

行业研究

年内降准窗口或已关闭

——流动性周报（2021.9.13-2021.9.19）

本周流动性主要观点

年内 MLF 或继续维持等量续作，央行再度降准概率较低。

(1) 在结构性流动性短缺框架下，银行超额流动性会随着“资产投放—存款派生—缴准”而逐步消耗，即每隔一段时期，央行需要深度释放一定中长期资金补充超储。

(2) 去年四季度永煤、紫光违约事件后，央行通过“扭转操作”稳定流动性，11-12月实现 MLF 净投放 7500 亿。今年 7 月，央行降准释放 1 万亿资金置换 4000 亿 MLF，实现中长期资金净投放 6000 亿，与上一轮体量大体相当。

(3) 9 月 MLF 等量续作，预示本轮中长期资金投放基本结束。年内 MLF 仍有 2.45 万亿到期，央行可能仍将延续等量续作模式，并继续让银行在结构性流动性短缺框架下运行。

(4) 前期已投放 2000 亿再贷款支持区域法人金融机构，3000 亿支小再贷款在年内陆续全部投放。预计年内仍将有一定规模的支农、支小、绿色等再贷款工具出台，同时 2000 亿金融稳定再贷款存在扩容空间。2021 年通过各类再贷款释放的基础货币规模不亚于一次降准，兼具“结构性降准与降息”的效果。

年内央行再度降准概率较低。若按照这两轮规律线性外推，下一次中长期流动性的深度释放，或落在 2022 年 Q1，用以支持年初信贷“开门红”。

Q4 银行流动性较前期或略有承压，但总体无大碍。今年以来，受一般存款与非银存款“跷跷板效应”、信贷增长较快影响，银行 NSFR 持续下滑。初步测算，截至 8 月末 NSFR 为 107.15%，较 2020 年 12 月末下降 2.4 个百分点。四季度：

(1) 银行体系流动性风险指标并不悲观，对于年末时点的监管指标下滑存在一定容忍度，只要不出现显著压力（如 NSFR 降至 105% 以下），均符合银行合意目标。

(2) 年内 NCD 到期规模在 4.6 万亿左右，而银行 NCD 备案剩余额度在 3.7 万亿，在扣除到期量后仍存在 1 万亿的缺口。假定这些 NCD 全部为 1 年期，则 1 万亿 NCD 缺口将对 NSFR 形成约 0.4-0.5% 的消耗，影响相对可控。

(3) 股份制银行压力略大一些，预计后续国股 NCD 利率中枢将有所上行，其中 1YNCD 利率会突破 2.7%，但在风险偏好相对乐观情况下，上行空间不大。

10Y 国债利率 2.8% 底部明确，年内或围绕 2.9% 中枢运行。随着 MLF 的等量续作，前期中长期流动性的深度释放也告一段落，央行货币政策工具综合成本也将有所提升，进而对中长端利率形成一定“牵扯”。在供求分析框架下，资产端的力量正在逐步积累，中秋前一周净融资规模再度上到 3500 亿以上；负债端降准、降息预期则反复落空，使得利率一度上行至 2.9%。但央行连续两个交易日维持千亿规模的 OMO 净投放，提振了市场情绪，加之利率上行至 2.9% 的阶段性高位后，刺激了做多情绪，压制利率上行空间，我们推测：

(1) 年内在没有降准、降息等超预期利好和重大风险事件冲击等因素冲击下，2.8% 将是 10Y 国债利率底部，支撑较强。 (2) 供给因素、美联储 taper 对利率的扰动是阶段性的，银行信贷“结构性资产荒”压力下，四季度债券投资配置需求释放会起到利率“稳定器”的作用。

