

货币政策与流动性观察

MLF 等额续作的下一步

核心观点

MLF 等额续作的下一步

10月17日，央行发布公开市场操作公告，开展5000亿元中期借贷便利(MLF)操作，中标利率维持2.75%不变。当日MLF到期额5000亿元，净投放为0。

8月MLF、OMO等政策利率意外降息10bp后，年内政策利率是否会继续调整引发市场关注。总体而言，我们认为8月降息更多属于对冲经济动能在超预期冲击下走弱的临时性安排，并不意味着央行进入降息通道。因此10月MLF利率维持不变符合预期：一是近期经济运行逐步企稳；二是9月金融数据总量结构显著改善，“宽信用”重回轨道；三是兼顾内外平衡。在国内经济逐步企稳的情况下，“外部均衡”重要性边际上升，进一步降息必要性下降。

续作量方面，今年四季度将迎来MLF到期小高峰，共计将到期2万亿元。一方面，不再缩量续作的主要原因在于市场流动性需求增加。另一方面，随着跨季跨季因素对流动性的干扰结束，目前银行间资金面仍处于“合理充裕略微偏多”的水平，通过降准补充流动性的必要性相对有限。

前瞻地看，我们认为通过“降成本”推动“宽信用”仍是下阶段货币政策的重心。在外部环境仍然趋紧的背景下，为更好兼顾“内外平衡”，年内央行可能更倾向于采用鼓励调降LPR利率和小幅降准等手段引导实体经济融资成本进一步下行。

LPR方面，9月15日六大行同步调降存款利率，为LPR特别是5年期LPR利率进一步下调提前打开了空间。降准方面，四季度降准“半次”25bp仍有可能，在稳定流动性的同时降低资金成本，为“宽信用”提供激励。

流动性观察

外部环境方面，海外关键利率保持基本稳定。

国内利率方面，上周(10月17-21日)超短端利率与商业银行同业存单发行利率均小幅上行。

国内流动性方面，上周(10月17-21日)央行等额续作逆回购与MLF，净投放0亿元。本周二(10月25日)为办税截至日，预计此后1-2天对资金面产生影响。

债券发行方面，上周(10月17-21日)政府债净融资1145.7亿元；同业存单净融资587.4亿元；企业债券净融资-135.6亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究·宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

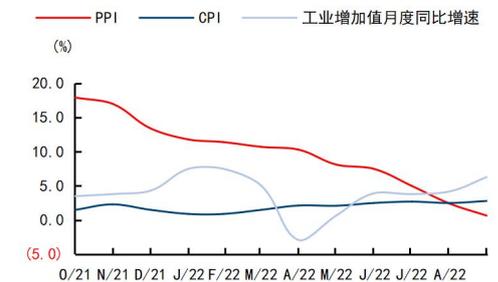
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.90
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	5.70
M2	12.10

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-关注“宽信用”持续性》——2022-10-17
- 《宏观经济宏观周报-四季度国内通胀同比或保持偏低水平》——2022-10-17
- 《货币政策与流动性观察-年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-政策支持下国内经济仍有继续向上修复的空间》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-本周国内消费和投资景气均有所回升》——2022-09-26

内容目录

周观点：MLF 等额续作的下一步	4
为何利率不变?	4
为何等量续作?	4
如何看下一步政策操作?	5
流动性观察	6
外部环境：关键利率保持稳定	6
国内利率：利率小幅上行	7
国内流动性：央行等额续作为主	9
债券融资：政府融资边际放缓	11
汇率：美元指数小幅回落	12
免责声明	13

图表目录

图 1: 10 月 MLF 等量续作 5000 亿元	4
图 2: MLF 投放季节性	4
图 3: DR007 低于 OMO 利率 52bp	5
图 4: 1 年期股份行 NCD 发行利率低于 MLF 利率 72bp	5
图 5: 美联储关键短端利率	6
图 6: 欧央行关键短端利率	6
图 7: 日央行关键短端利率	6
图 8: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 9: 央行关键利率	7
图 10: LPR 利率	7
图 11: 短端市场利率与政策锚	8
图 12: 中期利率与政策锚	8
图 13: 短端流动性分层观察	8
图 14: 中长端流动性分层观察	8
图 15: SHIBOR 报价利率	8
图 16: 中美利差	8
图 17: “三档两优” 准备金体系	9
图 18: 央行逆回购规模 (本周投放截至周一)	9
图 19: 7 天逆回购到期与投放	9
图 20: 14 天逆回购到期与投放	9
图 21: MLF 投放跟踪	10
图 22: MLF 投放季节性	10
图 23: 银行间回购成交量	10
图 24: 上交所回购成交量	10
图 25: 债券发行统计 (本周统计仅含计划发行及到期)	11
图 26: 政府债券与同业存单净融资	11
图 27: 企业债券净融资与结构	11
图 28: 主要货币指数走势	12
图 29: 人民币汇率	12

