

行业研究

如何理解“推动 SLF 操作方式改革”

——流动性周报（2021.9.20-2021.9.26）

本周流动性主要观点

9月23日，央行召开电视会议，强调“**要积极稳妥推动常备借贷便利操作方式改革，优化操作流程，提高操作效率，按规定及时满足地方法人金融机构合理流动性需求，有效防范流动性风险**”。我们认为：

推动 SLF 操作方式改革，核心目标是实现中小金融机构开展 SLF 业务采取 DVP 结算。早期，银行间市场债券交易结算方式主要包括见券付款、见款付券等，这些模式均不能实现资金债券的同步交割，而且交易双方处于不对等地位，容易造成汇划速度慢、资金清算不及时等问题。而**机构申请 SLF 往往是出于应急性需求，对于资金划拨的时效性要求更高。**

为实现 SLF 业务券款对付结算（DVP 结算），2017年5月17日起，全国银行间同业拆借中心开始提供 DVP 结算功能，主要适用于大额支付系统直接参与者开展以中债登托管债券为质押品的 SLF 业务，而非大额支付系统直接参与者（主要为中小金融机构），或使用上清所托管债券为质押品的 SLF 业务操作则被排除在外。

然而，对于中小金融机构特别是非上市银行中的城农商行而言，风险抵御能力偏弱，**在市场波动加大、风险事件频出时期，流动性管理压力将进一步加大，对于 SLF 申请、资金划拨的时效性存在较强诉求。**为此，2021年7月9日，全国银行间同业拆借中心发布《关于支持中小金融机构常备借贷便利业务券款对付结算的通知》，新增支持中小金融机构申请可 DVP 结算的 SLF 功能。

因此，此次央行提出推进 SLF 操作方式改革，**应更多从支付清算效率角度进行理解，推动更多中小金融机构实现开展 SLF 业务采取 DVP 结算功能，提高 SLF 业务效率，助力中小金融机构防范流动性风险。**

9月 LPR 继续维持不变，反复确认年内降息概率不大。自央行7月份降准之后，LPR 已连续三个月维持不变，完全符合我们的预期。

从央行层面来看，当前更关注价，量则随行就市，NCD 利率与 MLF 利率的偏离，不是央行降息必要条件，只要稳健货币政策取向没有改变，央行不会轻易调整 MLF 利率，再贷款、再贴现的“增量、提频”兼具结构性降准降息效果。

从银行层面看，在融资需求走弱的情况下，贷款利率本身就有下行压力，且较低的对公贷款利率一定程度上已对信贷投放产生了抑制作用，预估股份制银行等8月份对公贷款呈现负增长，新增融资中票据融资占比大幅度提升，部分银行上调了债券投资额度。此时央行若降 MLF 利率，势必带动 LPR 同步下调，进而对银行 NIM 产生侵蚀，也不利于金融风险防范。未来，监管部门将更多从负债端入手为银行“减负”，强化对创新型活期产品（如通知、协定存款）存款规范，对现金管理类理财的“限额管理”也将是重要抓手。

1Y 国股 NCD 利率已上行至 2.73%，NCD “量缩、价增”信号值得关注。在本周 NCD 净融资为-507 亿情况下，1Y 国股 NCD 利率已上行至 2.73%的水平，较上周提升 5bp，即目前 NCD 呈现“量缩、价增”特点，而这一现象在 2020 年5月份曾出现过，当时货币政策正处于由宽松到回归正常化的拐点，当月 NCD 净融资量超过-3000 亿，1Y 国股 NCD 利率触底震荡后开启上行步伐，幅度近 20bp。因此，近期 NCD 的“量缩、价增”，既有政府债券供给放量带来的影响，但更为重要的是，**在央行等量续作 6000 亿 MLF、年内降准预期减弱情况下，市场预期后续流动性难有进一步宽松空间，加之四季度是传统资金面收敛时点，使得银行 NCD 议价能力下降，特别是对于今年存款增长并不理想的对公型股份制银行而言，可能在后续的 NCD 报价中存在小幅提价空间。**