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

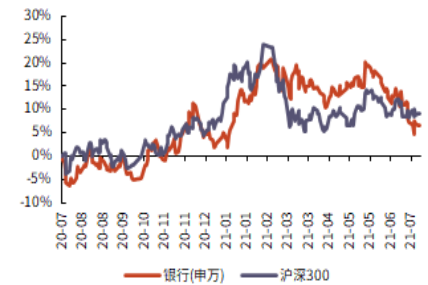
wangyf@ebscn.com

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

9 月 MLF 或量稳价平，NCD 维持横盘格局——流动性周报（2021.9.6-2021.9.12）

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）

1、资金市场的“量价”运行

央行加码 7 天 OMO、重启 14 天 OMO，前瞻性布局跨国庆流动性。随着缴税高峰时期的来临，加之政府债券单周净融资规模再度增加值 3500 亿以上，央行也适度加码公开市场操作，17-18 日，7 天 OMO 操作量提升至每日 500 亿。同时，时隔七个月，央行重启了 14 天 OMO，单日投放量 500 亿，中标利率维持 2.35% 不变，以满足跨国庆节流动性需求。9 月 13-17 日，OMO 累计净投放 1900 亿。

随着季末、国庆的临近，预计央行仍将适度加大 OMO 投放力度，在具体操作上，可能仍将维持“7 天+14 天”的工具组合，一方面呵护跨季末、国庆流动性，另一方面避免资金过度集中在 10 月 8 日到期。

9 月 MLF 等量续作，标志着中长期流动性释放基本结束，年内降准概率较低。9 月 15 日，央行等量续作 6000 亿 MLF，结束了连续两个月缩量续作。我们推测：

(1) 在结构性流动性短缺框架下，银行超额流动性会随着“资产投放—存款派生—缴准”而逐步消耗，即每隔一段时期，央行需要深度释放一定中长期资金补充超储。

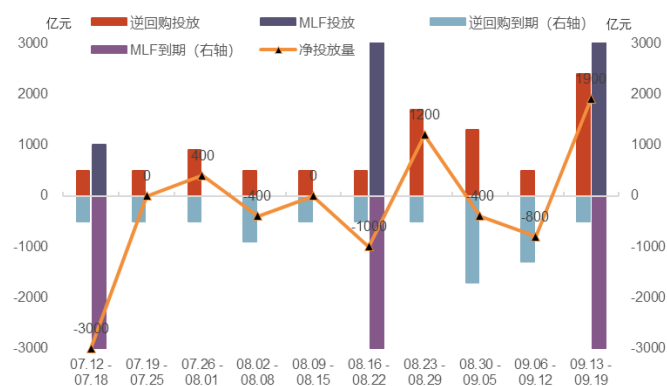
(2) 去年四季度永煤、紫光违约事件后，央行通过“扭转操作”稳定流动性，11-12 月实现 MLF 净投放 7500 亿。今年 7 月，央行降准释放 1 万亿资金置换 4000 亿 MLF，实现中长期资金净投放 6000 亿，与上一轮体量大体相当。

(3) 9 月 MLF 等量续作，预示本轮中长期资金投放基本结束。**年内 MLF 仍有 2.45 万亿到期，央行可能仍将延续等量续作模式，并继续让银行在结构性流动性短缺框架下运行。**

(4) 前期已投放 2000 亿再贷款支持区域法人金融机构，3000 亿支小再贷款在年内陆续全部投放。预计年内仍将有一定规模的支农、支小、绿色等再贷款工具出台，同时 2000 亿金融稳定再贷款存在扩容空间。**2021 年通过各类再贷款释放的基础货币规模不亚于一次降准，兼具“结构性降准与降息”的效果。**

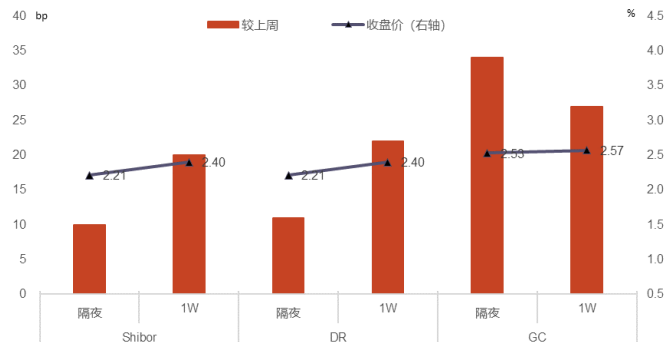
年内央行再度降准概率较低。若按照这两轮规律线性外推，下一次中长期流动性的深度释放，或落在 2022 年 Q1，用以支持年初信贷“开门红”。

