

行业研究

“长钱”与“短钱”的信号意义

——流动性周报（2021.10.18-2021.10.24）

2600 亿净投放=宽松信号吗？从 10 月 20 日开始，央行 OMO 开始切换至每日 1000 亿，本周累计实现净投放 2600 亿。央行在公开市场操作公告中已明确表示，是为了对冲税期和政府债券发行缴款的影响，而本周政府债券净融资 2858 亿，与央行净投放基本匹配。从市场表现来看：（1）隔夜和 7 天利率明显下行，DR001 降至 1.6-1.7%，DR007 降至 2% 以下。（2）R001 每日成交量再度突破 4 万亿，国庆假日之后均值超过 3.9 万亿，这一水平已接近 7 月份降准后的均值。（3）10Y 国债收益率本周内震荡下行，幅度约 5bp。

央行 2600 亿净投放应理解为中性操作，并未释放宽松信号，资金利率的阶段性走低并非趋势性的，但市场却呈现看多和加杠杆情绪。这固然有利率上行至 3% 附近时，市场做多情绪有所升温的影响，但央行短线资金放量以及降准预期也起到了推升市场情绪的作用。

在结构性流动性短缺框架下，应区分“长钱”与“短钱”的信号意义。在利率分析体系中，资产端取决于政府债券（财政政策）、信贷投放、经济增长、通货膨胀等，负债端取决于央行资金（“长钱”和“短钱”）、风险偏好等因素。

一般而言，央行“长钱”主要是降准、MLF 超额续作、再贷款，而短钱包括 OMO、SLF、TLF、国库定存等。财政存款吞吐，并不能完全视为“长钱”，因为月内财政资金净释放的规模、节奏难以精度测算和把握，“月中缴税、月末支出”也会部分平滑掉财政资金对流动性的利好效应。

从实践上看，9 月中下旬，央行为维稳跨季资金面，通过 7D+14D OMO 持续呵护市场，期间利率从 2.9% 下行至 2.85% 后开始震荡回调。国庆假日之后，受“类滞胀”预期来袭、美债利率大幅上行等影响，利率开始突破 2.9%，但真正确立中枢上行的驱动因素，则是央行发布会为货币政策“定调降噪”，降低了市场降准预期，导致利率大幅上行并一度突破 3%。而在 10 月 19 日国新办发布会上，有关人士建议四季度降准 1 个百分点后（后国新办在其官网上删除了这一表述），市场做多情绪再度升温，利率大幅下行。

因此，逻辑上看，真正对利率中枢形成趋势性影响的负债端变量，是央行投放的“长钱”，而“短钱”加量只是阶段性扰动。那么在做交易时，我们应该区分“长钱”与“短钱”的信号意义，把握对利率影响的节奏。即：**在结构性流动性短缺框架下，央行每隔一段时间会深度释放一次流动性（长钱），主要措施是降准和 MLF 超额续作，而期间则采用 OMO、国库定存（短钱）“削峰填谷”。**那我们需要把握的，是在“长钱”释放初期的利率下行机会，而随着结构性流动性短缺框架的运行，利率会逐步边际向上，短钱的加量不改变利率大的方向和趋势。回到近期市场形势，我们预计，随着后续央行“短钱”放量的退出，利率最终也会结束这波阶段性调整，并回归“长钱”框架中。

银行 NSFR 压力边际加大，NCD 利率“易上难下”。初步测算，9 月末银行 NSFR 为 108.07%，较 7-8 月份回升约 1 个百分点，主要是受到季末月份银行冲存款的利好影响，但仍低于 3 月份和 6 月份的水平。即，今年 NSFR 整体呈现震荡下行的态势。对于四季度而言，为避免为明年存款考核过度“垫高”基数，银行冲存款的动力并不强，导致 NSFR 指标仍有一定压力，不排除 12 月末 NSFR 会进一步小幅下滑。在此情况下，司库会在备案额度内加大 NCD 发行力度，并对 NCD 利率形成向上推力，四季度 NCD 利率“易上难下”。