风险分析：宽信用力度不及预期，房地产企业现金流压力加大。

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

年内降准窗口或已关闭——流动性周报（2021.9.13-2021.9.19）

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）

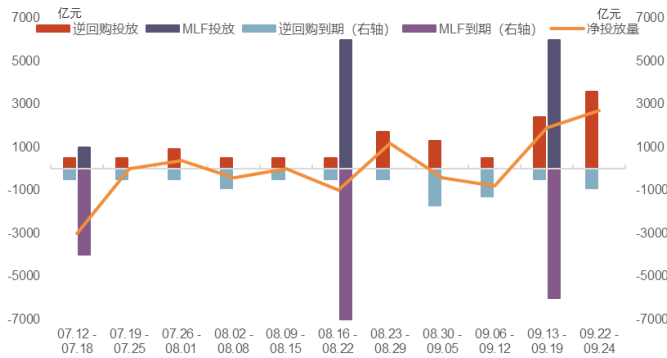
MLF 利率维持不变，静待 LPR 报价落地——流动性周报（2021.7.14-2021.7.18）

1、资金市场的“量价”运行

央行加大 14 天 OMO 投放力度，呵护季末、国庆流动性。9 月中旬以来，政府债券持续放量，单周净融资规模基本维持 2000 亿以上，加之缴税、季末、国庆因素叠加影响，资金面有所承压。为此，央行适度加大了公开市场操作力度，并重启 14 天 OMO 操作（跨国庆重启 14 天 OMO，也是过去几年的操作惯例，既能够呵护流动性，又能够避免资金集中到期）。

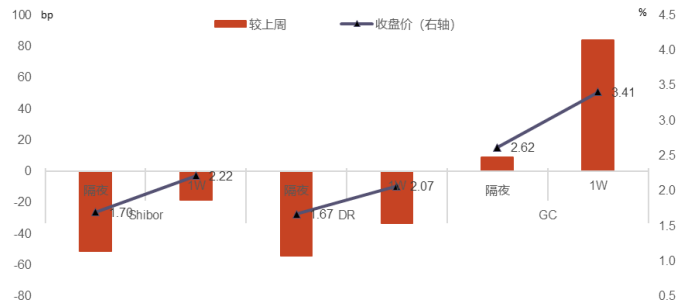
本周，7 天 OMO 累计投放 1200 亿，到期 900 亿，14 天 OMO 累计投放 3400 亿，暂无到期，央行共计实现 OMO 净投放 3700 亿。总体来看，在央行 OMO 呵护之下，料机构平稳跨季无忧。

图 1：央行加大 14 天 OMO 投放力度



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 7 月 12 日-2021 年 9 月 24 日

图 2：资金面适度宽松，短端利率稳中回落

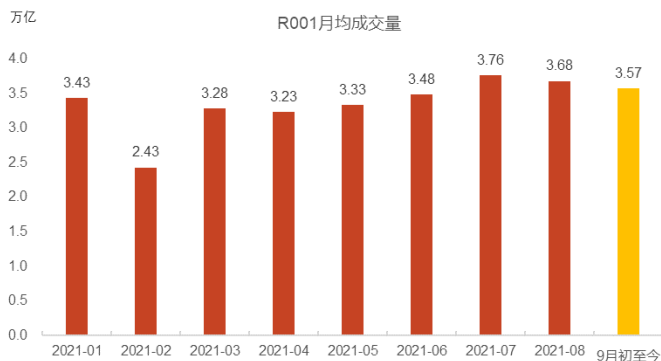


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 22 日-2021 年 9 月 24 日

短端资金利率有所回落。随着缴税高峰期的消退，在央行 7 天和 14 天 OMO 呵护之下，银行间市场资金面紧张程度得到缓解，短端资金有所回落。截至 9 月 24 日：