图 1：央行加码公开市场操作



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 12 日-2021 年 9 月 19 日

图 2：短端资金利率持续上行

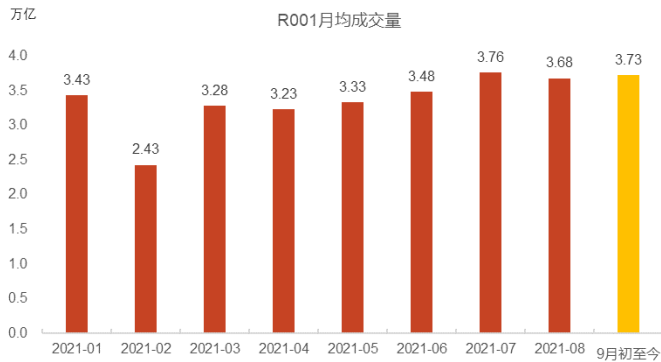


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 13 日 -2021 年 9 月 17 日

资金面维持紧平衡，短端利率持续上行。在缴税、政府债券供给放量等因素叠加影响下，银行间市场资金面维持紧平衡态势，短端利率持续上行。截至9月17日：

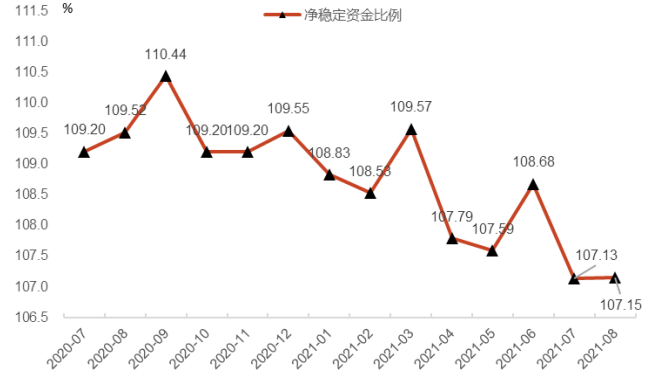
- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 2.21%和 2.40%，较上周上行 10bp 和 20bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 2.21%和 2.40%，较上周上行 11bp 和 22bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.53%和 2.57%，较上周上行 34bp 和 27bp。

图 3：本周短端利率持续小幅上行，R001 成交量有所压降



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17日均值

图 4：银行 NSFR 测算结果

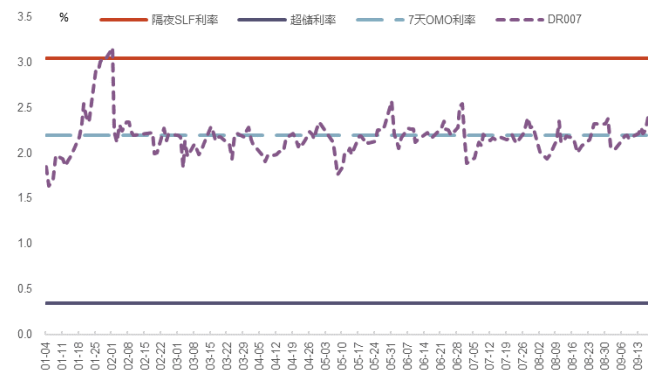


资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2020年7月-2021年8月

R001 成交量有所压降。近期资金面维持紧平衡状态，短端利率有所上行，一定程度上压制了银行间回购市场成交规模。9月13-18日，R001日均成交量为3.4万亿，较前一周下降5400亿。