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

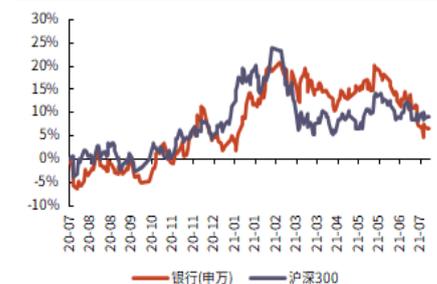
wangyf@ebscn.com

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

央行发布会为货币政策“定调降噪”——流动性周报（2021.10.11-2021.10.17）

9 月社融增速有望触底——流动性周报（2021.09.27-2021.10.10）

如何理解“推动 SLF 操作方式改革”——流动性周报（2021.9.20-2021.9.26）

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）

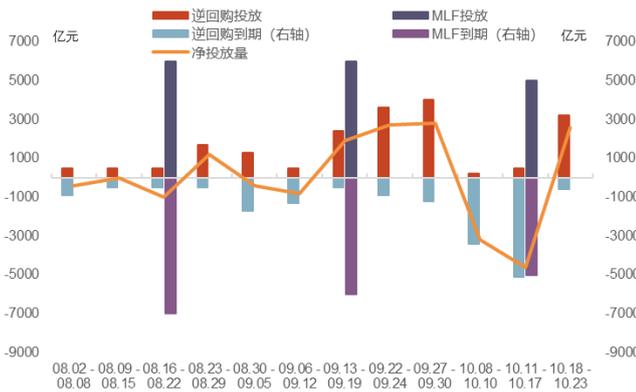
下周 MLF、LPR 如何操作？——流动性周报（2021.8.9-2021.8.15）

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

1、资金市场

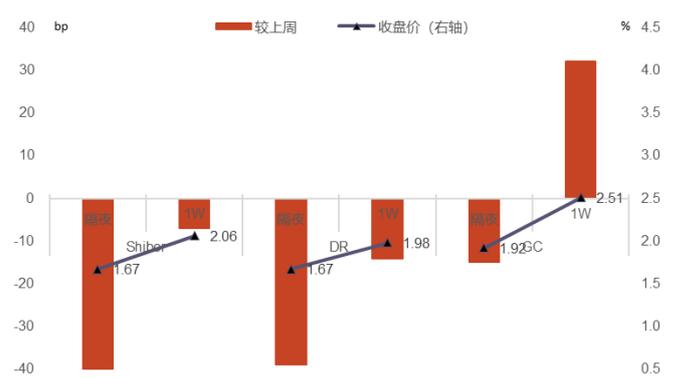
逆回购操作再度加码，流动性维持合理充裕。10月20日-22日，央行单日7D OMO 投放额度再度升至1000亿，旨在熨平缴税、政府债券发行等因素对资金面的阶段性扰动。本周累计投放逆回购3200亿，到期600亿，实现2600亿货币净投放。20日，央行公布10月1Y-LPR报价维持3.85%不变，5Y-LPR维持4.65%不变。

图1：逆回购操作再度加码，流动性维持合理充裕



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年8月2日-2021年10月23日

图2：周尾隔夜利率录得显著下行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021年10月18日-2021年10月22日

下周影响资金面的主要因素包括：

- (1) OMO 到期3200亿，国库定存到期700亿，但央行将于10月27日开展国库定存招标，规模为700亿，期限为2M。
- (2) 下周政府债券计划净融资4165亿，规模较大，创今年以来单周净融资规模新高。
- (3) 受国庆假日影响，10月份报税截止时间延长至10月26日。一般而言，缴税对资金面影响较为集中的时点，主要在截止日前2-3个工作日。
- (4) 10月28-29日，预计财政资金开始集中净投放，将会对流动性起到支撑作用。

综合上述分析，预计下周央行仍将维持一定强度的OMO投放，资金面维持中性格局。

短端利率有所下行。周初资金面受缴税及政府债券放量影响略显紧势，但随着央行加码OMO，利率上行压力缓释后开始回落，短端利率走廊形态基本维稳。截至10月22日：

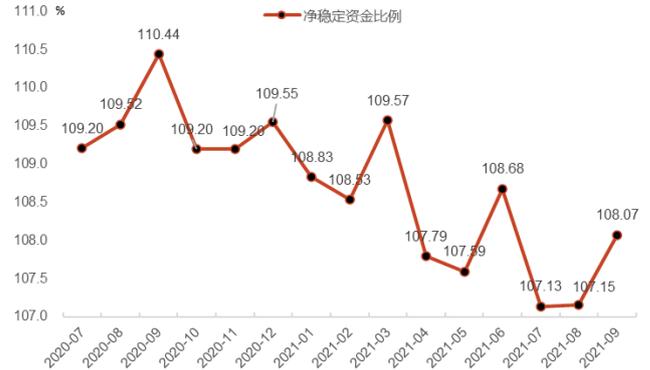
- (1) Shibor1D和Shibor7D分别为1.67%和2.06%，较上周分别下行40bp、7bp。
- (2) DR001和DR007录得1.67%和1.98%，较上周分别下行39bp和14bp。
- (3) GC001和GC007录得1.92%和2.51%，分别较上周下行15bp，上行32bp。

