

国内宏观周报

如何推进 SLF 改革？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
zhongzhengsheng934@pingan.com.cn

张德礼 投资咨询资格编号
S1060521020001
zhangdeli586@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
zhanglu150@pingan.com.cn



平安观点：

- **本周资本市场关注度较高的宏观事件：1) 中秋假期国内旅行出行人次恢复到 2019 年同期的 87.2%**。这低于今年五一和端午节的旅行人次恢复率，与国内局部地区疫情再起、经济下行压力显现后居民出行意愿可能下降有关。**2) 能耗双控政策影响持续扩大**。上半年能耗超标，下半年能耗双控压力较大，高能耗行业生产受限，PPI 同比有继续上行的压力。**3) 央行会议强调推动常备借贷便利 (SLF) 改革**。预计未来的方向，一是让存款类金融机构申请时更加便利，二是中国利率走廊上下限明显比美国和欧元区宽，预计在未来合适的时候 SLF 利率将向 OMO 利率靠拢，收窄利率走廊宽度，更好发挥政策利率引导作用。
- **实体经济：本周主要生产指标全线回落，动力煤继续大涨**。本周全国高炉开工率、汽车轮胎开工率和石油沥青装置开工率均环比下降，受到减产限产、能耗双控和终端需求较弱等多重因素压制。南华动力煤指数继续环比大涨 12.3%，市场出现畏高情绪，关注供给端的政策变动。本周焦煤价格上涨、焦炭价格小幅下跌，预计双焦的供、需均将处于低位，供应相对偏紧，双焦价格不具备大跌的基础。南华铁矿石指数本周止跌反弹，一方面因前期超跌，另一方面因供需出现边际改善。由于目前港口铁矿石库存处于高位，铁矿石整体供过于求，预计价格将低位运行。本周农产品批发价格小幅上涨，猪肉价格低位大跌 3.6%。
- **资本市场：本周货币市场资金利率回落，A 股主要股指中科创 50 领涨，各期限国债收益率波动较小，人民币贬值**。货币市场，本周央行加大逆回购操作力度，在投放 14 天逆回购的同时，7 天逆回购也在加码，货币市场资金利率下降。本周四市场交易降准预期，我们认为短期降准的概率较低。**股票市场**，本周 A 股主要股指中，除科创 50 外，多数涨跌幅较小，市场轮动加快。市场对宽货币和稳信用的较高预期都正待修正，A 股调整尚未结束，但华为事件取得进展，或有助于提振市场的短期风险偏好。**债券市场**，本周资金面较松，且市场交易降准预期，但除 3 年期国债外，本周其它期限国债收益率的波动都较小，似有利多出尽的感觉。往后看债市调整可能尚未结束。**外汇市场**，受鲍威尔讲话提振，美元指数一度升破 93.5，周五收盘时和上周五基本持平。本周在岸人民币兑美元贬值 0.19%、离岸人民币贬值 0.11%，或与海外投资者对恒大事件的担忧有关。
- **风险提示：稳增长力度不及预期，恒大事件超预期扩散，地缘政治冲突升级。**

一、实体经济：如何推进 SLF 改革？

1.1 央行会议强调推动 SLF 改革

本周市场关注度高的宏观事件：

1) 中秋假期国内旅行出行人次恢复到 2019 年同期的 87.2%。9 月 21 日文旅部公告称，2021 年中秋假期全国累计国内旅行 8815.9 万人次，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 87.2%；实现国内旅游收入 371.5 亿元，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 78.6%。今年五一小长假期间，国内旅行出行人次和旅游收入分别恢复到 2019 年同期的 103.5%、77.0%；今年端午节假期国内旅行出行人次和旅游收入，分别恢复到 2019 年同期的 98.7%、74.8%。从时间顺序来看，五一、端午节和中秋节这三个假期的国内旅行出行人次恢复率明显降低，而旅游收入恢复率仅小幅回升，因此今年中秋假期的国内旅行数据称不上亮眼。2019 年五一、端午节和中秋节的假期天数分别为 4 天、3 天和 3 天，而今年的分别为 5 天、3 天和 3 天。两年的端午节和中秋节假期天数都一样，但国内旅行出行人次恢复率从端午节的 98.7% 下降到中秋节的 87.2%。可能的原因一是中秋期间国内局部地区疫情再起，二是经济下行压力开始显现，或降低了居民的旅行意愿。

