

经济恢复不稳，政策“左右为难”

——央行MLF和逆回购操作解读

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：王丰

相关报告

1 宏观快报 20211027：“减碳”定了哪些目标？——碳达峰碳中和工作政策解读

2 宏观快报 20211108：结构性工具并非“答案”——碳减排支持工具落地解读

3 宏观快报 20211203：降准之后，降息会有多远？——总理提及“适时降准”政策解读

4 宏观快报 20211206：“稳增长”诉求有多强？——12月政治局会议点评

5 宏观快报 20220316：政策如何“主动作为”？——国务院金融委会议点评

6 宏观快报 20220311：总理如何看待增长？——2022年总理记者会解读

7 宏观快报 20220406：救急而非猛药——国务院常务会议点评

8 宏观快报 20220413：内外压力倒逼宽松——国常会提及“适时降准”点评

9 宏观快报 20220415：降准解近忧，谁来除远虑？——央行降准解读

投资要点

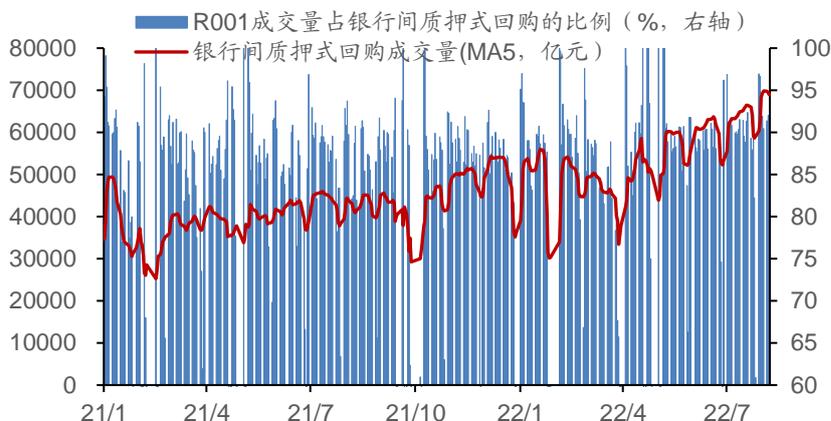
事件：8月15日，央行开展4000亿元MLF操作和20亿元公开市场逆回购操作，中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点。

- **利率下调出其不意，后续LPR或同步下降。**今日央行公开市场操作中，超预期下调逆回购和MLF利率10个BP，分别由上次的2.85%、2.1%降至2.75%、2.0%，逆回购和MLF利率的同步下调，在当前的利率调控框架中，或预示着后续LPR利率也有同步调降。不过，7月经济数据的出炉，使得当前降息操作并不那么令人意外。
- **政策利率靠拢市场，但幅度还有差距。**在交流思考报告《“脱缰”的市场利率何时回归？》中我们指出，市场利率向政策利率收敛存在两种形式，而央行最终选择了政策利率向市场利率的靠拢（即降息这种模式）。不过目前来看，低位的市场利率较政策利率仍然存在着不小的向下偏离度，在政策利率已经做出下调的情况下，如果没有持续降息的预期，市场利率很可能也会向上“迎合”，只不过调整幅度相对降息前更小。
- **央行缩量投放MLF，有意降低资金杠杆水平。**上周银行间质押式回购市场量价皆稳，宽松特征明显，流动性宽松导致“滚隔夜”加杠杆持续升温，央行通过缩量开展MLF操作，防止资金空转。从量上看，银行间质押式回购水平达到接近7万亿元，创有史以来新高，较上周增加3253亿元。而本周R001成交量达6.2万亿元，较上周增加688亿元，创下今年以来新高，R001成交量对银行间质押式回购占比达91.2%，较上周下行2.3个百分点。从利率水平上看，DR007和R007的水平达到了今年以来最低水平，分别录得1.33%和1.46%，与上周相比分别下行2.5bp、0.9bp，银行间资金面较为宽松。从流动性分层情况上看，R001与DR001价差为8.9bp，与上周相比下行0.2bp，R007-DR007价差为12.6bp，与上周相比下行2.7bp，流动性分层现象较弱，银行间资金面宽松程度较高。
- **同业存单价格远低于MLF，MLF资金需求有限。**从同业存单价格走势看，1年期AAA同业存单的利率远远低于同期限MLF的利率水平，在银行间资金大量淤积、实体经济需求仍然较为疲软的背景下，商业银行对于MLF资金的主动需求可能并不强。历史上，在1年期AAA同业存单的利率远远低于同期限MLF的利率水平的时期内，MLF的净投放水平往往为负值，央行主要以缩量续作MLF为主。
- **政府债净融资骤减，对流动性的负面效应减弱。**由于今年地方政府债前置，导致整体债券的发行集中在7月份，资金面整体受到债券发行的影响，资金面偏紧，但是8月计划新增地方债规模较前月有了明显的缩量，对于资金面的负面效应减弱，央行使用MLF投放流动性的需求也会相应减少。
- **货币政策“左右为难”。**二季度《央行货币政策执行报告》在专栏中明确警示，下半年部分月份的CPI增速可能存在“破3”的风险，货币政策需要防止物价出现过快增长，同时保持流动性合理充裕来支持信贷投放和经济