图 3: R001 成交量再度突破 4 万亿关口



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月-9 月, 10 月 1 日-22 日

图 4: 银行 NSFR 测算结果



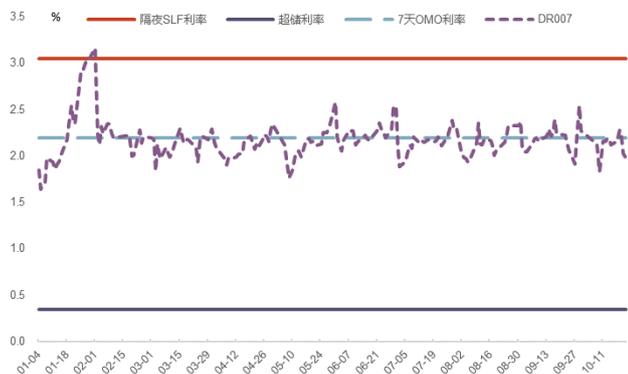
资料来源: Wind, 光大证券研究所测算; 时间: 2020 年 7 月-2021 年 9 月

R001 成交量再度突破 4 万亿关口。随着隔夜利率下行, 非银机构加杠杆意愿渐强, R001 成交量回升并一度突破 4 万亿关口。本周日均成交量录得 3.95 万亿, 较上周微增 600 亿, 月初至今 R001 日均成交量回升至 3.73 万亿, 逼近 7 月高位水平。

银行 NSFR 压力边际加大, NCD 利率“易上难下”。初步测算, 9 月末银行 NSFR 为 108.07%, 较 7-8 月份回升约 1 个百分点, 基本符合预期, 主要是受到季末月份银行冲存款的利好影响, 但仍低于 3 月份和 6 月份的水平。即, 今年 NSFR 整体呈现震荡下行的态势。对于四季度而言, 为避免为明年存款考核过度“垫高”基数, 银行冲存款的动力并不强, 导致 NSFR 指标仍有一定压力, 不排除 12 月末 NSFR 会进一步小幅下滑。在此情况下, 为保证年末 NSFR 不出现过快下行, 司库会在备案额度内加大 NCD 发行力度, 供给端增量、流动性环境难现前期宽松格局下, 对 NCD 利率形成向上推力。我们判断, 四季度 NCD 利率“易上难下”, 1Y 国股 NCD 利率或仍有 5-10bp 的上行空间。

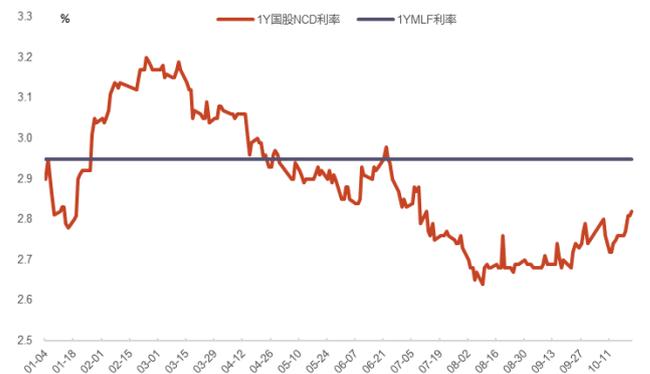
1Y 国股 NCD 利率向上突破 2.8%, 股份行、城商行各期 NCD 利率均有所上行。截至 10 月 22 日, 1Y 国股行 NCD 利率录得 2.82%, 较上周上行 6bp, 与同期 MLF 利差收窄至 -13bp。具体来看, 国股行短期存单利率上行幅度较大, 1M、3M、6M、9M、1Y 分别上行 10bp、13bp、0bp、0bp、6bp 至 2.35%、2.56%、2.75%、2.65%和 2.82%。城商行较长期限 NCD 利率上行更显著, 1M、3M、6M、9M、1Y 期分别上行 2bp、2bp、4bp、8bp、6bp 至 2.39%、2.70%、2.91%、3.00%和 3.09%。

