



3月MLF延续“加量平价” 续作 短期降准降息迫切性 不高



作者：温彬 民生银行首席经济学家

张丽云 民生银行研究院金融市场研究中心主任

3月15日，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展4810亿元1年期中期借贷便利(MLF)操作和1040亿元7天期公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中标利率分别为2.75%和2.0%，与此前持平。当日有40亿元逆回购和2000亿元MLF到期，单日净投放3810亿元，MLF操作继续实现“加量平价”续作。

考虑到3月信贷需求仍较为旺盛、地方债发行规模大增，同时同业存单到期规模较高，资金面紧平衡料延续，银行中长期负债仍承压，MLF延续增量续作有助于维稳中长期流动性，减缓银行缺长钱的压力。同时，伴随税期到来，7天期回购利率上行至2.08%附近，7天期OMO单日净投放1000亿元，有助于短期流动性的平衡。

后续，伴随信贷投放转入相对正常的节奏，同业存单到期量回落，资金面紧张程度将有所缓解，头部银行存贷款不匹配情况也将得到改善，叠加经济逐步企稳回升、央行更加强调稳健的政策基调，短期降准降息的概率下降，迫切性不高。但在结构性流动性短缺框架和稳增长背景下，后续通过降准适时投放中长期资金依然是可选项。

一、3月资金面紧平衡延续，银行中长期负债仍承压，MLF延续增量续作符合预期

（一）3 月信贷需求预计仍较为旺盛，银行负债端延续承压

开年以来信贷投放节奏明显加快，1-2 月新增信贷合计 6.71 万亿元，同比多增达到 1.5 万亿元，创历史上 1-2 月同比多增规模新高，实现旺盛的“开门红”。过快的信贷投放，也使得之前淤积在银行体系的流动性加速向实体传导，超储率快速下降，资金面加快收敛，市场利率快速上行、波动加大。

尤其是在大行充分发挥“头雁”作用，积极引导信贷投放，且中长期贷款在新增信贷中占比较高的情况下（1-2 月中长期贷款占比 73%），头部银行资产负债的匹配压力显著上升，NSFR 等流动性监管指标可能承压，资金融出业务转向防御模式，对中长期同业存单等主动负债的发行需求显著加大。

3 月为季末信贷大月，预计信贷需求仍比较旺盛。伴随复工复产和生产经营加快，制造业 PMI 连续两月回升，带动企业融资需求改善；同时，财政支出前置和项目加快落地，政策性开发性金融工具撬动的基建配套贷款，以及政策支持下的制造业贷款、房地产行业融资，仍是当前新增信贷的重要推动。

3 月以来各期限票据转贴利率维持高位，也反映信贷需求较强，银行负债端压力仍大，需要中长期流动性的支持。因此，为维护流动性合理充裕，缓解银行负债端压力，MLF 继续增量续作符合市场需求。

(二) 3 月地方债发行规模较大，继续对流动性形成消耗

为发挥投资对经济的托底作用，助力形成更多实物工作量，今年地方债发行继续前置。31 省市自治区公布的 2023 年地方债提前批额度合计 2.62 万亿元，较 2022 年同比增长 45.3%；其中专项债提前批额度合计 2.19 万亿元，同比增长 49.8%，一季度将形成发行高峰。

根据已经披露的各省份债券发行计划，预计 3 月地方政府一般债和专项债共发行约 9000 亿元，较 2 月增加约 3200 亿元，净融资约 5900 亿元。

地方债发行规模较大，将继续对流动性形成挤压，需要 MLF 增量续作来呵护流动性相对平稳，缓解资金面压力。

表 1：2023 年 3 月已披露的各省份债券发行计划（亿元）

	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	合计
北京		215.52			215.52
上海	137	342			479
福建					0
广东					0
贵州		115			115
海南		50			50
河北		160		9.01	169.01
湖南		200			200
吉林	40	40			80
江苏		796.94			796.94
江西		182.3	122.57	45.02	349.89
山东 (不含青岛)		300	204	40	544
青岛		147.4	17.18	6.65	171.23
山西	60		49.28		109.28
陕西		112.1	100	200	412.1
四川		688			688
云南		472	153	155	780
浙江	198	400			598
重庆		95	51	65	211
甘肃		300			300

资料来源：中国债券信息网

(三) 3 月 NCD 到期压力进一步上升，供需矛盾下对 MLF 需求增加

2 月同业存单到期 2.26 万亿元，存单发行规模大幅增加，股份行增加最为明显，主要发行 9M 和 1Y，规模高出季节性，可见银行想要获取相对更长期限资金弥补资金缺口。

3 月 NCD 到期压力进一步上升，到期规模达到 2.7 万亿元，规模创历史新高。1-2 累计到期近 5 万亿元，其中 1Y 品种到期 2.25 万亿元，占比较高。

但在当前形势下，银行自营、现金管理类理财、货币基金等同业存单的主力配置机构，均面临对应的监管政策约束，导致 NCD 配置性需求出现结构性萎缩，供需矛盾增加下市场承接续发能力减弱。一是资管新规、现金管理类理财产品管理规定、公募基金流动性风险管理规定、重要货币基金监管规定等一系列约束下，货币基金和现金管理类银行理财配置较多的长期限 NCD 可能触及监管约束；且前期市场动荡引发赎回压力，理财规模收缩和机构行为更偏谨慎，均削弱较长期限 NCD 的配置需求，部分需求可能转向存款。二是近期出台的《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，上调了 3 个月以上商业银行普通债权的风险权重系数，权重调整将明显提升银行持有 NCD 所对应的风险资本占用，拉低资本充足率，这对市场交易情绪构成影响，特别是长期限 NCD 交易需求下降。

为此，在同业存单到期规模较大，但市场承接续发能力减弱情况下，需要 MLF 增量续作来缓解当前银行中长端负债压力。

（四）NCD 与 MLF 的利差不断缩窄，MLF 仍有续作需求

今年 2 月以来，在资金面以及同业存单的供需影响下，同业存单利率

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_53318

