

## 行业研究

## 9月MLF可能缩量续作

——流动性周报（2021.9.6-2021.9.12）

## 本周流动性主要观点

**预计9月份MLF缩量续作，中标利率维持不变。**9月15日MLF到期6000亿，24日国库定存到期700亿，一般存款季节性回升导致缴准压力有所增加，以及政府债券供给有望在中下旬放量，基础货币仍将有一定缺口。不过9月是财政支出大月，且2020-2021年7月份公共财政收入累计同比增速维持在5.68%，而公共财政支出则为0.04%，收支节奏“错位”较为明显。在“稳增长”诉求加大的情况下，基建投资需要发挥“托底”实体经济的作用，财政支出力度有望加大，有助于补充基础货币缺口。另外，3000亿支小再贷款落地也有助于基础货币补充。我们判断：**9月份MLF可能小幅缩量续作，规模维持在5000亿左右，而中标利率依然维持在2.95%不变。**

**NCD利率会打破窄幅区间震荡格局吗？供给端：**今年银行流动性风险偏好较为乐观，流动性不足以对银行资产投放构成实质性约束。NSFR目前仍有超过7个百分点的安全空间，后续即便NCD小幅缩量续作，也不会对NSFR造成太大挤压。从备案额度看，截至9月10日，股份制银行、城商行年内剩余额度分别为1.15、1.14万亿，已不足以覆盖年内到期量，合计缺口为1.4万亿。**需求端：**随着政府债券供给放量，加之NCD利率已处于较低水平，商业银行对于NCD的配置热情明显下降。但今年广义基金流动性较为充裕，现金管理类理财新规落地，部分产品所配置的债券期限面临缩短，对于NCD的配置需求依然较大。同时，DR007和短端利率走廊形态不会出现明显波动，也使得机构“借短端——配置NCD”的盈利预期较为稳定，对NCD的配置需求不会因为流动性环境的“变盘”而萎缩。**1Y国股NCD利率年内也会大概率呈现窄幅震荡格局，阶段性因政府债券供给放量、缴税等因素而突破2.7%的可能性不排除，但空间相对有限。**

**3000亿支小再贷款落地，要求贷款平均利率在5.5%左右。**具体为：**(1) 在今年剩余4个月之内以优惠利率发放给符合条件的地方法人银行。**目前3M-1Y支农支小再贷款利率维持在1.95%-2.25%，我们预计这次支小再贷款利率大概率维持在该水平，较同期限城农商行NCD利率优惠60-80bp，对于负债成本偏高的中小银行而言，具有吸引力。**(2) 要求贷款平均利率在5.5%左右。**事实上，去年央行推出的1万亿再贷款、再贴现额度中，支小再贷款发放的贷款利率同样要求维持在5.5%左右。而这次再次确定为5%，表明支小贷款利率具有一定的延续性。去年疫情期间，MPA对于国有大行普惠小微贷款定价的考核不超过1Y LPR（3.85%），但这一要求并不针对城农商行，这类机构通过信用下沉、网点下沉等方式，与国有大行执行差异化的客群策略，实际普惠小微贷款利率可能会明显高于5.5%。因此，**5.5%的支小贷款利率既有助于降低中小企业融资成本，也适当兼顾了贷款的经济性。****(3) 再贷款采取“先贷后借”模式发放，这一模式将保证货币政策工具的精准性和直达性。**

**投资建议。**供给端：9月13日-19日期间，政府债券净融资为3353亿，资产端力量正在积累。需求端：预计央行小幅缩量续作5000亿MLF，但若明显低于5000亿，则市场会出现较大反应。伴随着长端利率的震荡，短端利率自8月份以来已出现较明显上行，主要与前期宽松的流动性环境，加之降准的利好，以及市场对后续可能再度推出降准降息抱有一定预期，使得短端利率交易性下行。近期尽管流动性环境依然友好，但进一步宽松的预期已有所减弱，短端利率也面临一定回调。整体来看，**年内长端利率仍将呈现震荡态势，右侧风险可控，10Y国债2.8%作为底部已非常明确，收益率曲线则有望呈现平坦化趋势。**