周观点：MLF 等额续作的下一步

10月17日，央行发布公开市场操作公告，开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率维持2.75%不变。当日MLF到期额5000亿元，净投放为0。

图1：10月MLF等量续作5000亿元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：MLF投放季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

为何利率不变？

8月MLF、OMO等政策利率意外降息10bp后，年内政策利率是否会继续调整引发市场关注。总体而言，我们认为8月降息更多属于对冲经济动能在超预期冲击下走弱的临时性安排，并不意味着央行进入降息通道。因此10月MLF利率维持不变符合预期。

一是近期经济运行逐步企稳。国务院领导在9月28日稳经济大盘四季度工作推进会议时表示经济“下滑态势”已被扭转，总体“恢复回稳”。近两月PMI数据持续回升，9月PMI回到荣枯线上方（50.1）。社零数据也出现持续回暖，8月底累计同比增速在负区间4个月后转正（0.5%）。

二是9月金融数据总量结构均显著改善。在8月降息，以及结构性政策工具、政策性开发性金融工具的撬动作用下，9月新增社融和人民币信贷表现均大幅超出市场预期，显示在政策的支持和引导下，“宽信用”进程重回轨道。

三是兼顾内外平衡。近期美国通胀在政策快速收紧下展现出较强韧性，美联储加息预期依然强劲，人民币短期内仍面临一定贬值压力。在国内经济逐步企稳复苏的情况下，“外部均衡”重要性边际上升，进一步降息必要性下降。

为何等量续作？

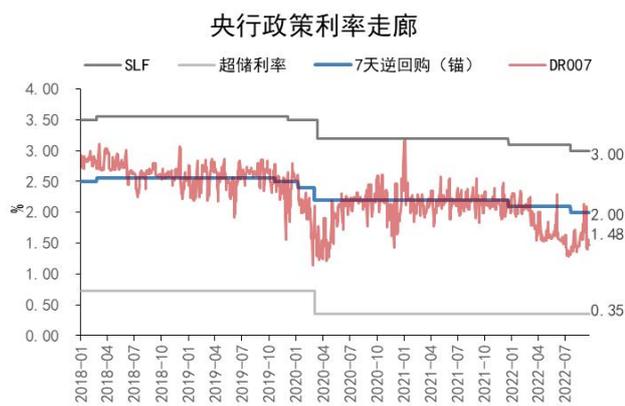
今年四季度将迎来MLF到期小高峰，共计将到期2万亿元，分别是10月的5000亿，11月的1万亿和12月的5000亿。本月央行有三个可能的选项：一是延续8、9月的缩量操作；二是参考以往经验，在MLF集中到期前央行通过降准提前置换；三是等量续作。

一方面，不再缩量续作的主要原因在于市场流动性需求增加。随着经济活力修复，以及国庆前投放完成的政策性开发性金融工具等因素对信贷融资需求的撬动，银

行对基础货币的需求降明显上升。此外，8月24日国常会公布的5000亿元专项债结存额度将在10月密集发行完毕，央行将配合提供必要的流动性环境。

另一方面，随着跨节跨季因素对流动性的干扰结束，目前银行间资金面仍处于“合理充裕略微偏多”的水平，10月19日DR007利率和1年期股份行同业存单发行利率分别低于其利率锚52bp和72bp，通过降准补充流动性的必要性相对有限。

图3: DR007 低于OMO利率52bp



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 1年期股份行NCD发行利率低于MLF利率72bp



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

如何看下一步政策操作？

前瞻地看，我们认为通过“降成本”推动“宽信用”仍是下阶段货币政策的重心。在外部环境仍然趋紧的背景下，为更好兼顾“内外平衡”，年内央行可能更倾向于采用鼓励调降LPR利率和小幅降准等手段引导实体经济融资成本进一步下行。