2) 能耗双控政策影响持续扩大。9 月 16 日国家发改委对外发布《完善能源消费强度和总量双控制方案》，指出要把能耗双控考核结果作为对省级人民政府领导班子和领导干部综合考核评价的重要依据，坚持激励相容原则落实奖励和惩罚制度，彰显了要压实能耗双控政策的力度。大力推进能耗双控工作的原因之一是，今年上半年工业增加值同比增长 13.1%，背后是对能源的巨大消耗，如今年上半年发电量同比增长 13.7%，其中火电发电量同比增长 15.0%。根据两会确定的“单位能耗下降 3% 左右”的目标，用 GDP 增速推算上半年全国能耗增长应控制在 9.7%，这导致下半年面临着不小的控能耗压力。8 月 12 日国家发改委印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，上半年全国各省市自治区中，能耗双控进展都顺利的只有 11 个，能耗强度和能源消费总量控制都为一级预警的有 8 个。近期，云南、山东、浙江、江苏等多个省市自治区已对高能耗行业限电和要求停产，煤炭、水泥、化工和铝等商品价格拉涨。目前来看，PPI 同比有继续上行的压力，PPI-CPI 剪刀差可能继续走阔，利润进一步向中上游行业转移，上游商品涨价拖累总需求的风险也在上升。

3) 央行会议强调推动常备借贷便利 (SLF) 改革。9 月 23 日中国人民银行召开电视会议，其中提到“要把推动常备借贷便利操作方式改革作为当前的重要工作来做”。SLF 操作对象目前已基本覆盖各类型存款类金融机构，理论上各存款类金融机构可根据自身的流动性情况向央行申请 SLF，或者当金融机构的清算账户资金不足时，可以隔夜 SLF 利率向央行质押融资，央行以规定的利率、不限量地向申请机构融出资金。因此，SLF 利率成为利率走廊上限。但实际上，SLF 利率走廊上限的作用还有进一步提高的空间：一是，资金紧张时，比如今年 1 月 29 日，DR001 收盘为 3.33%，高于当天的隔夜 SLF 利率 3.05%；二是，SLF 操作规模小，今年 2 月到 8 月每月规模都低于 100 亿，其中 8 月只有 0.6 亿，8 月末余额已降至 0。如何推进 SLF 改革？

我们认为未来可能的方向有两个：一是，让存款类金融机构申请时更便利，比如央行会议里提到的有序实现全流程电子化、优化操作流程、提高操作效率，以此提高金融机构的申请意愿；二是，在合适的时候 SLF 利率向 OMO 利率靠拢，收窄利率走廊宽度。目前，7 天 OMO 利率和 SLF 利率分别为 2.2%、3.2%，息差达到了 1 个百分点。不过，参考 2020 年 3 月末 4 月初的经验，短期内可能尚不具备调整的基础。2020 年 3 月 30 日、4 月 7 日、4 月 10 日，7 天逆回购利率（中枢）、超额准备金利率（下限）和 7 天 SLF 利率（上限）相继下调，调整较为同步。但当前 PPI 同比高企，不管何种形式的降息释放的货币宽松信号均过于强烈，因此短期调整 SLF 等利率的概率不大。我们之所以判断 SLF 在未来合适的时候将向 OMO 利率靠拢，主要因为目前中国的利率走廊上下限宽度为 2.85%，明显高于美国的 0.1%（上限超额准备金利率 0.15%，下限隔夜逆回购利率 0.05%）、欧洲的 0.75%（上限边际放款利率 0.25%，下限存款机制利率 -0.5%）。通过收窄利率走廊、OMO+SLF 常态化操作，可以让货币市场利率更好地围绕政策利率窄幅波动，发挥政策利率的引导作用。