**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

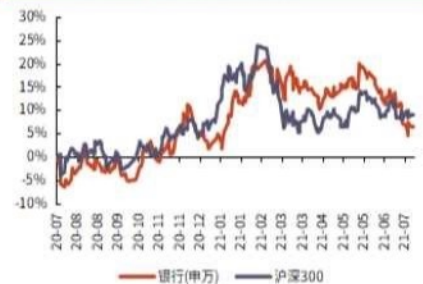
wangyf@ebsecn.com

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

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

8月末票据利率为何大幅反弹？——流动性周报（2021.8.23-2021.8.29）

MLF利率、LPR为何始终“按兵不动”？——流动性周报（2021.8.16-2021.8.22）

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）



## 1、资金市场的“量价”运行

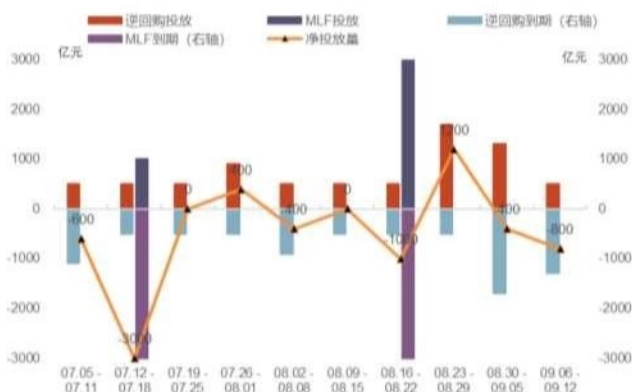
**央行维持每日 100 亿 OMO 操作，预计 9 月 MLF 缩量续作，中标利率维持不变。**本周 OMO 操作累计投放 500 亿，到期 1300 亿，净回笼 800 亿，但流动性并无大碍。目前，市场比较关心 9 月 MLF 的量价操作：

量方面，9 月 15 日 MLF 到期 6000 亿，24 日国库定存到期 700 亿，一般存款季节性回升导致缴准压力有所增加，以及政府债券供给有望在中下旬放量，基础货币仍将有一定缺口。不过 9 月是财政支出大月，且 2020-2021 年 7 月份公共财政收入累计同比增速维持在 5.68%，而公共财政支出则为 0.04%，收支节奏“错位”较为明显。在稳增长诉求加大的情况下，基建投资需要发挥“托底”实体经济的作用，财政支出力度有望加大，有助于补充基础货币缺口。

价方面，在经济有所承压、融资需求走弱情况下，一般贷款利率会出现自发性下行。根据央行披露的数据，1-7 月份均值为 4.63%，这一利率已处于较低水平，并弱化了信贷业务的 EVA 比价和商业可持续性原则，导致部分银行对公贷款投放不足，并上调了下半年债券投资额度。在 LPR 与 MLF 利率高度联动情况下，若下调 MLF 利率，必将造成 LPR 报价的同步下调，而核心存款成本率依然承压，进而会对银行 NIM 形成侵蚀，甚至进一步弱化信贷投放意愿。

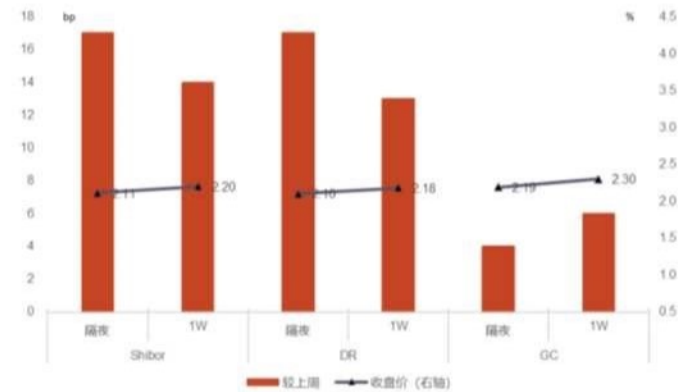
综合来看，我们判断：**9 月份 MLF 操作，大概率会延续 8 月份小幅缩量模式，面对 6000 亿 MLF 到期，央行续作规模料维持在 5000 亿左右，而中标利率依然维持在 2.95% 不变。**

