



# 流动性周报：MLF 利率维持不变 静待 LPR 报价落地



MLF 利率如期维持不变, 8-9 月份或继续缩量续作。7 月 15 日, 央行缩量续作 1000 亿 MLF (到期 4000 亿), 中标利率维持 2.95% 不变, 一定程度上令市场对央行“总量式”宽松的预期有所降温。尽管 1Y 国股 NCD 利率低于 1Y-MLF 利率约 20bp, 但这并不必然带来 MLF 利率的下调, 当前货币政策的“量”处于随行就市状态, 且服从于“价”的目标。8-9 月份 MLF 到期 1.3 万亿, 考虑到央行后续将推出绿色金融定向支持工具 (如绿色再贷款机制), 且该工具定价较 MLF 更为优惠, 预计 MLF 大概率继续延续缩量续作。

后续与其纠结央行是否会再度降准, 不如对定向调控工具多一分期待。近期市场对后续是否会再度降准存在一定分歧。我们认为: (1) 今年以来财政收入增速快于支出, 2019-2021 年 3-5 月份财政收入复合增速均值为 3.6%, 财政支出为 -1.14%, 料下半年财政支出力度存在一定加大空间。(2) 预计下半年央行会推出一定规模的绿色再贷款工具, 与降准相比定向性更强, 且有助于弥补基础货币缺口。因此, 本次降准并不代表宽松周期开启, 在流动性尚未受到明显挤压、超储其他“管道”水流供给仍有一定保障情况下, 不宜对总量式宽松政策过度期待, 而定向调控工具则有望进一步发力。

1Y 国股 NCD 利率创年内新低, 已处于超调状态。受降准利好因素影响, 本周 NCD 发行利率进一步下行 2.75%, 已创年内新低, 低于 1Y-MLF 利率 20bp, 而 2019 年货币政策尚属正常化的年份, 两者利差均值为 17bp

(2020 年 2-4 月份受宽松政策影响，利差一度扩大至 150bp，并不具有代表性)，即目前 1Y 国股 NCD 利率已处于超调状态。我们预计，在 MLF 利率维持稳定的情况下，将对 1Y 国股 NCD 利率下限形成约束（周中部分国股行在降准乐观情绪推动下，对 1Y-NCD 报价一度压至 2.70% 附近，但市场反应较为平静，接受度并不高，随后机构开始提价），但持续低于 1Y-MLF 利率的情况或仍将延续。

R001 日成交规模已持续在 4 万亿以上，需注意资金面的脆弱性。7 月 5 日-16 日，R001 日均成交规模均超过了 4 万亿，反映出市场预期较为乐观。本次降准后的市场表现，同样显示市场情绪高涨。但过度加杠杆本身就会加剧市场的脆弱性，若后续 R001 每日成交规模持续位于 4 万亿以上，一旦出现资金面波动加大，会引发市场的自我调整，这一点可参考今年 1 月中下旬的“小钱荒”。

静待 LPR 落地，基于商业原则不足以驱动 LPR 下调。理由如下：(1) 本次降准改善资金成本 130 亿，初步测算对综合负债成本率改善幅度不足 1bp。(2) 从月度边际变化来看，6 月 20 日-7 月 16 日，国股行 NCD 利率降幅 20bp，净融资约 2200 亿，改善国股行综合负债成本幅度较小，仍不足以驱动 LPR 报价 5bp 步长调整。(3) 存款利率报价制度改革，主要利好 1Y 以上定期存款和大额存单定价，但活期和 1Y 以内利率相对稳定，通知、协定明显上调，作为 LPR 报价机构的国股银行，核心存款成本依然承压。

下周供给因素再度发挥作用，利率或已基本筑底。本轮利率破 3 的主要逻辑，在于“降准引发总量式宽松预期+长达一个月的供给缩量”，机构欠配压力加大。

下周政府债券计划发行 3724 亿，到期 999 亿，净融资 2725 亿，将结束连续四周的低供给环境，短期内利率或已基本筑底。降准之后，市场情绪较为“亢奋”，而 MLF 利率维持不变打消市场降息预期，一度造成利率回调，另一个重要节点是 7 月 20 日 LPR 报价，若依然维持不变，将造成利率小幅承压。

风险分析：市场加杠杆力度较大，央行 Q3 持续缩量续作 MLF，资金面波动加大。

**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\\_33059](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33059)

