城商行则维持±15bp 幅度。分期限看：国股 1M 利率较上周下行 5bp 至 2.00%，6M 及 9M 期分别为 2.51%和 2.58%，较上周分别下行 1bp，上行 3bp。城商行各期限存单利率变动不一，较长期限的 9M、1Y 利率变化较明显，分别上行 15bp、下行 11bp 至 2.96%和 2.89%。

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 20 日

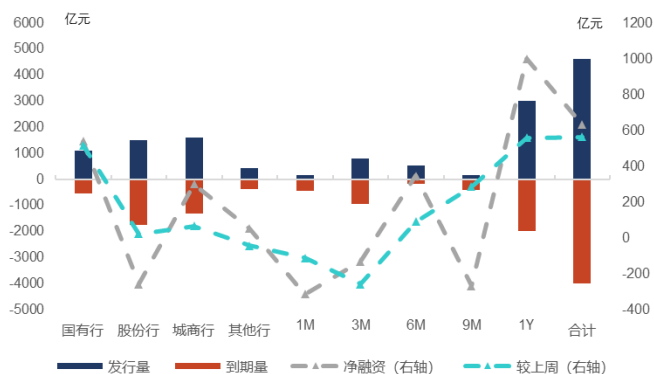
图 6：1Y 国股 NCD 持续低位运行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 8 月 20 日

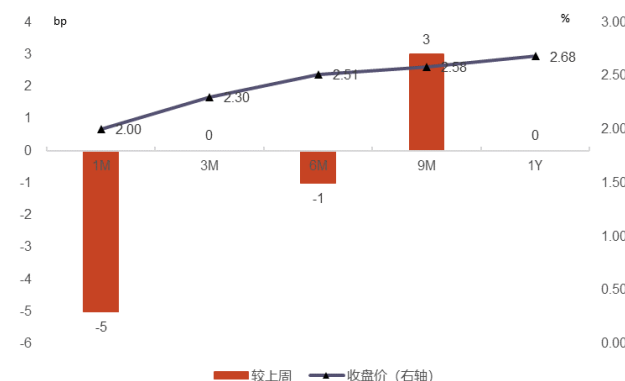
NCD 净融资量小幅回升，但整体规模依然偏低。本周 NCD 净融资量为 632 亿，较上周增加 563 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 540、-259 和 299 亿，较上周分别增加 517、22 和 67 亿，国有行仍为发行主力。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资-315、-131、347、-268 和 999 亿，较上周增加-113 亿、-259 亿、91 亿、285 亿及 559 亿。下周仍有 3618 亿 NCD 到期，随着政府债券供给力度的加大，料银行司库将适度加大 NCD 发行规模，以维持日间流动性稳定。

图 7：NCD 净融资规模小幅回升，但整体依然偏低



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 16 日-2021 年 8 月 20 日

图 8：国股 NCD 发行利率继续低位运行

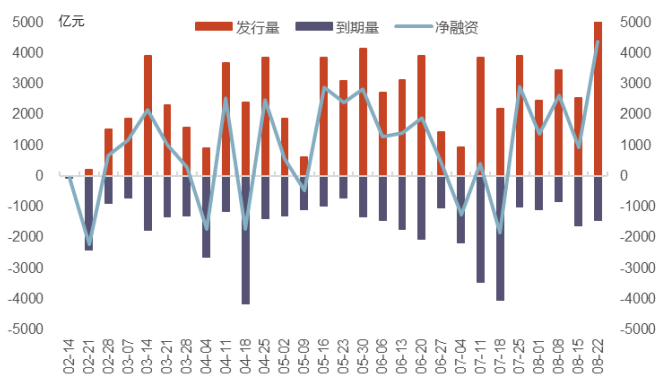


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 8 月 16 日-2021 年 8 月 20 日

2、政府债券的“量价”运行

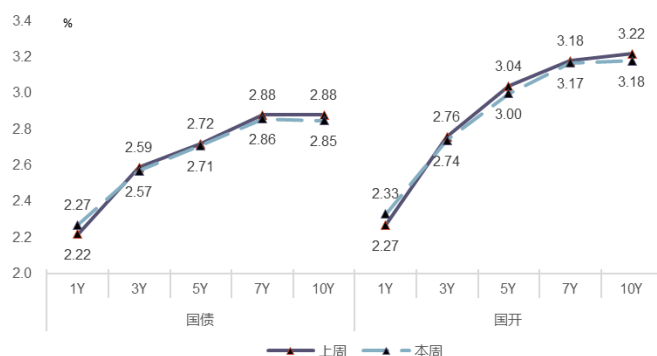
本周政府债券供给大幅放量。本周政府债券净融资为 4378 亿，较上周增加 3442 亿，创年内单周净融资规模新高。根据发行计划，下周政府债券计划发行 3211 亿，到期 971 亿，预计净融资 2240 亿，依然维持了一定的供给强度，预计 8 月政府债券供给规模将超 1 万亿。

图 9：政府债券供给大幅放量，净融资规模创年内单周新高



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年2月14日-2021年8月22日

图 10：国债、国开债收益率小幅下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年8月16日-2021年8月20日