图 1：央行维持每日 100 亿 OMO 操作



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 5 日-2021 年 9 月 12 日

图 2：短端资金利率小幅上行

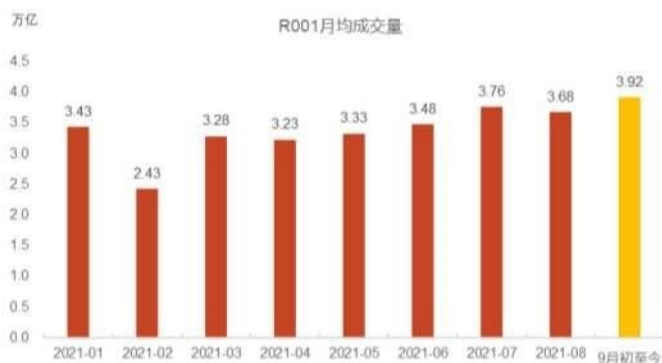


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 6 日-2021 年 9 月 10 日

**短端资金利率小幅上行**，利率走廊形态维持稳定。本周央行适量回笼资金，加之政府债券供给量有所回升，市场资金利率出现小幅上行。截至 9 月 10 日：

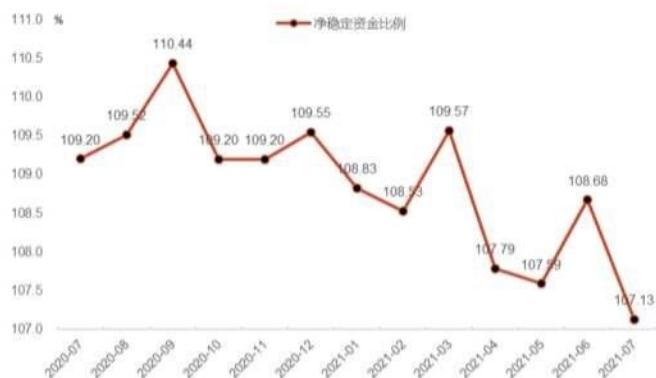
- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.11%和 2.20%，较上周上行 17bp 和 14bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.10%和 2.18%，较上周上行 17bp 和 13bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.19%和 2.30%，较上周上行 4bp 和 6bp。

图 3：9 月以来 R001 成交量维持高位



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月-8 月，9 月 1 日至 10 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 7 月

**R001 成交量维持高位。**9 月 1-10 日，R001 成交量为 3.92 万亿，较 8 月同期增加 0.14 万亿。本周 R001 日均成交量达 3.96 万亿，周中一度突破 4 万亿关口，显示流动性预期较为乐观情况下，非银机构加杠杆意愿仍旧较强。

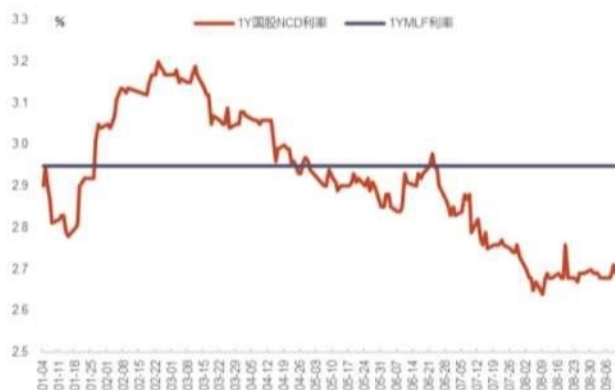
**本周 NCD 利率持续低位运行。**截至 9 月 10 日，1Y 国股 NCD 利率为 2.69%，与 1YMLF 利差为 26bp，同上周基本持平。国股行、城商行利率较上周均有小幅上行。分期限看，国股 1M、3M、6M 分别上行 20bp、5bp、13bp 至 2.30%、2.34%和 2.60%。城商行 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 9bp、5bp、12bp、3bp、0bp 至 2.39%、2.58%、2.89%、2.93%和 2.94%。

图 5：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-2021 年 9 月 10 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 9 月 10 日

**NCD 净融资量有所回升。**本周 NCD 净融资量为 806 亿，较上周增加 951 亿。分机构看：国有银行、股份制银行和城商行分别净融资 75、916 和-85 亿，较上周分别增加 218、631、239 亿，股份行仍为存单发行主力。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资 8、-208、-239、-172 和 1417 亿，较上周增加 396、157、70、142 及 186 亿。**9 月 13 日-19 日计划发行 663 亿，到期 2537 亿，净融资量预计为-1874 亿。**

自 8 月 3 日以来，1Y 国股 NCD 利率基本维持在 2.6-2.7% 区间，**市场比较关心，NCD 利率何时能打破这种窄幅区间震荡格局。**

对于这一问题，我们一直以来的分析框架，是基于“供求关系”进行判断。



供给端：NCD 由银行司库、金融市场部、同业部发行。司库发行 NCD 的主要目的，主要是为了满足流动性监管指标达标（日间流动性安全无需通过发 NCD 满足，拆借隔夜或 7 天即可），而业务部门则有自身的资产负债摆布策略，但也会受到司库相关流动性限额指标的要求，发行 NCD 的主要目的，也是在于补充中长期负债。