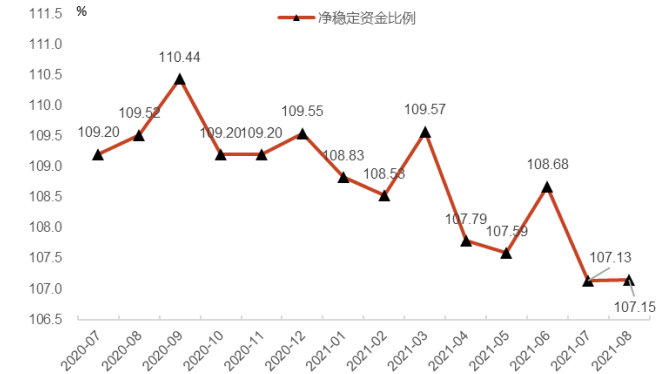
- (1) Shibor1D 和 Shibor7D 分别为 1.70%和 2.22%，较上周下行 51bp 和 18bp。
- (2) DR001 和 DR007 分别为 1.67%和 2.07%，较上周下行 54bp 和 33bp。
- (3) GC001 和 GC007 分别为 2.62%和 3.41%，较上周上行 9bp 和 84bp。

图 3：本周短端利率下行，R001 成交量周中走高，周尾压降



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 24 日均值

图 4：银行 NSFR 测算结果

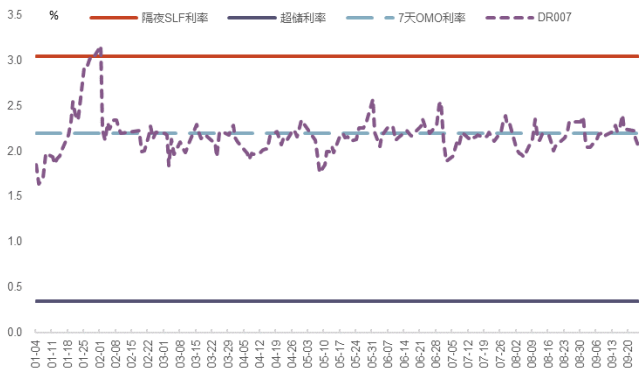


资料来源：Wind，光大证券研究所测算；时间：2020 年 7 月-2021 年 8 月

R001 成交量有所走高。受资金面压力缓解影响，本周 R001 成交规模有所走高，9月23日一度突破4万亿关口。但整体而言，9月1-24日期间，R001日均成交量为3.57万亿，较8月同期成交量下降超过2000亿，这也与9月份资金面边际收敛有关。

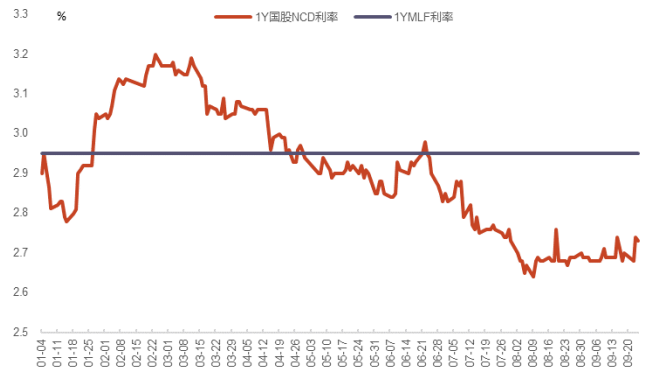
1Y 国股 NCD 利率已上行至 2.73%。截至9月24日，1Y 国股 NCD 利率为 2.73%，与 1YMLF 利差为 22bp，较上周收窄 5bp。分期限看，国股行 3 个月以上品种利率录得小幅上行，1M、3M、6M、9M、1Y 分别较上周上行-2bp、2bp、4bp、6bp、6bp 至 2.38%、2.37%、2.67%、2.65%和 2.74%。城商行各期品种利率均有上行，1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 10bp、9bp、8bp、12bp、4bp 至 2.57%、2.64%、2.94%、3.06%和 3.12%。