1.2 主要生产指标全线回落

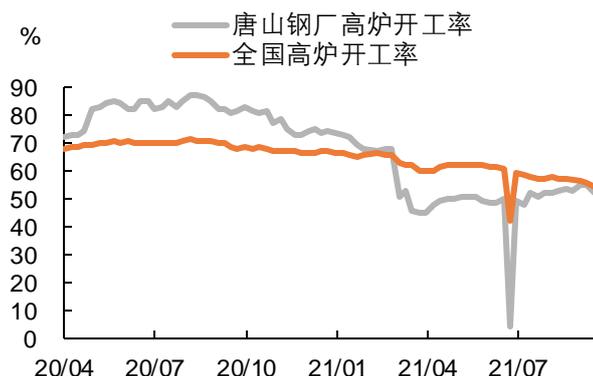
本周主要生产指标全线回落。本周全国高炉开工率为 54.1%，较上周的 55.7% 降低，连续四周走低；唐山高炉开工率为 52.4%，低于上周的 54.8%（图表 1）。本周螺纹钢社会库存 703.4 万吨，较上周环比下降 3.7%，连续第 8 周去库存（图表 2）。本

周螺纹钢供需继续双降：需求方面，本周螺纹钢表观需求环比回落 17.7 万吨，至 324.8 万吨，已连续 2 周回落，除受局部疫情的冲击外，或也在预示着地产新开工延续弱势、基建投资尚未明显发力；供给方面，本周螺纹钢产量环比回落 36.2 万吨，至 271.0 万吨，连续三周大降，是 2020 年 4 月至今的新低。能耗双控方案发布后，地方限产减产力度加码。本周汽车轮胎开工率小幅回落，全钢胎开工率从 58.5% 降低到 55.8%，半钢胎开工率从 52.7% 小幅下降到 52.6%（图表 3）。全球汽车产业链供应紧张，叠加终端需求较弱，国内汽车生产继续受到压制。本周石油沥青装置开工率从 38.4% 下滑到 35.5%（图表 4），继续和季节性趋势相背离，印证了缺少合适项目基建投资难明显反弹。

动力煤继续大涨。本周南华工业品指数环比上涨 3.0%，其中，南华黑色指数环比上涨 2.4%。主要黑色大宗里，动力煤继续领涨，本周南华动力煤指数环比大涨 12.3%（图表 5）。目前动力煤的供应仍紧张，但 8 月下旬至今南华动力煤指数已上涨 52.8%，市场出现畏高情绪，关注供给端的政策变化。本周南华焦煤指数环比上涨 4.0%、焦炭指数环比下跌 0.6%。受环保督查、能耗双控的影响，近期多个省市停产限产，比如山东、山西、江苏等省的焦煤企业限产比例在 50% 以上。需求端钢厂同样受到环保督查和能耗双控的冲击，预计双焦的供、需都将处于低位，供应相对偏紧，双焦价格不具备大跌的基础。

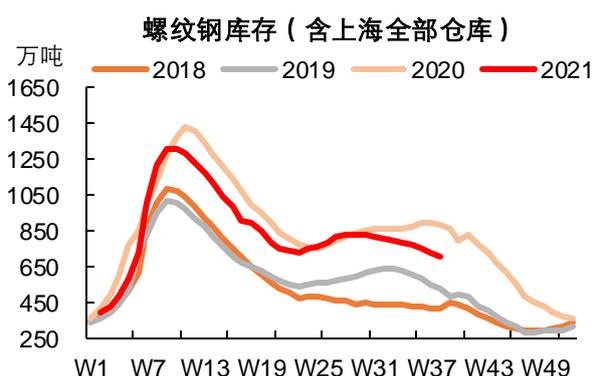
铁矿石止跌反弹。南华铁矿石指数本周环比上涨 8.8%（图表 6），一方面因前期超跌，另一方面因供需出现边际改善。本周 45 港铁矿石到港总量 2209.7 万吨，环比减少 183.8 万吨；库存总量环比减少 118.5 万吨，至 12857.2 万吨，连续三周去库；疏港量增加 7.6 万吨至 281.8 万吨，连续三周下降后回升。铁矿石需求边际好转可能的原因是，经历前期大跌后，钢厂有所补库。但若完成今年全年粗钢减产目标，9-12 月全国粗钢产量需同比下降 12.1%，而目前港口铁矿石库存仍处高位，铁矿石整体供过于求，预计价格将低位运行。本周南华螺纹钢环比下跌 0.2%，主要因终端需求较弱。