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-10 月 22 日

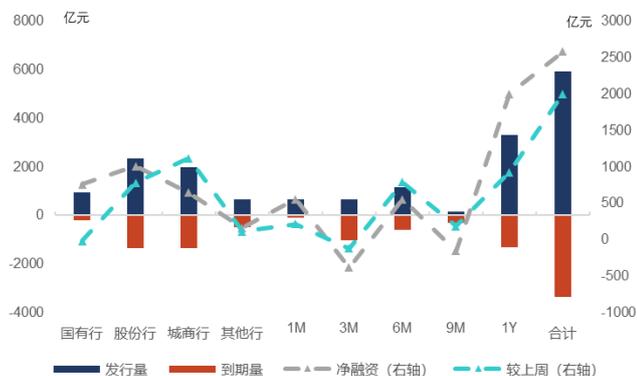
图 6: 1Y 国股 NCD 上行突破 2.8%



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 时间: 2021 年 1 月 4 日-10 月 22 日

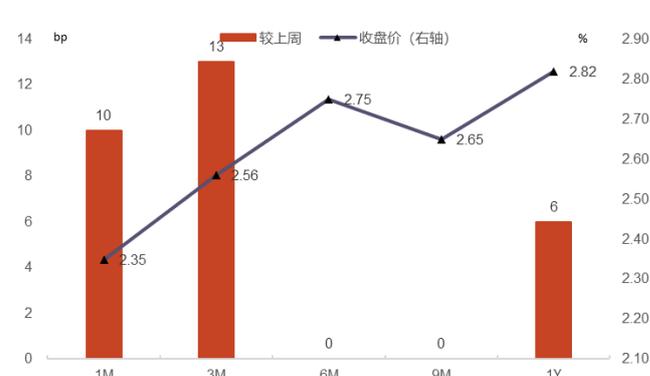
NCD 净融资规模较上周提升超 2000 亿。本周股份行、城商行存单发行力度加大，净融资分别录得 1010 亿和 650 亿，较上周多增 786 亿、1117 亿。分期限看，6M、1Y 存单在改善 NSFR 指标上的性价比凸显，周内净发行量分别较上周增长 788 亿、930 亿至 559 亿和 930 亿，1M、3M、9M 存单本周净融资规模分别录得 557 亿、-380 亿和-155 亿，较上周增加 217、-117 及 184 亿。

图 7：NCD 净融资规模持续回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 10 月 18 日-2021 年 10 月 22 日

图 8：国股行各期限品种利率均有所上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 10 月 18 日-2021 年 10 月 22 日

存单备案额度方面，股份行、城商行年内 NCD 剩余净融资额度分别为 1.63 万亿、2.28 万亿，后续增发存单弥补存款缺口意愿较强，NCD 利率仍有小幅上行可能。

表 1：各类银行 NCD 备案额度使用情况 (万亿元)

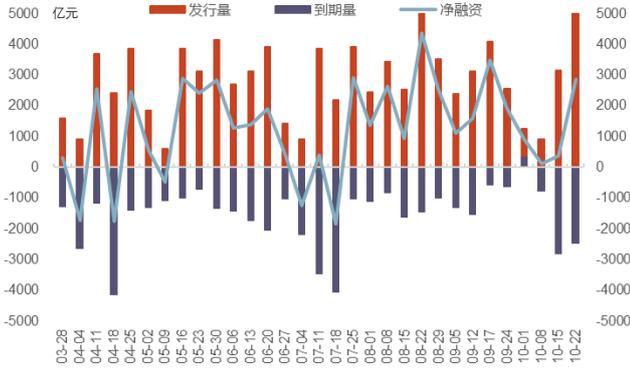
	2021 年备案额度	截至 10 月 23 日余额	年内剩余额度	年内到期	年内发行上限
国有银行	3.44	2.70	0.74	0.48	1.22
股份制银行	6.75	5.12	1.63	1.44	3.07
城商行	6.16	3.88	2.28	1.39	3.67
农商行	2.12	0.95	1.17	0.34	1.51
民营银行	0.04	0.03	0.01	0.01	0.02
外资银行	0.23	0.10	0.13	0.06	0.19