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 24 日

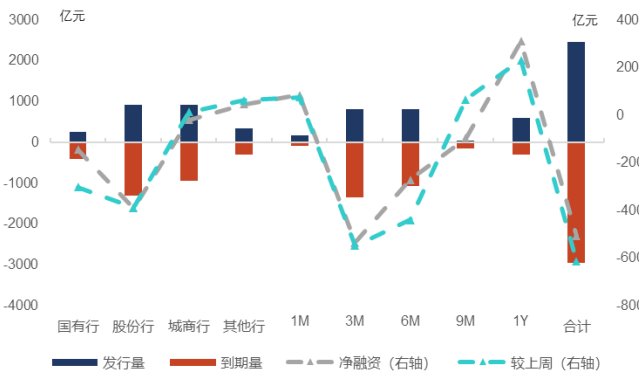
图 6：1Y 国股 NCD 出现小幅反弹



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 1 月 4 日-2021 年 9 月 24 日

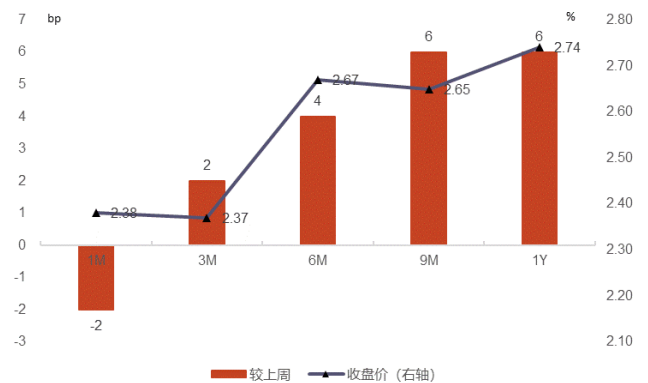
NCD 净融资规模进一步下降。9月22-24日，NCD 净融资量为-507 亿。分机构看：国有行、股份行和城商行分别净融资-144、-390 和-19 亿，分别较上周减少 303、388 亿，增加 13 亿。分期限看：1M、3M、6M、9M 和 1Y 品种分别净融资 85、-536、-271、-96 和 311 亿，较上周增加 76、-548、-439、66 及 231 亿，1M、9M、1Y 品种发行规模有所提振，3M、6M 期限存单性价比相对较低，发行量有所收缩。

图 7：NCD 净融资规模进一步压降



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 22 日-2021 年 9 月 24 日

图 8：国股行存单长端品种利率上行幅度较大

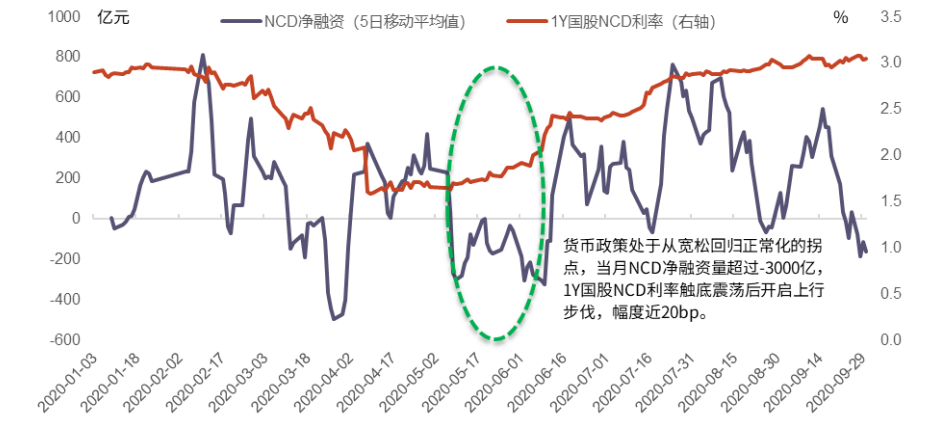


资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 9 月 22 日-2021 年 9 月 24 日

NCD “量缩、价增” 信号值得关注。在本周 NCD 净融资为-507 亿情况下，1Y 国股 NCD 利率已上行至 2.74%的水平，较上周提升 5bp，即目前 NCD 呈现“量缩、价增”的特点。回顾 NCD 量价自 2020 年以来的运行趋势，“量缩、

价增”现象体现较为明显的时间段，是在2020年5月份。当时货币政策正处于由宽松到回归正常化的拐点，当月NCD净融资量超过-3000亿，1Y国股NCD利率触底震荡后开启上行步伐，幅度近20bp。因此，近期NCD的“量缩、价增”，既有政府债券供给放量带来的影响，但更为重要的是，**在央行等量续作6000亿MLF、年内降准预期减弱情况下，市场预期后续流动性难有进一步宽松空间，加之四季度是传统资金面收敛时点，使得银行NCD议价能力下降，特别是对于今年存款增长并不理想的对公型股份制银行而言，可能在后续的NCD报价中存在小幅提价空间。**

