

为何央行超预期开展 2000 亿 MLF?

报告导读

11月30日，央行宣布开展2000亿元1年期MLF操作和1500亿元7天逆回购操作，利率均与前值持平，30日当天有400亿逆回购到期。央行月末超预期投放MLF意图何在？为何央行操作后，DR007仍然上行？此举是否会成为常态操作？是否影响下一阶段货币政策决策？本文将一一做出解答。

□ 一、为何央行月末再次开展 MLF 操作？

目前我国央行已逐步形成每月月中续作当月到期MLF的惯性操作，11月MLF共计到期量6000亿元，央行于11月16日续做8000亿，超量续作2000亿，30日开展2000亿超出市场预期，我们认为原因在于：1、央行月末投放MLF其一意在维稳跨月资金面。超储率过低意味着流动性压力持续加大，我们测算的10月超储率仅1%，实际上，10月末DR007波动幅度已经加大，央行维持流动性处于中性合意水平的意图一直没有变化，我们认为年底财政支出力度可能不足，进而央行增加主动调控；2、11月信用违约事件突发，使得部分机构调整信用债质押入库名单，资金面有所趋紧，也为11月末央行流动性调控增加新的考量，使得央行在跨月时点增加流动性投放。

□ 二、为何央行投放 MLF 后，DR007 仍然上行？

DR007是央行核心关注的市场利率锚，30日央行开展MLF操作后，虽然债券市场各期限利率出现不同程度下行，但DR007先升后降，最高于10点59分达到2.39%，较开盘数值上行18BP，截至11点29分回落至2.31%，仍高出7天逆回购利率11BP。我们认为债券市场利率下行主要受央行投放流动性引发的乐观预期影响，而货币市场资金价格走势更能代表实际资金面，DR007上行意味着11月跨月时点流动性仍处于中性状态，虽然央行投放2000亿MLF、净投放1100亿逆回购，仍是基于完善的流动性预测分析体系，同时结合市场资金需求和流动性调控意图，并非货币政策转向宽松。

□ 三、是否会成为常态操作？

正如上文分析，本次操作主要受短期跨月及信用违约事件的扰动，我们认为不会成为常态操作。央行在30日的公开市场业务交易公告中继续做出预期引导称“人民银行将于12月15日开展中期借贷便利(MLF)操作(含对12月7日和16日两次MLF到期的一次性续做)，具体操作金额将根据市场需求等情况确定”，我们认为月中操作的常态化机制将延续，但不排除未来个别时点，从维稳流动性的目的出发，央行再次进行类似操作的可能性。

□ 四、是否影响下一阶段货币政策决策？

11月初的信用违约事件对央行原本的流动性调控节奏构成一定扰动，10月末的DR007波动加剧与11月的波动性质不同，前者具有央行主动调控意图，后者则相对被动，而央行相机抉择，顺势而为，既保证DR007的宽幅波动，也在敏感时点出手维稳，保持流动性中性但不会出现局部“钱荒”的状态。我们认为未来DR007将维持宽幅震荡，甚至抬升高点，但中枢不会上升太高，预计在2.2%-2.4%左右，一季度后维持稳定。从三季度货币政策执行报告摘要首次提出“保持宏观杠杆率基本稳定”来看，央行后续将更加侧重紧信用调控，随着经济修复，2021年一季度信贷需求旺盛，央行除了MPA考核压低各银行广义信贷增速，可能还会增加月度窗口指导。叠加广义赤字也会收缩，社融增速也将出现回落，这将是明年货币政策调控主基调。

风险提示：经济基本面回升幅度加大，货币政策收紧超预期；信用违约事件集中爆发，引发信用收缩风险。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_1188