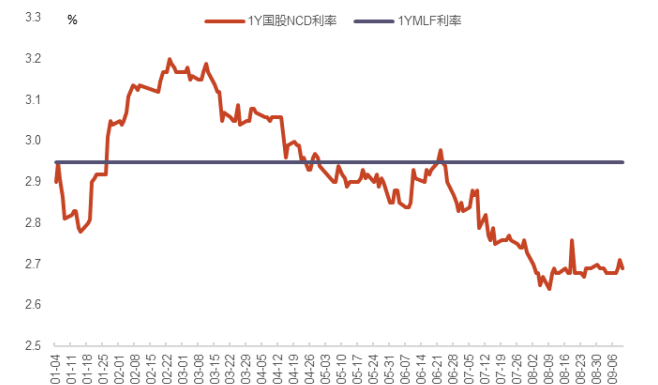
本周 NCD 利率持续低位运行。截至9月17日，1Y 国股 NCD 利率为 2.69%，与 1YMLF 利差为 26bp，同上周基本持平。分期限看，国股行较短期限存单利率上行相对明显，1M、3M、6M、9M、1Y 分别较上周上行 10bp、1bp、3bp、0bp、-1bp 至 2.40%、2.35%、2.63%、2.59%和 2.68%。城商行 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 8bp、-3bp、-3bp、1bp、14bp 至 2.47%、2.55%、2.86%、2.94%和 3.08%。

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17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17日

NCD 净融资规模较上周少增近 700 亿。9月13-17日，NCD 净融资量为 107 亿，较上周减少 699 亿，主要由于股份行缩量较大。分机构看：国有银行、股

股份制银行和城商行分别净融资 159、-2 和 -32 亿，较前一周分别增加 84、-918、53 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资 9、12、168、-162 和 80 亿，较上周增加 1、220、407、10 及 -1337 亿，1 年期 NCD 发行规模明显压降。

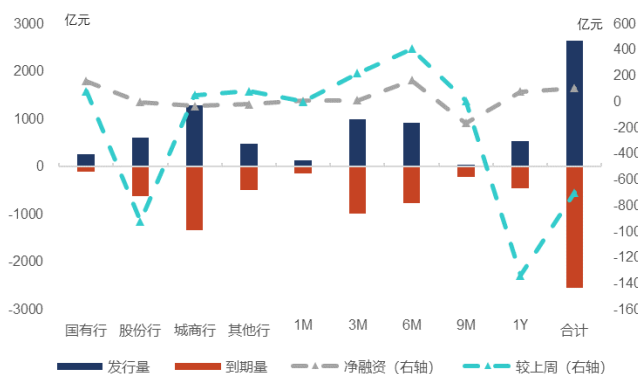
Q4 银行流动性较前期或略有承压，但总体无大碍。今年以来，受一般存款与非银存款“跷跷板效应”、信贷增长较快影响，银行 NSFR 持续下滑。初步测算，截至 8 月末 NSFR 为 107.15%，较 2020 年 12 月末下降 2.4 个百分点。四季度：

(1) 银行体系流动性风险指标并不悲观，**对于年末时点的监管指标下滑存在一定容忍度**，只要不出现显著压力（如 NSFR 降至 105% 以下），均符合银行合意目标。

(2) 年内 NCD 到期规模在 4.6 万亿左右，而银行 NCD 备案剩余额度在 3.7 万亿，在扣除到期量后仍存在 1 万亿的缺口。假定这些 NCD 全部为 1 年期，**则 1 万亿 NCD 缺口将对 NSFR 形成约 0.4-0.5% 的消耗，影响相对可控。**

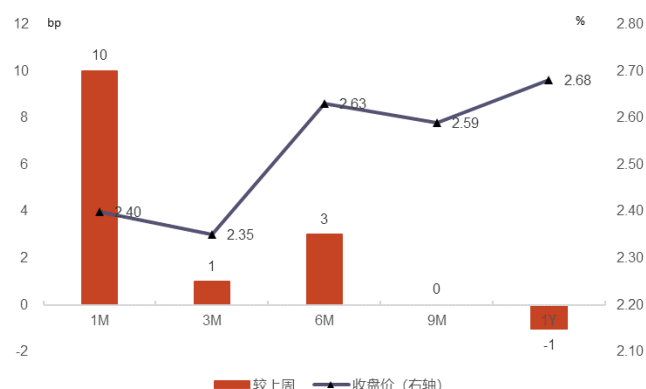
(3) 股份制银行压力略大一些，预计后续国股 NCD 利率中枢将有所上行，其中 **1Y NCD 利率会突破 2.7%**，但在风险偏好相对乐观情况下，上行空间不大。

