



温彬：7月MLF延续等量平价续做，后续资金面和利率如何演变



文/意见领袖专栏作家温彬、张丽云



【数据】

7月15日，央行公开市场开展1000亿元中期借贷便利（MLF）操作和30亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.85%、2.10%。当日有30亿元逆回购和1000亿元1年期中期借贷便利（MLF）到期，实现零投放零回笼。

【解读】

一、市场流动性一直处于合理充裕水平，无需 MLF 加量补水

4 月以来，在央行全面降准、上缴结存利润、结构性货币政策工具持续发力、财政支出加快等多因素影响下，市场流动性一直处于较为充裕的状态，各期限资金市场利率和同业存单利率均处于较低水平，脱离政策利率中枢运行。6 月，受信贷扩张加速、地方债发行高峰、缴税及半年末考核叠加影响，月末市场流动性边际收敛，但跨月后资金面整体依然宽松，利率变动有限。同时，市场资金利率持续大幅低于政策利率中枢，催生机构加杠杆行为，R001 每日成交量持续维持在 5 万亿元以上，加剧了资金面的脆弱性。

为此，7 月 4 日起央行采取每日 30 亿元的“地量”逆回购投放操作，向市场传递资金利率将逐步回归常态信号，同时给机构加杠杆行为降温。但 OMO 低量投放，信号意义大于实质影响，流动性充裕的状态仍在延续，短端资金利率“逆向”下行，7 月 14 日 DR001、DR007 持续降至 1.17%、1.54% 的较低水平；长端利率经历短暂阶段性调整之后，基本趋于平静。逆回购缩量投放后，银行间质押式回购成交量也依旧维持在 6 万亿以上，R001 日成交量处于 5.7 万亿以上的高位。

这主要源于，7-8 月在地方债供给减少、专项债支出增多、结构性货币政策工具陆续落地以及税收减免缓交等因素作用下，流动性面临较往年更为有利的局面。数据显示，1-6 月，剔除中小银行专项债后，新增专项债发行 3.39 亿元，已完成 98.3%。专项债高峰已过，短期内政府债缴款压

力减轻。同时，在 6 月“支大于收”以及 8 月底前专项债基本使用完毕的要求下，近期财政支出力度仍大。此外，当前碳减排支持工具已累计发放 1827 亿元，煤炭专项再贷款累计投放 225 亿元，今年创设的三项新工具按季发放，将于今年 7 月首次申请。结构性工具也有补充基础货币的作用，会对流动性形成支撑。在流动性依旧宽松的局面下，机构信心乐观，市场也逐步消化了央行逆回购缩量操作的“切换”。

央行在 7 月 13 日金融数据发布会上也表示“DR007 目前在 1.6% 左右，低于公开市场操作利率，流动性保持在较合理充裕还略微偏多的水平上。未来将综合考虑经济增长、物价形势等基本面情况，合理搭配货币政策工具，保持流动性合理充裕，进一步推动金融机构降低企业融资成本”。鉴于 6 月经济和金融数据进一步好转，下半年稳物价权重加大，债市杠杆率较高，以及本阶段资金利率低位运行已 3 个多月时间，维护资金利率低位运行的必要性降低，无需额外补充流动性。央行等量续做的同时，延续 30 亿元的每日逆回购“地量”操作，也是在继续向市场传递纠偏信号，借此降低资金利率对政策利率的偏离程度。

二、呵护经济修复和稳定市场预期，MLF 缩量续做条件尚不成熟

鉴于资金面持续宽松和央行缩量投放逆回购，市场此前预期此次会小幅缩量续做 MLF，进一步引导资金利率向政策利率回归。但考虑到作为中长期的流动性投放工具，MLF 缩量会比逆回购缩量释放更强的紧缩信号，在当前经济复苏基础仍不稳固、疫情仍在点状出现、房地产局部风险事件

发生等环境下,MLF 等量续做,有助于呵护经济修复进程和稳定市场预期。

此外,鉴于二季度以来银行信贷收益率下行幅度较大,而存款定期化现象明显加剧,核心存款利率高位运行,对银行净息差形成持续挤压。下半年,滚动重定价因素可能导致存量贷款重定价压力较大,银行体系资产端收益率仍可能继续下行。在此背景下,保持流动性合理充裕,继续维持银行市场类负债低成本红利,进一步推动金融机构降低企业融资成本,对于稳定银行净息差运行和金融体系稳定也具有重要意义。

三、内外通胀形势制约下,MLF 利率保持不变

7 月 MLF 操作利率为 2.85%,与上月持平,已连续六个月保持未变,主要受到内外两方面因素影响:

一是美国通胀数据再度爆表,加息预期强化,进一步对国内货币政策空间形成掣肘。最新公布的美国 6 月 CPI 同比上涨 9.1%,再创 1981 年 12 月以来的 40 多年新高。其中,汽油价格环比上涨 11.2%,涨幅领先;住房和食品价格上涨也是通胀的主要因素。食品成本同比上涨 10.4%,主要受猪肉和禽蛋价格上涨影响。自 1980 年以来,美国通胀率最高峰为 1980 年 12 月,达到 14.8%。

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_44038