资料来源：Wind，光大证券研究所

2、政府债券

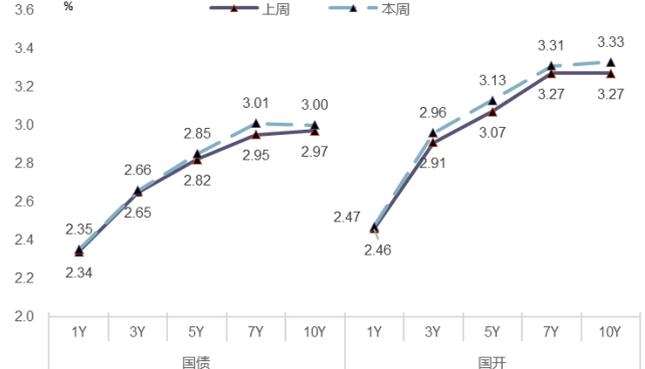
政府债券供给月末大幅回升。10 月政府债券供给于中下旬集中放量，全月净融资额或超过 7500 亿。本周政府债到期 2450 亿，实际发行 5308 亿，净融资规模达 2858 亿，较上周多增 2494 亿。下周将有 618 亿政府债券到期，计划发行额为 4783 亿，净融资预计增至 4165 亿，届时供给压力有所增大。

图 9：政府债券供给月末回升



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 3 月 28 日-2021 年 10 月 22 日

图 10：国债、国开债收益率小幅上行



资料来源：Wind，光大证券研究所；时间：2021 年 10 月 18 日-2021 年 10 月 22 日

国债、国开债收益率小幅上行。截至 10 月 23 日，国债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.35%、2.66%、2.85%和 3.00%，较上周分别上行 1bp、1bp、3bp、3bp。国开债 1Y、3Y、5Y、10Y 收益率分别为 2.47%、2.96%、3.13%和 3.33%，较上周分别上行 1bp、5bp、6bp、6bp。

本周 10Y 国债利率有所回调，这其中固然有利率上行至 3%附近时，市场做多情绪有所升温的影响，提升市场对降准、降息等信息敏感程度，反复交易多空双方对于经济基本面及货币政策走向的研判。同时，央行短线资金放量以及国新办有关人士建议四季度降准也起到了推升市场情绪的作用。

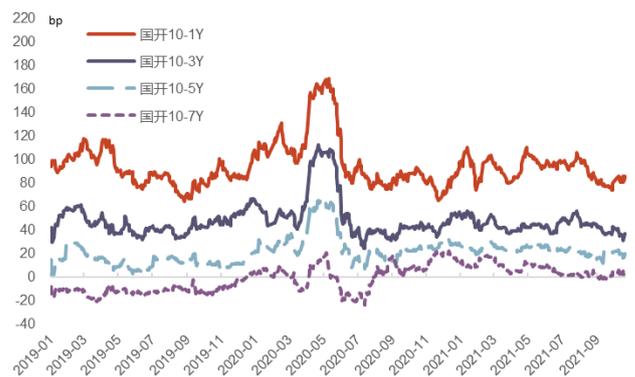
下周，政府债券计划净融资 4165 亿，规模较大，创今年以来单周净融资规模新高，预计 OMO 仍需维持一定强度。我们反复强调，利率在 3%附近会“轻踩油门”，但中期来看，随着宽信用的推进，在结构性流动性短缺框架下，广谱利率后续仍有小幅上行空间。

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 10 月 22 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 10 月 22 日

3、票据市场

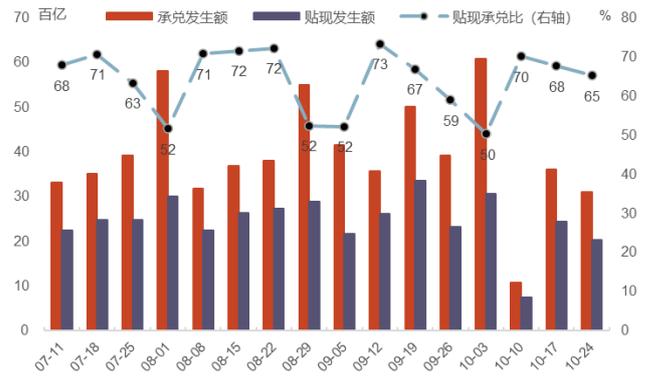
本周票据利率录得小幅震荡下行。截至 10 月 22 日，7D、1M 转贴利率分别为 2.07%、1.91%，较上周分别下行 4bp、18bp。

图 13: 本周票据利率录得小幅震荡下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据时间: 2021 年 1 月 4 日-10 月 22 日

图 14: 本周企业开票、贴现量相对疲软



资料来源: Wind, 光大证券研究所; 数据时间: 2021 年 7 月 11 日-10 月 24 日

企业开票、贴现成交量相对疲软。本周票据承兑、贴现发生额分别为 3106、2027 亿，较上周分别下降 502 亿、242 亿；贴现承兑比录得 65%，较上周微降 3 个百分点。临近月末，信贷冲量需求刺激银行收票需求，供给情况相对疲软情况下，票据利率或将持续走低。

