



温彬：9月MLF量缩价平， 后续资金面和政策如何演变



温彬 中国民生银行首席经济学家

张丽云 中国民生银行研究院金融市场研究中心主任

【数据】

9月15日，央行公开市场开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作和20亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.75%、2.00%。当日有20亿元逆回购和6000亿元1年期中期借贷便利（MLF）到期，实现净回笼2000亿元。

【解读】

继8月MLF小幅缩量2000亿元之后，9月MLF继续同频小幅缩量，以维持流动性合理充裕，维护经济增长、充分就业和预期稳定，又不搞大水漫灌、不透支未来。在8月超预期降息之后，政策效果正在逐步显现，内外综合考量下，9月政策利率维持不变。

一、资金面依然宽松，稳汇率重要性提升，央行小幅缩量续做MLF

首先，市场利率长期大幅低于政策利率，一级交易商对MLF的投标需求较弱。4月以来，在货币与财政政策协同发力支持流动性，而私人部门融资需求总体偏弱的环境下，资金在银行间市场形成淤积，各期限资金利率及同业存单收益率等持续低位运行。9月以来，资金利率虽有一定上行，但R007和DR007均值分别为1.56%和1.43%，仍远低于政策利率水平，显示资金面依然宽松。9月13日，1年期同业存单到期收益率(AAA)位于

1.95%，与 1 年期 MLF 利率的倒挂幅度为 80bp，二者倒挂程度处于历史低位附近。货币市场一级利率和二级利率长期脱钩情况下，一级交易商对逆回购和 MLF 操作的需求下降，且当前银行资金运用和息差压力较大，对高成本负债更为敏感。在此背景下，性价比更低的 MLF “被动” 缩量符合市场选择。

其次，银行间流动性依然充裕，债市杠杆率处于高位，央行主动加码投放的诉求不强。当前资金利率保持低位且波动性低，债市加杠杆套利行为持续，债市杠杆率依然高位运行。9 月以来，质押式回购成交量和 R001 成交量持续攀升，均值分别为 6.74、5.96 万亿元。9 月 13 日，二者成交量进一步升至 7.31、6.32 万亿元的高水平，表明机构加杠杆意愿仍然较强。高企的杠杆率会加剧银行间市场资金面的脆弱性，一旦未来流动性出现边际收敛，会导致资金利率的大幅波动。为此，在资金面供给端较为宽松、需求端总体仍偏弱且资金面脆弱性增加的背景下，央行主动加码投放的诉求不强。9 月 MLF 再度小幅缩量续做，可推动市场流动性向合理充裕回归，也可继续给机构加杠杆行为降温，维护市场稳定。

再次，外部制约加大，稳汇率重要性提升，短期内制约国内货币加码宽松。8 月中旬以来，面对美联储持续收紧的政策预期，美元指数持续攀升，人民币汇率不断超调，美元兑人民币即期汇率由 8 月 12 日的 6.73 快速上升至 9 月 5 日的 6.94，幅度超过 2000 点。为此，9 月 5 日，央行宣布自 9 月 15 日起，将金融机构外汇存款准备金率由 8% 下调 2 个百分点至

6%，以向市场释放更多的美元流动性，是央行稳定汇率的态度体现。当前，国内经济恢复的基础尚不稳固，稳增长依然是货币政策的首要目标，但在美欧等主要经济体持续加息、跨境资本流动加大的背景下，央行降低外汇存款准备金率，也意味着稳汇率重要性提升。在内外均衡考量下，短期内国内货币政策继续加码宽松的空间缩窄。

二、稳经济和稳预期下，流动性仍需延续宽松格局，短期内 MLF 大幅缩量的可能性也不高

从经济数据看，当前经济复苏的基础仍不牢固，央行尚不具备引导流动性大幅收紧的前提条件。8 月制造业 PMI 较上月回升 0.4 个百分点至 49.4%，仍处于 50% 的荣枯线以下，表明当前经济增长动能开始重新积聚，但受局部疫情再起、实体有效需求仍偏弱影响，经济实际修复斜率还不高。在地产周期尚未企稳下，国内经济仍面临一定压力，稳定的流动性有助于呵护经济修复进程，也有助于稳定金融市场预期，维持市场类负债低成本红利，进一步推动金融机构让利实体。

从政策基调看，稳增长依然是首要政策目标，货币政策需要予以配合。央行第二季度货币政策执行报告和国常会都明确提到了当前经济发展和就业压力问题，稳增长、稳就业重要性居首。8.24 国常会提出“坚持发展是解决我国一切问题的基础和关键，及时果断施策，保持合理政策规模，用好工具箱中可用工具，加力巩固经济恢复发展基础”。因此，在“稳字当头”下维持适度的量宽，既可维护经济增长、充分就业和预期稳定，又可

不搞大水漫灌、不透支未来。

从流动性影响因素看，未来资金面扰动增多，总量政策需继续予以支持。9-12月，将有2.6万亿元大规模MLF到期，前期支撑资金面的政策力度大为弱化，同时增量财政政策落地、银行缴准、货币发行等也将挤出一部分流动性，对资金面形成扰动。为此，MLF维持等量或小幅缩量，以及适时通过降准维护中长期流动性，仍是政策应有之义。

三、内外政策错位下，本月MLF利率保持不变

为稳固国内经济恢复基础、着力稳定房地产融资链条，加快宽信用传导，8月MLF中标利率下降10bp至2.75%，超出市场预期，当月5年期LPR亦再度大幅下调15bp。

从国内看，8月降息效果正在显现，短期内政策仍将处于观察期，MLF连续下调的必要性不高。金融数据显示，8月人民币贷款增加1.25万亿元，同比多增390亿元，居民消费信心有所恢复、按揭贷款回升、对公贷款较上月显著增加，实体经济融资需求继续改善，融资结构逐步优化。8月降

自现此告由公的时人经国 批了政经济调具新策款用可逐止月而 下

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_46135