图表1 本周全国高炉开工率连续第四周走低



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表2 本周螺纹钢连续第八周去库存



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表3 本周汽车开工率明显回落



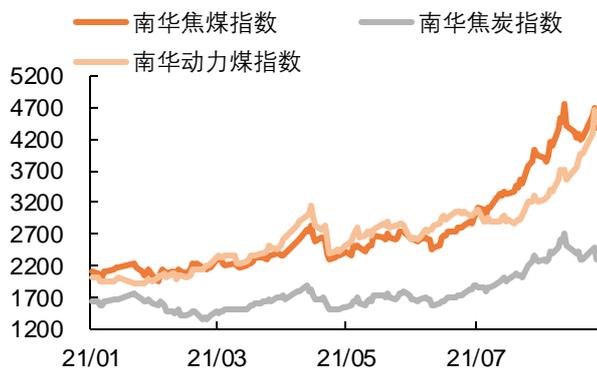
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表4 本周石油沥青装置开工率回落



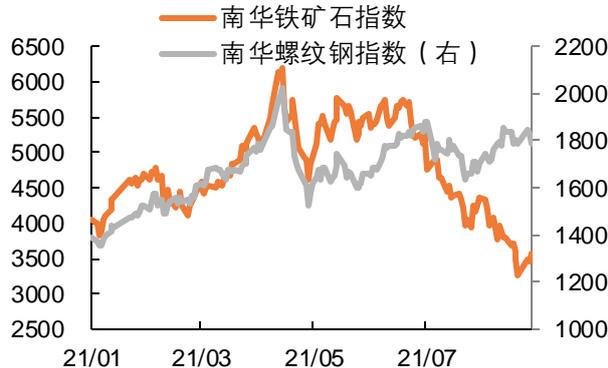
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表5 本周动力煤大涨，焦炭价格小幅下跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表6 本周铁矿石价格止跌上涨,螺纹钢价格小幅回调

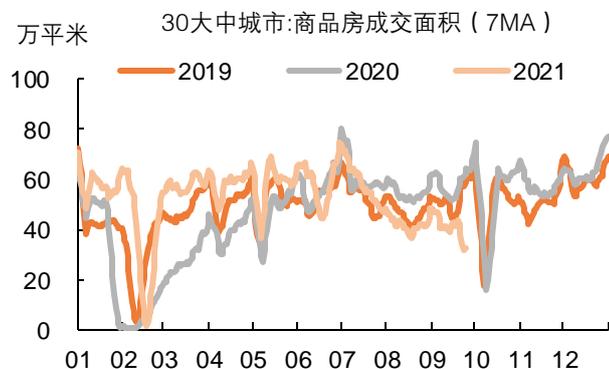


资料来源:wind, 平安证券研究所

1.3 商品房成交面积逆季节性大降

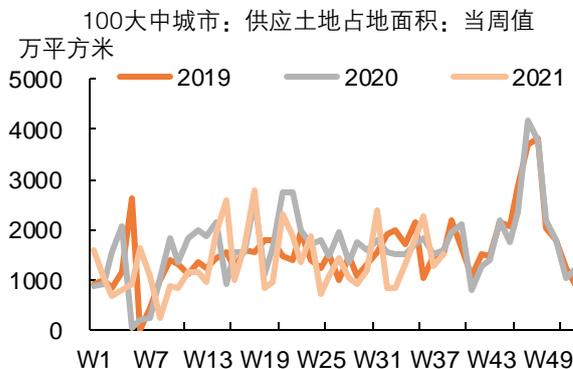
本周商品房销售面积逆季节性大幅回落。本周 30 城商品房日均销售面积环比下降 21.9% (图表 7)，与季节性走势背离，房贷收紧对销售的影响逐步体现。上周百城土地供应面积环比增加 16.7% (图表 8)，与季节性规模持平，主因第二次集中供地恢复。上周百城土地成交面积环比增加 13.3% (图表 9)，而土地溢价率已降至 1.0% (图表 10)。全国一盘棋落实“稳地价”，且房企融资持续收紧，重启第二次集中供地的城市，终止出让和流拍的地块比例接近 3 成，多宗地块以底价成交，预计土地出让金增速将继续回落。