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 9 月 13 日-2021 年 9 月 17 日

图 8：国股行短端 NCD 发行利率上行幅度较大

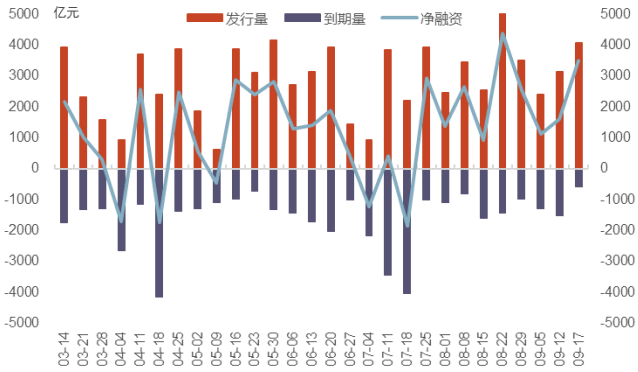


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 13 日-2021 年 9 月 17 日

2、政府债券的“量价”运行

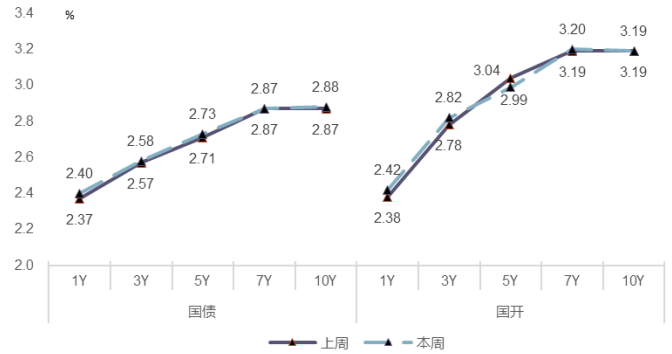
本周政府债券供给稳步加量。9 月 13-17 日，政府债券发行达 4074 亿，到期 569 亿，净融资 3505 亿，较前一周增加 1907 亿。截至 17 日，9 月政府债券供给已超 6000 亿，下周计划发行 2403 亿，未来两周合计到期规模低于 1000 亿，预计 9 月整体政府债券净融资或达到 8000 亿，基本符合前期预判，届时银行债券配置的“资产荒”局面将进一步得到缓解。

图 9：政府债券供给稳步加量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 14 日-2021 年 9 月 17 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 13 日-2021 年 9 月 17 日

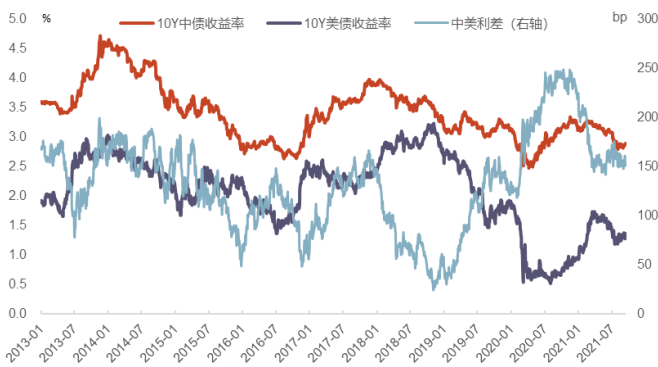
国债、国开债收益率小幅上行。截至 9 月 17 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.40%、2.58%、2.73% 和 2.88%，较上周分别上行 3bp、1bp、2bp 和 1bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.42%、2.82%、2.99% 和 3.19%，较上周分别上行 4bp、4bp、-5bp 和 0bp。

