



温彬：10 月 MLF “等量平价” 续做，后续降准是否仍有空间？



意见领袖 | 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）

【数据】

10月17日，央行公开市场开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作和20亿元7天期公开市场逆回购操作，中标利率分别为2.75%、2.00%，与此前持平。当日有210亿元7天期逆回购到期和5000亿元1年期中期借贷便利（MLF）到期，实现净回笼190亿元。



【解读】

继8、9月MLF连续缩量4000亿元之后，10月MLF“等量平价”续做，表明在内外因素综合考量下，当前央行既不会大幅收紧流动性，也

难以在量的层面过度支持流动性。同时，内外政策错位下，本月 MLF 利率继续保持不变。

未来，央行将继续在“以我为主、内外平衡”的总基调下，着重根据国内经济形势变化，精准进行货币政策调整，保持流动性合理充裕，为实体经济发展营造适宜的金融环境。11-12 月，考量到 MLF 到期量较大，在放贷增加、地方债仍需发行的情况下，若经济修复的可持续性不高，央行在落实好结构性工具的同时，仍不排除适时通过小幅降准置换部分到期 MLF 的可能。

一、跨季后资金利率大幅下行，流动性维持充裕，等量续做符合预期

8-9 月，央行连续缩量续做 MLF，两个月实现了 4000 亿元中长期流动性净回笼。同时伴随信贷需求转暖、债市加杠杆热情不改，资金需求保持旺盛；加之 MPA 考核、缴税和跨季、十一长假等因素影响，9 月中下旬以来，资金利率中枢上行，波动加大，9 月底 DR001、DR007 最高分别上行至 2.02% 和 2.13%。为此，9 月 19 日起，央行时隔近 8 个月重启 14 天期逆回购，且月末每日逆回购净投放均超千亿元，护航流动性平稳跨季和稳定市场预期。

跨季后，在季末扰动因素消除、9 月末财政支出对 10 月流动性起到补充作用下，10 月初流动性压力得以缓解，资金利率普遍出现较大幅度下行。10 月 9 日，DR001、DR007 分别较 9 月末下行 95bp、68bp 至 1.07%、1.41%，14、21 天资金利率下行幅度更大，均超过 100bp。近日各资金利

率有所上行，但距离政策利率仍有相当的空间。为此，十一节后，尽管近期有大规模资金回笼，但在流动性维持宽裕环境下，央行逆回购重回每日 20 亿元的低量操作。

综合来看，10 月不存在跨季、跨节等因素对资金面的扰动，资金面的冲击主要来自财政缴税以及政府债供给。10 月流动性总体将好于 9 月，不存在明显压力。

在此背景下，MLF 等量续做符合央行引导资金利率逐步回归政策利率的初衷。同时，在货币市场一级利率和二级利率联动不显著的情况下，一级交易商对逆回购和 MLF 操作的需求下降，且当前银行资金运用和息差压力较大，对高成本负债更为敏感，性价比更低的 MLF 等量或缩量续做也符合市场选择。

二、债市杠杆率短暂回落后又恢复至高位，等量续做也有助于给加杠杆降温

今年 4 月以来，资金利率保持低位且波动性低，债市加杠杆套利行为持续，债市杠杆率持续高位运行。4-8 月，质押式回购日均成交量从 4.9 万亿元持续上升至 6.3 万亿元，9 月 13 日，质押式回购日均成交量再度攀升至 7.3 万亿元的历史高位。之后，伴随跨季、跨节资金面收敛，债市杠杆率快速下降。但十一节后，资金面重回宽松，质押式回购每日成交量又重回 6.6 万亿元的高位。

高企的杠杆率会加剧银行间市场资金面的脆弱性，一旦未来流动性出现边际收敛，会导致资金利率的大幅波动。目前债市持续高杠杆所导致的资金空转，也已触及央行容忍度的边界。为此，10月MLF等量续做，可推动市场流动性向合理充裕回归，也可给机构加杠杆行为降温，维护市场稳定。

三、稳汇率重要性仍高，短期内制约国内货币政策继续加码宽松

在美联储9月加息及其超鹰派表态后，美元指数和美债利率不断走强，叠加国内经济基本面弱修复、出口动能走弱，中美利差进一步走阔，人民币汇率承压。9月人民币兑美元汇率基本维持在6.9以上，9月26日汇率更是突破7。为避免形成人民币持续的单边贬值预期，加大资本跨境流动压力，稳汇率重要性提升。为此，9月央行下调金融机构外汇存款准备金率、上调远期售汇的风险准备金率，并召开外汇自律机制会议，之后外汇市场的恐慌情绪得到明显缓解。

但当前，通胀持续高企下，美联储及主要央行继续大幅加息的预期未变，继续对汇率形成压力。最新数据显示，9月美国CPI同比上涨8.2%，

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_47321