LPR方面，央行三季度货币政策委员会例会指出：发挥“存款利率市场化调整机制”和“贷款市场报价利率改革效能”，降低企业和居民融资成本。9月15日六大行同日发布公告，调降定期存款利率10-15bp，活期存款利率0.5bp，事实上为LPR特别是5年期LPR利率进一步下调提前打开了空间。

降准方面，四季度降准“半次”25bp仍有可能。一是年内最后两个月仍有1.5万亿元MLF到期，考虑到一年期同业存单发行利率仍显著低于MLF利率，银行申报MLF意愿有限。采用降准的方式置换其中一部分到期的MLF，将以较低成本为银行提供稳定的长期资金，为“宽信用”提供激励。二是若部分的明年专项限额提前下达，或年底经济复苏不及预期，通过小幅降准稳定资金面并进一步呵护市场信心也将是选项之一。

流动性观察

外部环境：关键利率保持稳定

美联储

美国政策利率目标区间依旧保持在 3-3.25%，两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.15% 和 3.05%。上周四（10月20日）SOFR 利率较前一周（10月13日）基本保持稳定，下降 1bp 至 3.03%。

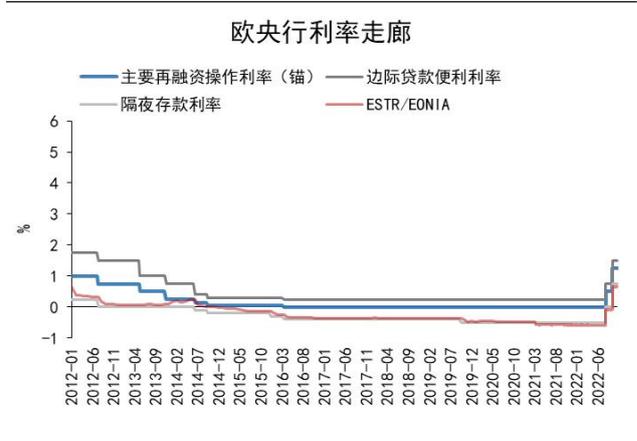
截至 10月19日，美联储资产负债表规模为 8.74 万亿美元，较前一周（10月12日）减少 150.47 亿美元，约为今年 4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 97.53%。

图5：美联储关键短端利率



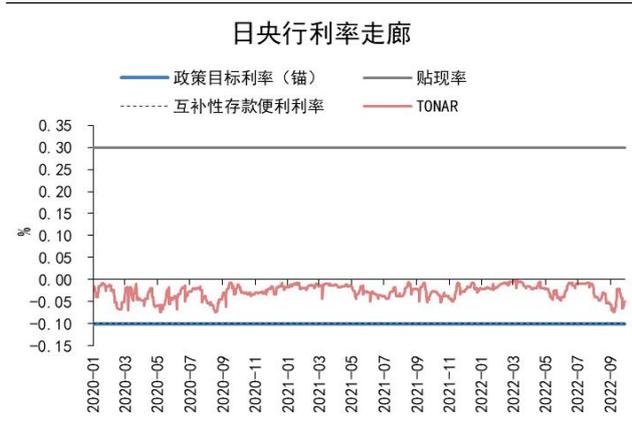
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



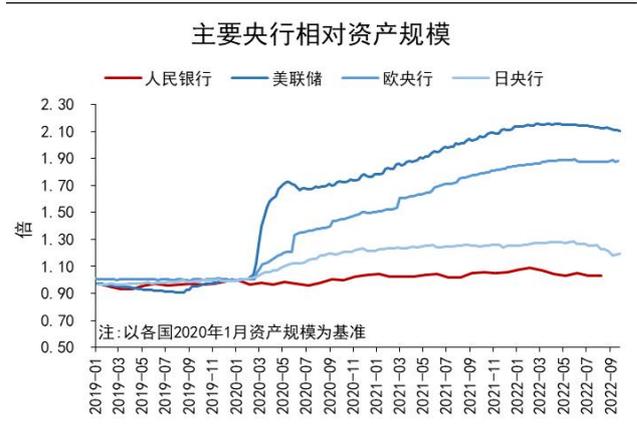
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