图表7 本周 30 城商品房成交面积环比下降 21.9%



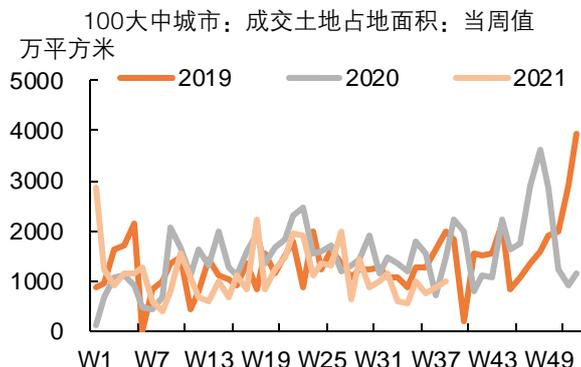
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表8 上周百城土地供应面积环比增加 16.7%



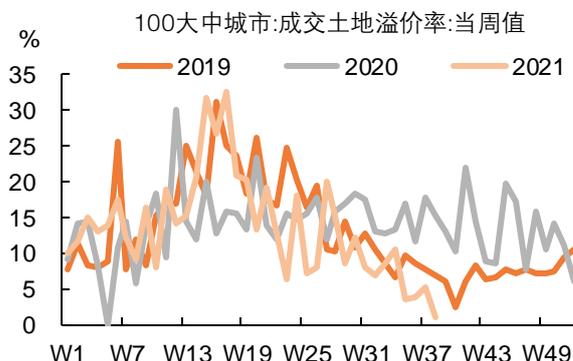
资料来源:wind, 平安证券研究所

图表9 上周百城土地成交面积环比增加 13.3%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表10 上周百城土地成交溢价率降至 1.0%的低位



资料来源:wind, 平安证券研究所

1.4 猪肉批发价低位大跌 3.6%

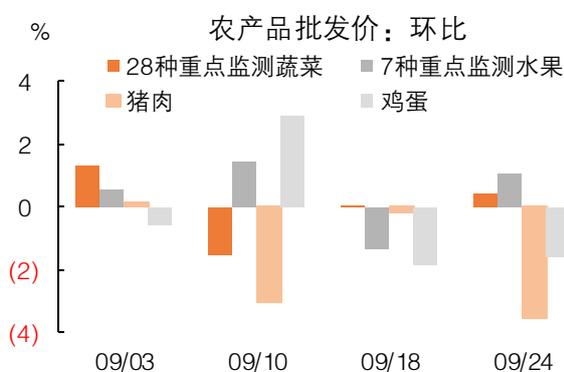
本周猪肉批发价继续大跌。本周农产品批发价格 200 指数环比上涨 0.1%。主要农产品中，全国猪肉批发价格本周环比大跌 3.6%，本周五已跌到 19.3 元/公斤的低位。不过，考虑到目前生猪仍供过于求，猪价下跌压力很可能仍未完全释放。本周蔬菜批发价环比上涨 0.5%；水果批发价环比上涨 1.1%；鸡蛋批发价环比下跌 1.6%。8 月全国蛋鸡存栏同比下降 9.5%，处于较低水平，随着国庆长假的来临，消费需求预计将回升，届时鸡蛋价格或有上涨压力。