10 月份新增人民币贷款量有望实现同比多增，房地产相关贷款贡献度提升。10 月份以来，银行信贷投放较前期有所改善，“宽信用”效果正逐步显现。

首先，在近段时期召开房地产金融工作座谈会、Q3 金融统计数据发布会以及金融街论坛会议上，监管层高频发声，强调恒大事件属于个案，总体风险可控，应准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，合理资金需求正在得到满足。在此情况下，近期银行对行内房地产贷款政策进行了宣导，旨在打消分行疑虑，正确理解中央出台房地产调控相关政策的精神，推动房地产贷款总量稳中有升，在强化封闭资金管理的前提下，实现“保交房、保民生、保稳定”要求。

其次，尽管近期建行、工行 RMBS 发行计划推迟，11 月重启发行。一般来说，四季度为 RMBS 发行的高峰期，2018-2020 年 Q4 发行规模维持在 2300 亿左右，占全年发行规模比重为 45% 左右。而今年前三季度 RMBS 发行规模为 3726 亿，若按照 Q4 占比 45% 进行测算，加之目前监管部门对于 RMBS 注册备案的管控有所“松绑”，预计今年 Q4 RMBS 发行规模在 2000-3000 亿左右，将为国股大行表内涉房类贷款进一步腾挪额度，后续房地产贷款增长仍有进一步上量空间。

最后，政府债券发行节奏进一步加快，根据下周发行计划，预计 10 月份政府债券净融资规模超过 7500 亿，同比多增约 1400 亿，基建配套资金规模有望加大。

在此情况下，我们预计 10 月份“宽信用”推进成效较好，新增人民币贷款有望实现同比多增，其中“住房按揭贷款+开发贷”贡献度较高，而对公中长期贷款占比也将边际趋于改善。

4、美债利率

本周美债利率持续进一步上行至 1.66%。截至 10 月 22 日，10Y 美债收益率为 1.66%，较上周上行 7bp，与同期中债利差录得 134bp，较上周收窄 4bp。

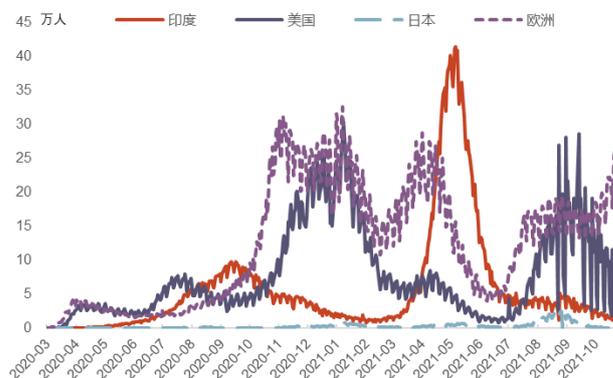
我们认为，近期美债利率强势走高的驱动因素主要有通胀预期攀升及加息预期强化。

图 15：美债利率进一步上行至 1.66%



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月-2021 年 10 月

图 16：美国日均新增新冠确诊病例数稳中微降



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020 年 1 月-2021 年 10 月

10 月美债利率上行驱动力实现由基本面向通胀预期转化。联储在 20 日发布新一期《对当前经济形势的评论综述》（“褐皮书”）指出劳动力短缺和供应链瓶颈推高通胀，抑制经济增速。夸尔斯等多位联储官员均表示出对年内通胀上行风险的担忧，鹰派信号相对明显。而 9 月美国工业产出环比意外下滑 1.3%，2 月以来首次录得负值，表明生产商持续受到供应链中断影响。从美债利率拆解结果看，本周 10 年期美债利率上行 7bp，其中实际利率下行 1bp，通胀预期上行 7bp。月初至今，名义利率上行 14bp，实际利率下行 11bp，通胀预期上行 25bp。

表 2：美债利率的拆解结果 (bp)

日期	△10Y 美债利率	△10Y 美债实际利率	△通胀预期
9 月 20 日-9 月 24 日	10	9	1
9 月 27 日-10 月 1 日	1	-3	4
10 月 4 日-10 月 8 日	13	1	12
10 月 12 日-10 月 15 日	-2	-8	6
10 月 18 日-10 月 21 日	7	-1	8

资料来源：Wind，光大证券研究所

5、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。

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