需求端：NCD 配置的主力机构是商业银行（主要是农商行配置意愿较强）和广义基金，配置规模比例大致为 1: 2。

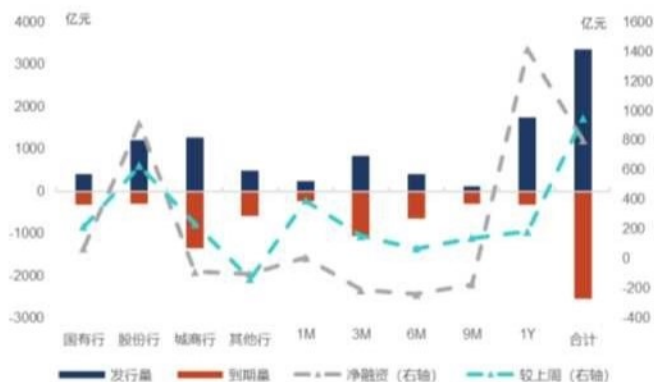
### 从供给端来看：

(1) 初步测算 7 月 NSFR 为 107.13%，预计 8 月份在一般存款增长回暖情况下，NSFR 会出现小幅回调。目前，司库早已安排好后续的流动性监管指标达标计划，三季末时点达标基本无忧，而年末时点会陆续通过 9M-1YNCD 的发行，即可确保达标，整体压力不大。从今年上半年银行资产负债摆布情况看，在一般存款增长相对乏力情况下，部分银行主动调整负债结构，加大了短期同业资金的吸收，控制综合负债成本，即存在通过加大资产负债期限错配来提升盈利能力的诉求。

因此我们判断，今年银行流动性风险偏好较为乐观，流动性不足以对银行资产投放构成实质性约束，相反核心一级资本充足率影响更大。NSFR 目前仍有超过 7 个百分点的安全空间，后续即便 NCD 小幅缩量续作，也不会对 NSFR 造成太大压力。但部分前期资产负债错配相对“激进”银行，NSFR 回落幅度更大一些，后续还需要通过加大 NCD 发行和稳存增存力度，来保证流动性监管指标的达标。

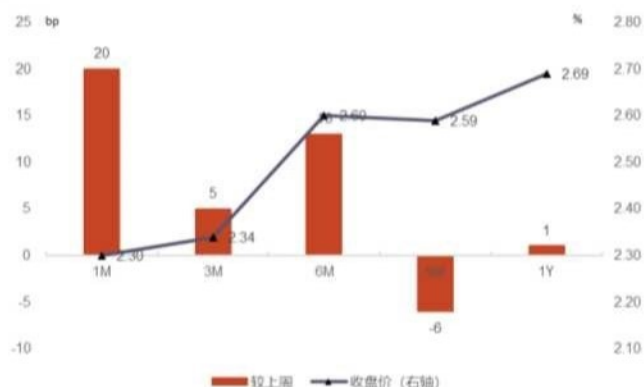
(2) 但从备案额度看，截至 9 月 10 日，国有银行、农商行 NCD 年内剩余额度分别为 0.74、0.65 万亿，能够有效覆盖年内到期规模，且还有部分超额续发的空间，加之这两类机构存款增长相对好一些，流动性压力并不大。但**股份制银行、城商行年内剩余额度分别为 1.15、1.14 万亿，已不足以覆盖年内到期量，合计缺口为 1.4 万亿。**

图 7：NCD 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 9 月 6 日-2021 年 9 月 12 日

图 8：国股 NCD 发行利率小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 6 日-2021 年 9 月 12 日

### 从需求端看：

(1) 今年 1-8 月份，商业银行配置 NCD 规模为-905 亿，远不及去年同期的 5257 亿。特别是 6-8 月份，NCD 减持 2619 亿，同比多减 5118 亿，即随着政府债券供给放量，加之 NCD 利率已处于较低水平，商业银行对于 NCD 的配置热情明显下降，预计年内不会出现明显改善。

(2) 广义基金 1-8 月份配置 NCD 规模为 1.38 万亿，同比多增 1.85 万亿。今年广义基金流动性较为充裕，现金管理类理财新规落地，使得机构逐步整改和

调整资产配置结构，通过信用下沉、拉长久期增厚收益的模式将受到约束，部分产品所配置的债券期限面临缩短，永续债、二级资本债等长期品种占比趋于下降，非标占比大幅收缩。在此情况下，机构对于 NCD 的青睐将进一步增加，年内广义基金对于 NCD 的配置需求依然较大。

