

“钱”要快点花

事件：

8月15日，1年期MLF投放4000亿元、到期6000亿元，7天逆回购投放20亿元、到期20亿元，利率均较上期下调10BP。

点评：

■ MLF缩量续作、利率下调，或与实体需求较弱、资金淤积金融体系等有关

MLF缩量操作，MLF、逆回购利率超预期下调。8月15日，1年期MLF投放4000亿元、到期6000亿元，逆回购投放维持“低量”、20亿元，两者利率均于年内再度下调10BP。上一次“降息”为1月中旬，1年期MLF超量续作同时，下调利率10BP，逆回购利率也下调10BP（参见《降息，政策“加力”的开始》）。

MLF缩量市场已有预期，或与金融体系资金淤积过多等有关。4月中下旬以来，降准、大规模留抵退税，叠加实体需求修复“平缓”等，资金滞留金融体系的现象较为突出，表现为市场利率持续低位，DR007一度下探至1.3%以下、低于政策利率80BP以上。MLF缩量或与资金“极度”充裕有关；央行此前在二季度货币政策执行报告中也或释放一定信号、深入研判银行体系流动性供求状况”等。

利率的超预期下调，或与近期金融数据大幅低预期、实体融资需求较弱等有关。7月新增社融7561亿元、仅为市场预期的一半左右，信贷拖累明显。除票据再度冲量外，其他信贷分项同比均纷纷走弱，企业、居民中长贷同比降幅均超过1400亿元，企业短贷更是创新低至-3500亿元以上，映射实体需求修复尚待观察。

■ 刺激实体需求、呵护信用环境下，LPR仍有下调空间，流动性或平稳宽松

往后来看，LPR或仍有下调空间、刺激实体需求。现行LPR锚定MLF利率的框架下，MLF利率的下降会带来LPR的下调，1年LPR报价或跟随下降10BP；但5年LPR变化，或需考虑激发实体需求、坚持房住不炒等多方面的平衡。年内降息的再度开启，或表明降成本、加快信贷需求释放等已然提上日程；除此之外，淤积在金融体系的资金也需要政策加强引导、加大对实体的结构性支持。

实体需求尚待修复、信用环境转向“收缩”下，货币流动性环境或维持相对宽松。经验显示，经济尚未企稳前，货币不会全面转向；社融增速拐点或已出现，呵护信用环境也需要平稳宽松的流动性配合。流动性的平稳宽松，对债市依然形成支撑，但需留意利率快速下行的回调风险（详情参见《货币政策的信号“变化”？》、《信用环境如何演绎？——来自融资结构的视角》）。

重申观点：稳增长效果或逐步显现，对经济修复节奏和弹性的影响仍需跟踪。资金“前置”带来投资增长与实际落地或存在“错位”，对需求的支撑或逐步显现；但宏观环境等不同，或使得本轮疫后修复并非过往简单复制（详情参见《稳增长数据“背离”，如何理解？》、《疫后“三思”：经济的“天花板”？》）。

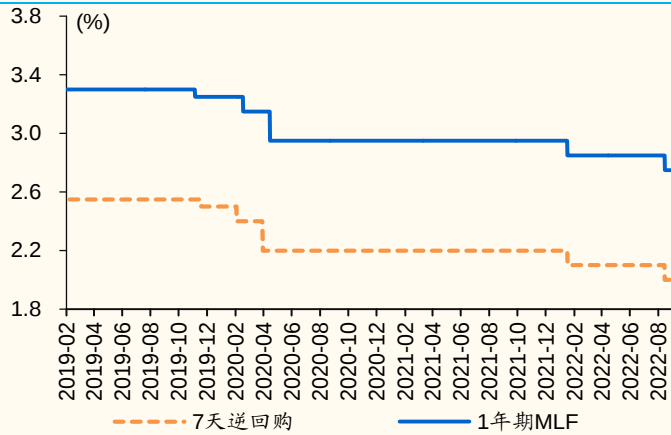
风险提示：政策效果不及预期、疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

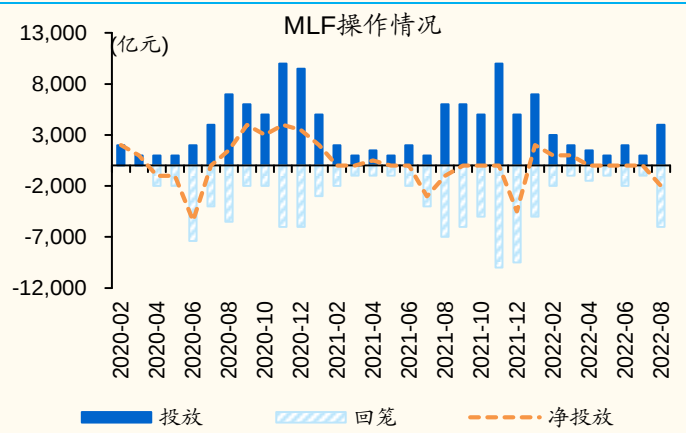
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 8月15日, MLF 和 OMO 均下调10BP