图表11 本周农产品批发价格指数环比上涨 0.1%



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表12 本周猪肉和蔬菜价格明显下跌



资料来源:wind, 平安证券研究所

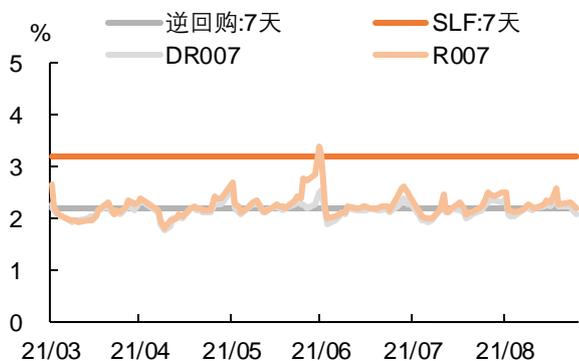
二、 金融市场：市场交易降准预期

2.1 货币市场：市场交易降准预期

本周货币市场资金利率回落。DR007 和 R007 周五分别收 2.07% 和 2.19%，较上周六分别下行 17.60bp 和 6.75bp (图表 13)。本周股份行一年期同业存单发行利率上行，周五收于 2.74%，较上周六上行 4.66bp (图表 14)。本周公开市场操作逆回购放量，7 天逆回购和 14 天逆回购分别总投放资金 1200 亿、3400 亿，净投放资金 3200 亿。本周货币市场资金利率明显回落，与近年来 9 月重启 14 天逆回购到国庆节前 DR007 上行的趋势不一致，一个重要的原因是本周央行也加大了 7 天逆回购的投放力度，而这或与恒大事件有关，央行在释放将维护流动性平稳的信号。本周四市场在交易降准预期，周五央行一次性操作 1200 亿的 14 天逆回购，或是在回应市场传闻。考虑到 9 月到期 MLF 全额续作，加之近期 3000 亿的支小再贷款，

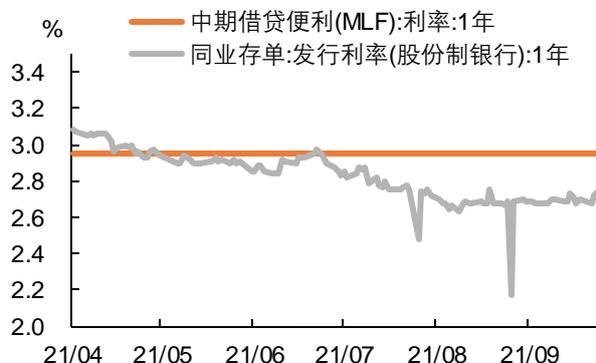
我们认为 9 月降准的概率较低。预计下周的 14 天逆回购规模将继续较高，关注 7 天逆回购操作情况。如果通过后者投放的资金规模较少，那么 DR007 短期有向上偏离政策利率的压力。

图表13 本周货币市场资金利率回落



资料来源:wind, 平安证券研究所

图表14 本周 1 年期股份行同业存单发行利率上行

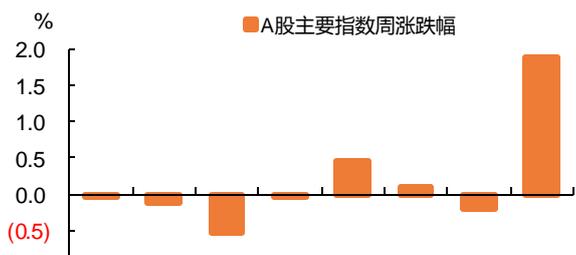


资料来源:wind, 平安证券研究所

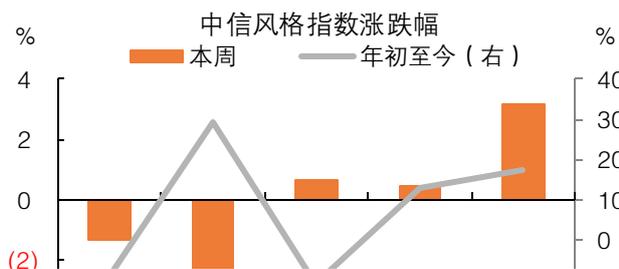
2.2 股票市场：科创 50 领涨

本周 A 股主要股指中，除科创 50 外，多数涨跌幅较小。科创 50 (1.88%) 领涨，创业板指 (0.46%) 和中小板指 (0.10%) 上涨，上证 50 (-0.53%) 的跌幅相对较大 (图表 15)。从中信风格指数看，本周周期 (-2.83%) 领跌，金融 (-1.35%) 跌幅较大，稳定风格 (3.20%) 领涨 (图表 16)。本周北向资金净流出 15.8 亿，连续两周净流出。从日度数据看，本周市场波动较大。受益于能耗双控的板块，如水泥、化工、煤炭和造纸等，周三、周四上涨，但周五又集体跳水，导致本周周期风格在中信风格指数中跌幅最大。目前市场没有明确的交易主线，风格轮动也在加快。市场对宽货币 (央行周五进行 1200 亿的 14 天逆回购或在回应市场降准传闻) 和稳信用的较高预期都正待修正，A 股调整尚未结束。但华为事件取得进展，或有助于提振市场的短期风险偏好。

图表15 本周除科创 50 外，A 股主要股指涨跌幅较小



图表16 本周和年初至今中信各风格指数涨跌幅



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27042



云报告
https://www.yunbaogao.cn