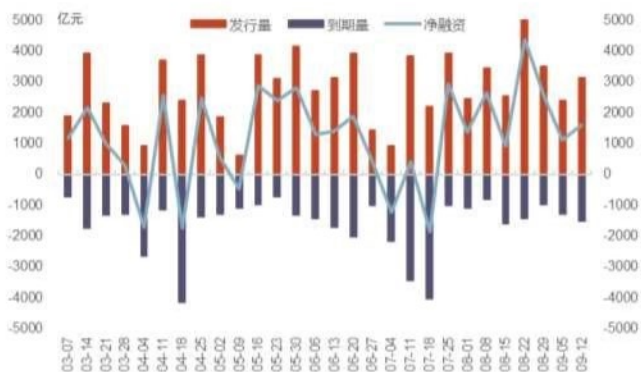
(3) 年内货币政策和流动性环境相对友好，DR007 和短端利率走廊形态不会出现明显波动，也使得机构“拆短端——配置 NCD”的盈利预期较为稳定，对 NCD 的配置需求不会因为流动性环境的“变盘”而萎缩。

综合供需两端情况下，我们判断，1Y 国股 NCD 利率年内也会大概率呈现震荡格局，阶段性因政府债券供给放量、缴税等因素而突破 2.7% 的可能性不排除，但空间相对有限。

## 2、政府债券的“量价”运行

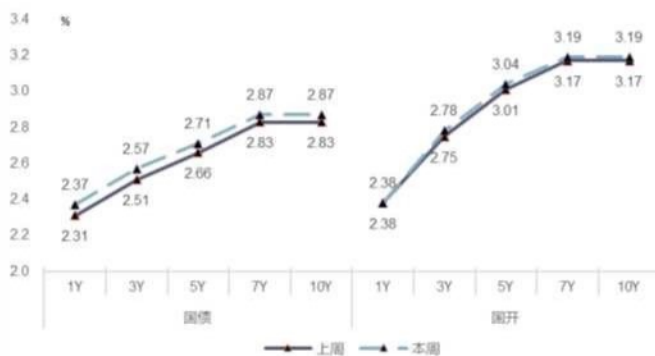
**本周政府债券供给小幅加量。**本周政府债券净融资为 1598 亿，较上周增加 488 亿。预计后续供给力度加大，9 月 13 日-19 日计划发行 3921 亿，到期 569 亿，净融资 3353 亿。9 月下旬，政府债券单周到期规模均在 700 亿内，预计净融资规模将逐步加大。

图 9：政府债券供给小幅加量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 7 日-2021 年 9 月 12 日

图 10：国债、国开债收益率小幅震荡上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 6 日-2021 年 9 月 12 日

**本周国债、国开债收益率小幅上行。**截至 9 月 10 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.37%、2.57%、2.71%和 2.87%，较上周分别上行 6bp、6bp、5bp 和 4bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.38%、2.78%、3.04%和 3.19%，较上周分别上行 0bp、3bp、3bp 和 2bp。

本周 10Y 国债收益率上行近 4bp，主要驱动因素，在于市场对国务院政策吹风会上央行官员表述的理解偏“鹰派”，以及出口数据向好所致。

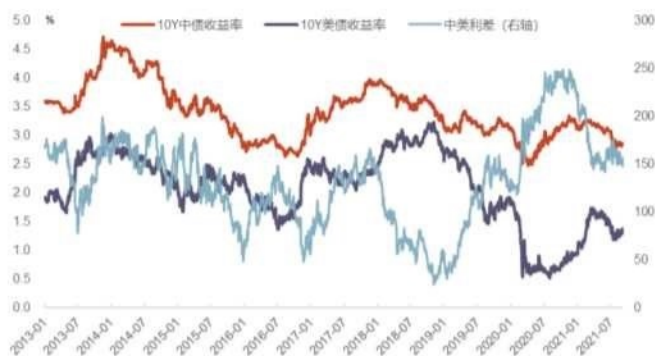
(1) 近段时期，市场反复交易宽松预期，降准、降息传言较为频繁，特别是在国常会召开当天反应较为明显。而对于本次吹风会上央行领导的表态，市场解读为略偏鹰派，主要表现在：一是未提及“降准、降息”表述，二是孙国峰司长强调年内不存在很大的基础货币缺口，特别是金融机构的预防性流动性需求下降情况下，目前不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行，令市场对央行后续进一步宽松预期减弱。