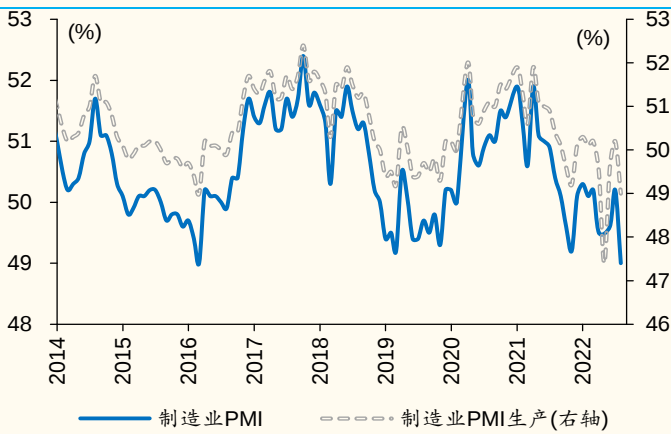
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 8月 MLF 缩量续作



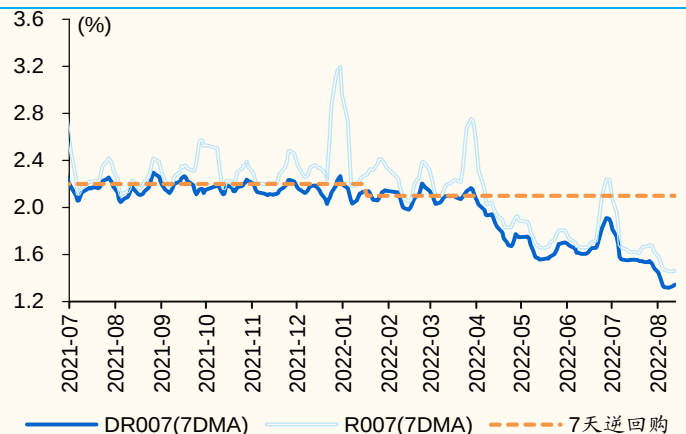
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 实体需求尚待修复



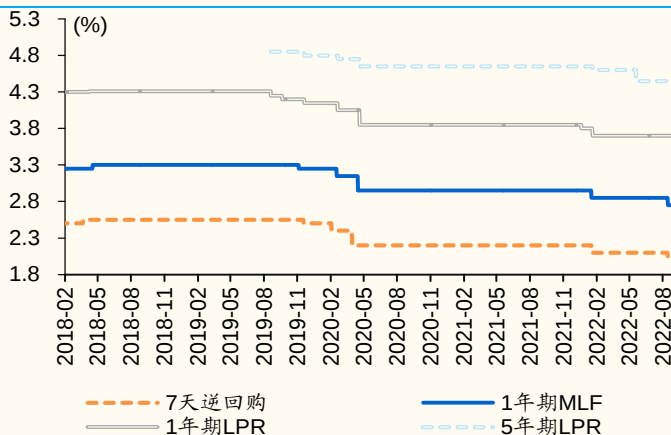
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 4月以来, 市场利率平稳低位



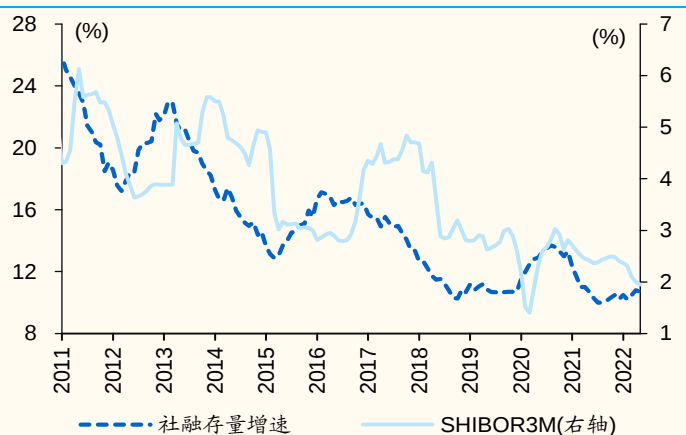
来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 现有调控框架下, MLF 下降或带动 LPR 下调



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 信用环境也需要平稳宽松流动性呵护



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产经营活动等。
- 2、**疫情反复。**变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

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_45330