图9：NCD“量缩、价增”信号在2020年5月体现较为明显

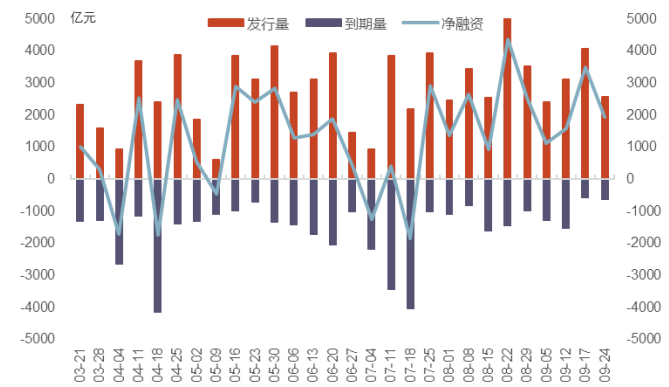


资料来源：Wind，光大证券研究所

2、政府债券的“量价”运行

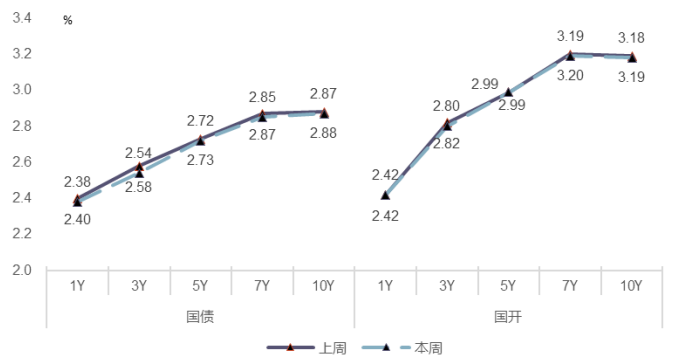
本周政府债券供给平稳放量。9月22-26日，政府债券发行达2558亿，到期621亿，净融资1937亿。截至26日，9月政府债券净融资规模已达8676亿。下周政府债券到期332亿，计划发行1250亿，净融资规模预计为918亿，9月政府债券供给预计可达9000亿左右。

图10：政府债券供给平稳放量



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年3月21日-2021年9月26日

图11：国债、国开债收益率震荡运行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年9月22日-2021年9月24日

国债、国开债收益率延续震荡运行。截至9月24日，国债1Y、3Y、5Y、10Y收益率分别为2.38%、2.54%、2.72%和2.87%，较上周分别下行2bp、4bp、

1bp 和 1bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.42%、2.80%、2.99% 和 3.18%，较上周分别下行 0bp、-2bp、0bp 和 -1bp。

值得注意的是，9 月 23 日美联储公布 9 月 FOMC 议息会议决策，要点有三：

(1) 强调“如果经济进展大体上像预期的那样继续下去，委员会判断，资产购买的步伐可能很快就会放慢”，并提到了明年年中完成 taper 是适当的。该进度较市场预期提前一个季度。

(2) 下调了 2021 年 GDP 增速至 5.9%（前值 7.0%），但上调了 2022、2023 年 GDP 增速至 3.8%（前值 3.3%）、2.5%（前值 2.4%）。上调了 2021 年失业率至 4.8%（前值 4.5%），而维持 2022、2023 年失业率预期 3.8%、3.5% 不变。上调了 2021、2022、2023 年 PCE 分别至 4.2%（前值 3.2%）、2.3%（前值 2.1%）、2.2%（前值 2.1%）。