本周国债、国开债收益率震荡下行。截至8月20日，国债1Y、3Y、5Y、10Y收益率分别为2.27%、2.57%、2.71%和2.85%，较上周分别上行5bp，下行2bp、1bp和3bp。国开债1Y、3Y、5Y、10Y收益率分别为2.33%、2.74%、3.00%和3.18%，较上周分别上行6bp，下行2bp、4bp和4bp。

本周利率走势呈现“先冲高、再下行、后翘尾”，我们可以简单予以复盘：

8月16日，央行续作6000亿MLF（到期7000亿），反映出呵护市场意愿较强。早盘10Y国债活跃券210009利率高开在2.9%，MLF靴子落地后市场情绪较好，利率小幅回落至2.88%。7月份经济数据表现不佳，但并未对利率形成过大扰动。

8月17-19日，政府债券供给开始加大，净融资规模达到4300亿，但利率震荡下行至2.84%附近，且在18日下行幅度较大。这主要由于经济走弱背景下，市场交易降息预期所致，此外中东地区地缘政治风险带来的risk off，海外经济体德尔塔变异毒株加剧传播以及流动性依然偏宽松等因素均利好利率，即这三天预期层面力量大于实际供给。尽管美联储公布的7月会议纪要显示，美联储官员在7月议息会议上讨论了可能在2021年底前开始缩减购债规模的计划，但对taper行动的具体时点尚未予以明确，且德尔塔变异毒株引发的疫情仍在美国持续蔓延，单日确诊病例已超过16万人，美国7月零售销售额环比减少1.1%（前值为0.6%），纪要公布后美债利率并未出现明显反应，反而震荡小幅下行。

8月20日，8月LPR报价并未出现调整，令降息预期再度落空，当日政府债券净融资也达到1300亿以上，使得利率小幅回调至2.85%。

回顾这一周利率走势不难发现，尽管政府债券供给大幅放量，但要彻底缓解“资产荒”压力还需维持一定持续性和强度，而央行MLF投放呵护市场，以及市场反复交易降息预期，使得利率在阶段性接近2.9%关键点位时，反而刺激做多情绪，进而导致利率下行。

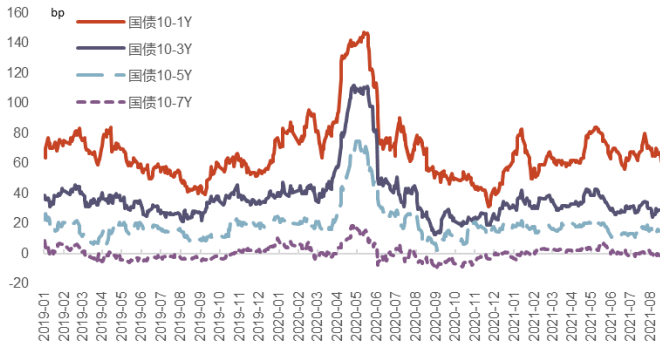
下周政府债券净融资维持在2240亿规模，影响相对“中性”，可重点关注美国时间8月26日-28日举行的杰克逊霍尔全球央行年会，预计届时美联储主席鲍威尔或将释放更多缩减购债规模计划的信号。

总体来看，预计8月份净融资规模大概率突破1万亿，且随着政府债券陆续缴款，资金流入国库并形成财政存款（财政拨款会缓解部分缺口，但预计会预留部分资金用于明年支出），银行超储将会出现一定消耗，司库将适度加大NCD发行力度。同时，9-12月份政府债券供给仍将维持明显高于上半年的强度，月

均净融资规模在 7000 亿以上，随着发行推进，料将显著改善机构“欠配”压力，社融增速在宽信用政策促进下，也有望于 Q3 见底，届时将最终结束长达近半年的“资产荒”格局。

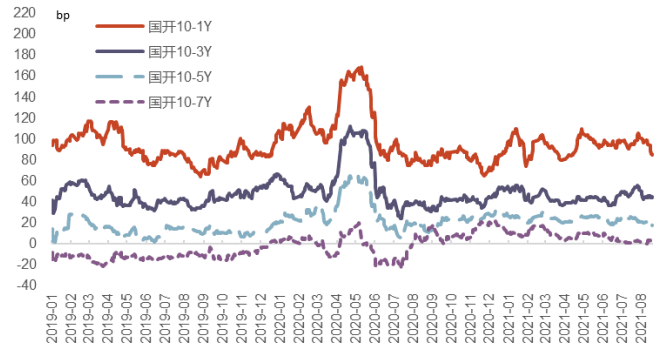
基于上述分析，我们认为年内利率大概呈现震荡行情，经济基本面对利率仍偏友好，但阶段性的回调和扰动因素仍在，包括政府债券供给放量、资产荒压力缓解以及美联储 taper 等，2.8%或已成为本轮 10Y 国债利率下行的“底部”，建议机构顺势而为、高抛低吸，在利率上行接近关键整数点位（如 2.9%）时，应加大配置力度。

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 20 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 20 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