增长。但从 7 月经济数据反映的情况来看，恢复势头尚不牢固，出现了波折反复，这也使得货币政策“左右为难”。因此，央行选择了缩量降价这种较为纠结的 MLF 操作方式。

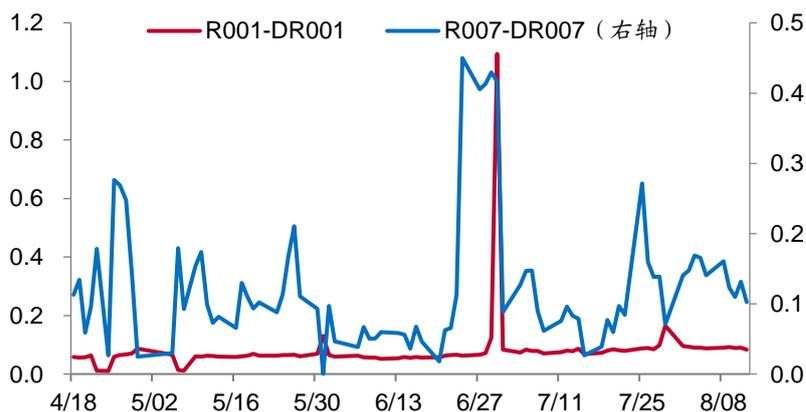
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

图 1: R001 成交量和银行间质押式回购的成交水平



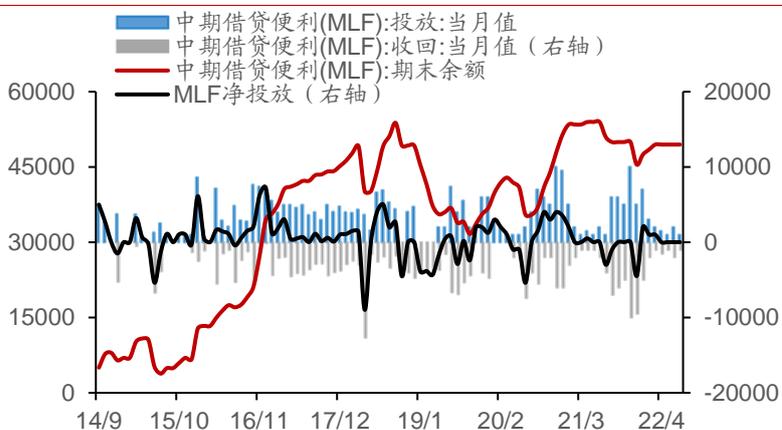
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 2: R 和 DR 利率的差值 (%)



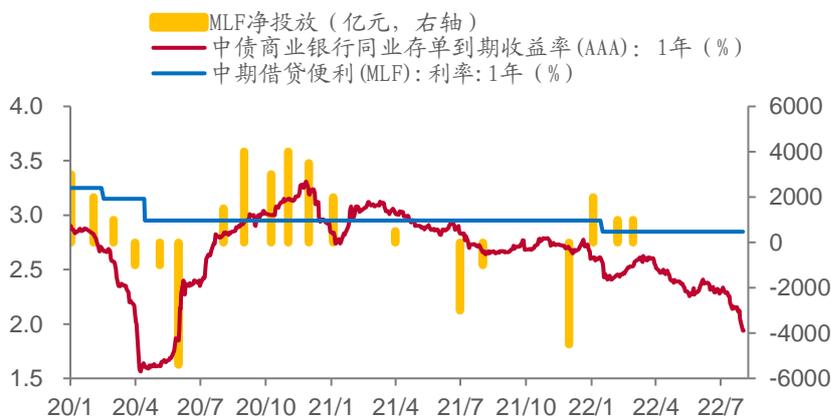
来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: MLF 投放和回笼水平 (亿元)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 4: 存单利率和 MLF 利率的水平



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 地方债券发行量 (亿元)

| | 7月 | 8月 |
|-------|-----------|-------------|
| 新增一般债 | 635.3 | 16.6 |
| 新增专项债 | 613.0 | 145.9 |
| 新增合计 | 1248.3 | 162.5 |
| 再融资合计 | 2814.8 | 2537.7 |
| 全部合计 | 4063.1 | 2700.2 |
| | 7月 (实际发行) | 8月 (截止8.14) |
| 新增一般债 | 635.3 | 16.6 |
| 新增专项债 | 613.0 | 0.0 |
| 新增合计 | 1248.3 | 16.6 |
| 再融资合计 | 2814.8 | 1477.9 |
| 全部合计 | 4063.1 | 1494.5 |

来源: WIND, 中泰证券研究所

风险提示: 政策变动, 经济恢复不及预期。

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_45251



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>