(3) 预计 2022 年至少加息 1 次的委员有 9 位，占投票委员总人数的一半，较上一次议息会议增加 2 位，传递了更陡峭的加息路径信号。

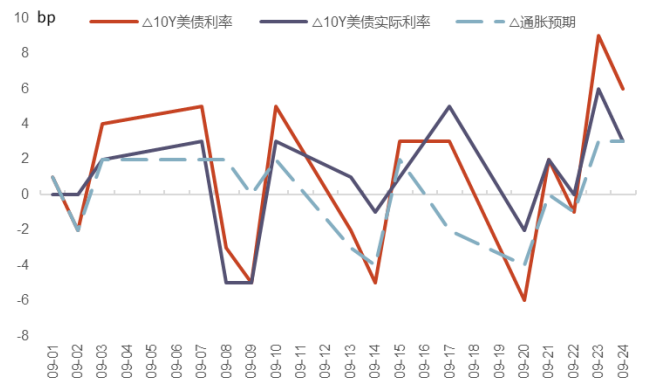
总体来看，美联储 9 月议息会议传递了一定“鹰派信号”，尽管下调了对 2021 年 GDP 增速的预期，并上调了失业率预期，但这更多反映出今年受德尔塔变异病毒蔓延影响，美国经济复苏有所放缓，但美联储对 2022-2023 年经济仍将保持较快增长，预示着经济增速短期放缓暂不影响整体货币政策正常化节奏。

图 12：议息会议释放鹰派信号，美债利率突破 1.4%



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 13：2021 年 9 月份美债收益率分解结果



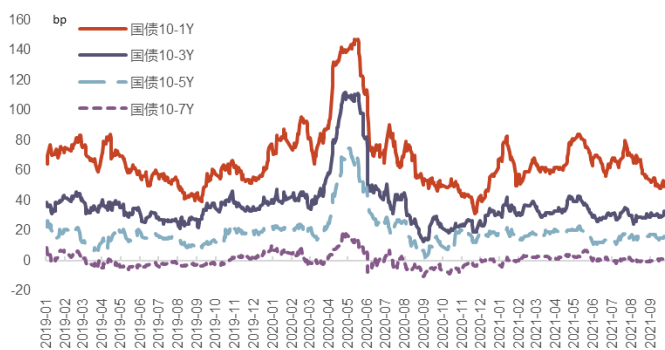
资料来源：Wind，光大证券研究所绘制；数据时间：2020 年 1 月-2021 年 9 月

受此影响，美债收益率本周出现大幅上行，并突破 1.4% 关口。截至 9 月 24 日，美债收益率已上行至 1.47%，较 9 月初提升 17bp。通过分解美债收益率来看，10 年期 TIPS 收益率 9 月 1-24 日上行幅度为 16bp，通胀预期仅为 1bp。而本周美债收益率、TIPS 收益率和通胀预期分别上行 14、9 和 5bp，反映出近期美债收益率上行，更多受到实际利率的驱动，是对美联储议息会议释放的 taper 提前和加息路径陡峭化信号的“重定价”。

我们认为，在美联储货币政策紧缩的大环境下，美债收益率仍有一定上行空间。同时，市场较为关注美国债务上限的情况，美国民主和共和两党正处于博弈之中，一旦债务上限被重新冻结或者进一步提升，新增财政刺激计划将使得美债供给提升，进而对长端利率形成推升力量。

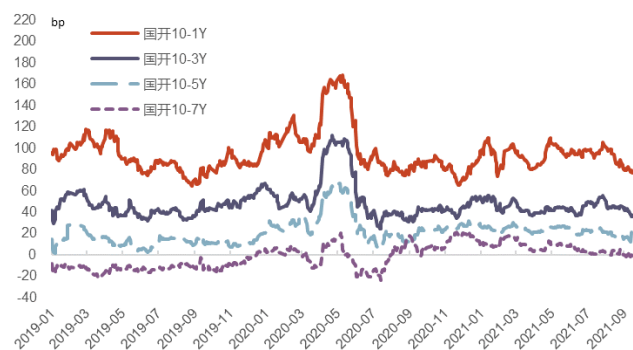
对于国内市场而言，本周 10Y 国债收益率并未受到美债收益率上行的影响。鉴于我国货币政策坚持“以我为主”原则，中美利差仍存较大安全空间，料海外市场对我国利率扰动具有阶段性、暂时性特征，10Y 国债收益率在 2.8% 具有较强支持，年内维持中性偏审慎的判断。

图 14: 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 24 日

图 15: 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 24 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