(2) 9 月 7 日，海关总署公布我国 8 月进出口数据，美元计价进出口同比增速均录得 25% 以上增速，令市场对经济走弱的悲观预期有所修复，当天利率



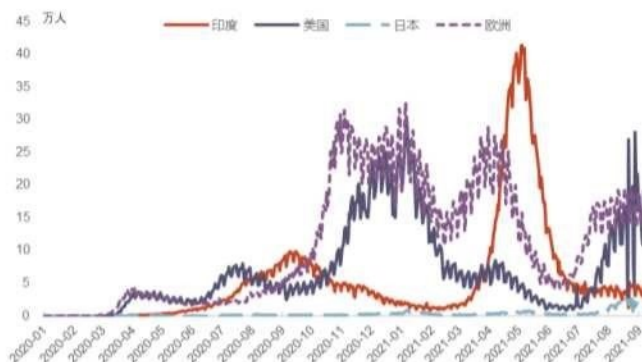
反应较为明显。相反，9月9日通胀数据公布后，市场反应较为平淡，PPI的高企已基本被市场所预期，而9月10日公布的金融数据，也基本符合市场预期。

图 11: 中债小幅上行, 美债震荡走势, 利差在 150bp 上下持稳



资料来源: Wind, 光大证券研究所绘制; 数据时间: 2013 年 1 月-2021 年 9 月

图 12: 美欧当日新增新冠数据较上周改善, 但依然不容乐观



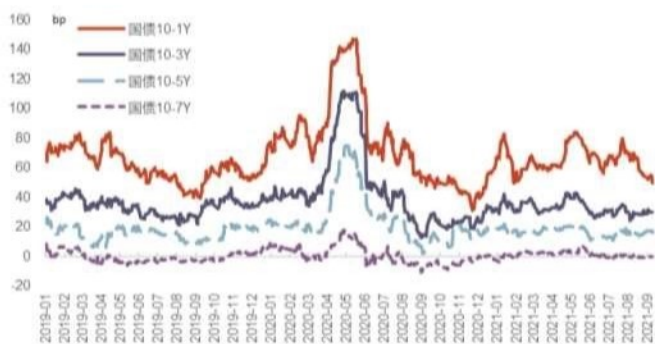
资料来源: Wind, 光大证券研究所绘制; 数据时间: 2020 年 1 月-2021 年 9 月

对于未来情况, 我们依然延续供求分析框架。供给端: 9 月后两周供给力度有所加大, 9 月 13 日-19 日政府债券净融资为 3353 亿, 资产端力量正在积累。需求端: 9 月 MLF 到期 6000 亿, 我们倾向性认为央行小幅缩量续作 5000 亿, 但若明显低于 5000 亿, 则市场会出现较大反应。9 月是财政支出大月, 即需求端面临的流动性环境依然友好。

需要强调的是, 伴随着长端利率的震荡, 短端利率自 8 月份以来已出现明显上行。截至 9 月 10 日, 1Y 国债利率为 2.37%, 较 8 月初上行 24bp。究其原因, 主要与前期宽松的流动性环境, 加之降准的利好, 以及市场对后续可能再度推出降准或降息抱有一定预期, 使得短端下行幅度更大。而近期尽管流动性环境依然友好, 但进一步宽松的预期已有所减弱, 短端利率也面临一定回调。

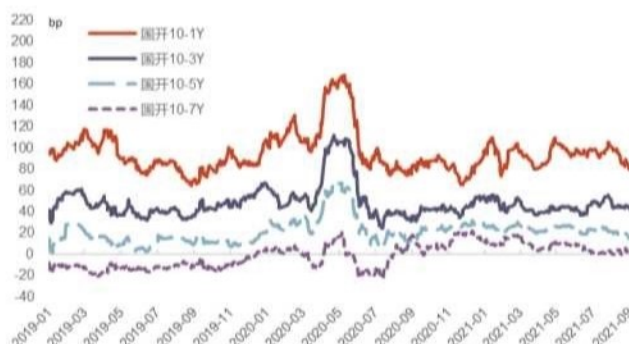
整体来看, 年内长端利率仍将呈现震荡态势, 10Y 国债利率 2.8% 作为底部已较为明确, 收益率曲线则有望呈现平坦化趋势。

图 13: 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 9 月 10 日

图 14: 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 9 月 10 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
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。
<b>基准指数说明:</b> 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曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体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