其中，10 年期国债收益率维持震荡运行，并一度上行至 2.9%。

一方面，是受理财子委外业务“一刀切”传闻影响。虽此消息之后被证伪，但在目前理财业务监管从严，现金管理类产品规范化等政策导向下，对长端利率的扰动依然存在。

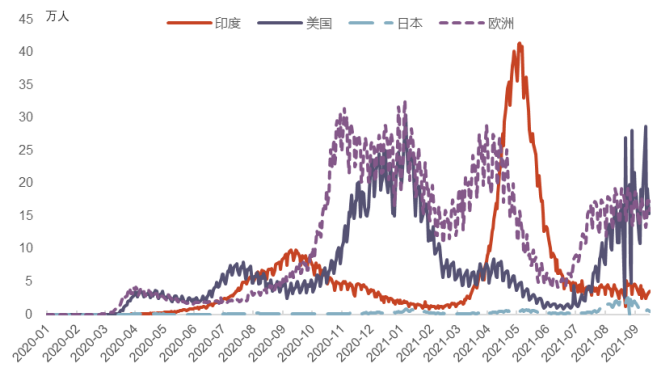
另一方面，8 月主要宏观经济指标增速出现明显回落，社会消费品零售总额同比增速为 2.5%，较 7 月份回落 6 个百分点，已跌破疫情前的历史低位，但并未对利率形成利好。利率上行主要受供给大幅放量（净融资规模超过 3500 亿），以及央行等量续作 MLF 影响，随着 MLF 的等量续作，前期中长期流动性的深度释放也告一段落，央行货币政策工具综合成本也将有所提升，进而对中长端利率形成一定“牵扯”。

图 11：中美利差维持在 150bp 左右



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：美欧当日新增新冠病例仍超 15 万例



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

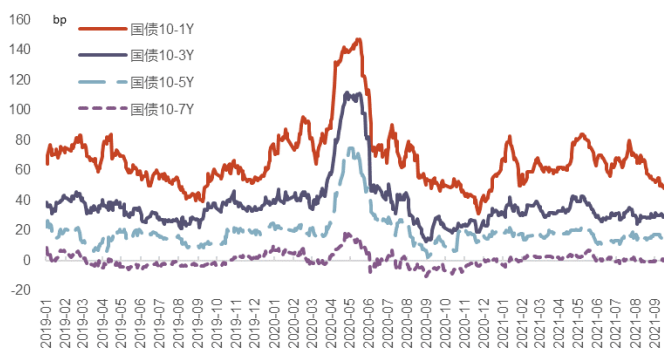
在供求分析框架下，目前资产端的力量正在逐步积累，而负债端降准、降息预期则反复落空，使得利率一度上行至 2.9%。但央行连续两个交易日维持千亿

规模的 OMO 净投放，提振了市场情绪，加之利率上行至 2.9% 的阶段高位后，刺激了做多情绪，压制利率上行空间。我们反复强调：

(1) 年内在没有降准、降息等超预期利好和重大风险事件冲击等因素冲击下，**2.8% 将是 10Y 国债利率底部，支撑较强。**

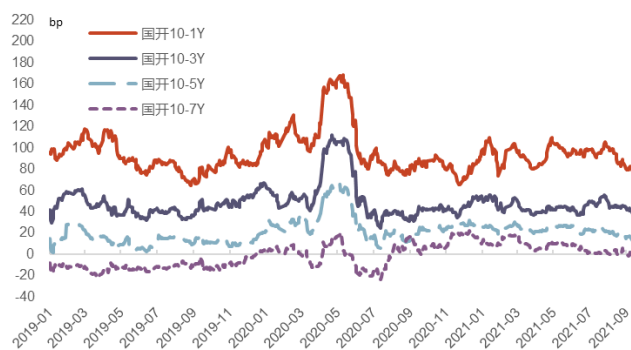
(2) **供给因素、美联储 taper 对利率的扰动是阶段性的**，银行信贷“结构性资产荒”压力下，四季度债券投资配置需求释放会起到利率“稳定器”的作用。

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 17 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 17 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