9月加息后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于1.25%、1.5%和0.75%。欧元短期利率（ESTR）上周四（10月20日）较前一周（10月13日）保持不变，位于0.66%。

日央行

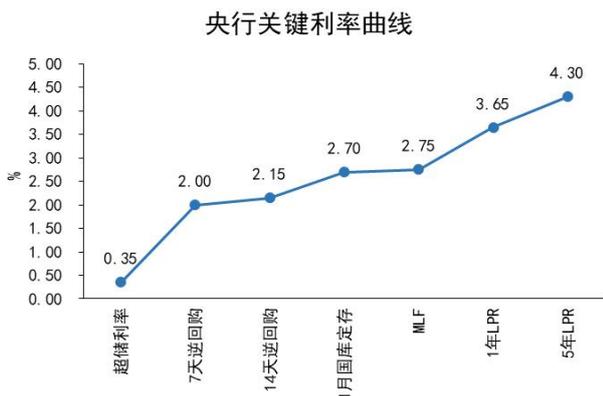
日本央行三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持在-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（10月21日）较前一周（10月14日）下降1bp至-0.05%。

国内利率：利率小幅上行

央行关键利率

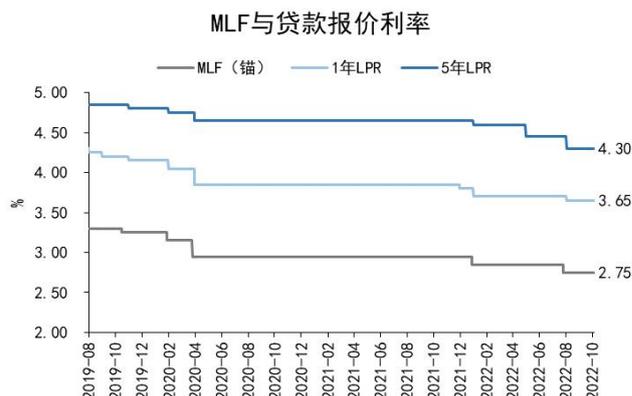
10月20日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR利率



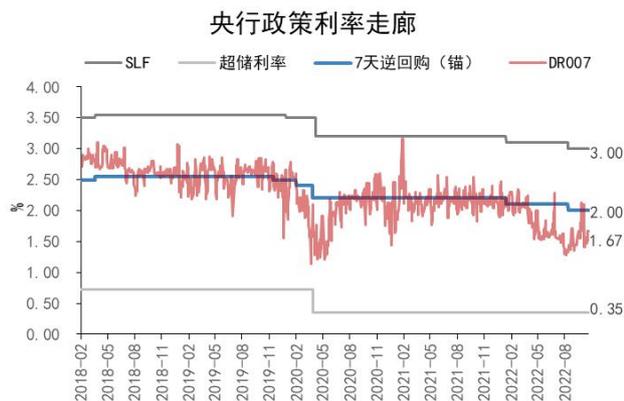
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，上周出现小幅上行。上周五（10月21日）R001、DR001与GC001较前一周（10月14日）分别上升12bp、11bp和12bp；而R007、DR007、GC007分别上升6bp、20bp、6bp。

中长端利率方面，本周一（10月24日）商业银行1年期同业存单发行利率较前一周小幅上行。国有行、股份行、城商行发行利率较前一周（10月17日）分别上行2bp、6bp、2bp和至2.03%、2.09%、2.27%。

图11: 短端市场利率与政策锚



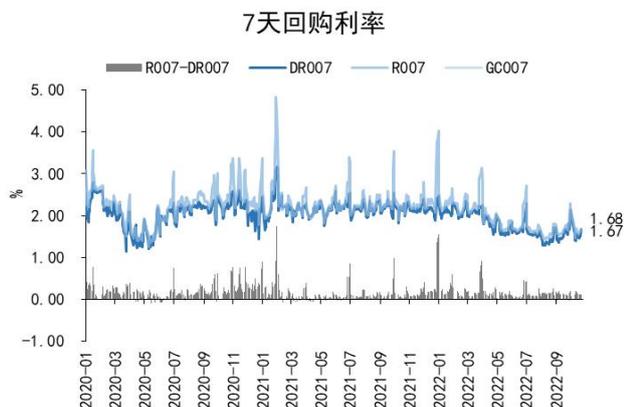
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



图16: 中美利差



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_47781



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn