

总量研究

稳健货币政策取向没有发生改变

——2021年7月MLF操作点评

要点

1、事件

为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行开展1000亿元MLF操作和100亿元逆回购操作。从交易结果看，MLF和公开市场逆回购利率均维持不变。

2、点评

降准后，部分投资者猜测货币政策的取向是否转为宽松了？今日1Y MLF的利率仍维持在2.95%不变，这充分说明此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变。

今日MLF的操作量为1000亿元，符合市场预期。现阶段，金融机构为保持自身流动性平稳，仍希望能补充部分流动性，特别是对中长期流动性需求较大。我们预计后续央行也将充分考虑金融机构对短中长期资金的需求情况，保持流动性合理充裕。

今日不仅是MLF的操作日，也是本次降准的实施日。我们注意到，市场上关于降准的讨论仍不绝于耳，预期有些发散。事实上，央行早已非常清晰地阐释了本次降准的目的以及主要考虑。按理说，在央行给出降准的“标准答案”后，市场的预期理应变得清晰，但很可惜并没有。这是一个需要我们市场主体深思的问题。

我们认为，不是央行的预期指引不够明确，而是我们市场中存在太多的“执念”。有一些“执念”从一开始就是错误的，比如说通过基础货币投放量、央行资产负债表规模来评判货币政策的效果。这里面的错误显而易见，降准既不会投放基础货币，也不会直接扩大央行资产负债表，但这并不妨碍其增加银行体系流动性、优化金融机构的资金结构，更好支持实体经济。

此外，也有一些“执念”是抱残守缺的，比如说过度依赖流动性的数量揣测利率走势。早期，我国货币政策的透明度不够高，缺乏有效的利率指引，因此基于数量的流动性分析一度被视为预测市场走势的“最优解”。但实际上这类方法预测的准确性并不高，因为流动性只是影响利率的因素之一，且不是决定性因素。

近几年来，为了使市场预期和交易行为向有利于宏观经济可持续发展的方向演变，央行在政策透明度和预期引导方面做足了功课。例如，央行已经明确OMO利率和MLF利率分别为短期和中期的政策利率，并着力于引导市场利率围绕央行政策利率中枢波动。因此，市场主体观察货币政策取向时，只需看政策利率是否发生变化即可，既无需过度关注数量上的指标，也无需过度关注市场利率的时点值。今日MLF利率维持在2.95%的水平，充分体现出稳健货币政策取向并没有发生改变，我们投资者也应对货币政策保持理性的预期。

3、风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001

010-58452066

zhang_xu@ebscn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001

010-58452070

weiwx@ebscn.com

重要收益率走势图



相关研报

流动性缺口的预测误差大，实际意义小——兼论如何判断短期利率走势（2020-05-08）

建议用两年平均增速分析金融数据——2021年4月11日利率债观察（2021-04-11）

以发展的眼光看待遵义的债务——区域城投平台深度挖掘系列之一（2021-04-05）

中国央行遥遥领先——写在美债收益率冲高之时（2021-03-31）

与LPR相比，我们更关心存款利率——2021年2月20日LPR点评（2021-02-20）

不宜过度关注OMO的数量——2021年2月18日货币政策观察（2021-02-18）

DR007开盘价的提高并不是引导资金价格上行——2021年2月7日利率债观察（2021-02-07）

是否应取消“存款利率指导”？——2021年1月21日货币政策观察（2021-01-21）

事件：

为维护银行体系流动性合理充裕，人民银行开展 1000 亿元 MLF 操作和 100 亿元逆回购操作。从交易结果看，MLF 和公开市场逆回购利率均维持不变。

点评：

降准后，部分投资者猜测货币政策的取向是否转为宽松了？今日 1Y MLF 的利率仍维持在 2.95% 不变，这充分说明此次降准是货币政策回归常态后的常规流动性操作，稳健货币政策取向没有发生改变。

今日 MLF 的操作量为 1000 亿元，符合市场预期。事实上，在 7 月 11 日的报告《为何降准？为何全面降准？为何是中性降准？》中我们也曾指出“本月 MLF 还是会进行操作的，只是规模比较小”，这样既可以向银行体系补充中期流动性，又可以保持政策信号的连续性，还可以最大限度地降低银行的负债成本。

事实上，即使在降准后，金融机构仍存在补充中长期流动性的需求：第一，年内 MLF 到期量较大。7 月 MLF 到期量为 4000 亿元，今日操作了 1000 亿元，金融机构用降准资金归还了到期量的四分之三。除此之外，8 月到年底还将有 3.75 万亿元 MLF 到期，明显超过了本次降准的流动性释放量。第二，后期政府债券发行提速的概率较大。一般来说，政府债券发行提速阶段对于银行体系流动性的影响会大于往常，一层原因是由于该阶段发行量边际提高了，另一层原因是从政府债券募资到财政支出之间存在时滞，该阶段财政体系“冻结”的流动性大于“解冻”的流动性。第三，7 月税收因素对流动性的扰动较大。过去三年 7 月税收收入均在 1.6 万亿元左右，我们预计今年也会保持在这个水平。**所以，金融机构为保持自身流动性平稳，仍希望能补充部分流动性，特别是对中长期流动性需求较大。我们预计后续央行也将充分考虑金融机构对短中长期资金的需求情况，保持流动性合理充裕。**

今日不仅是 MLF 的操作日，也是本次降准的实施日。我们注意到，市场上关于降准的讨论仍不绝于耳，预期有些发散。部分投资者推断，降准是更高层面的考量，超出了传统货币政策的范畴。还有部分投资者认为，下半年经济增速会因为去年的高基数而下行，本次降准是为了进行对冲。

这些判断都是没有根据的。因此，在《为何降准？为何全面降准？为何是中性降准？--2021 年 7 月 11 日利率债观察》一文中，我们也对市场关心的热点问题进行了分析。**我们也注意到，央行早已非常清晰地阐释了本次降准的目的以及主要考虑。**例如，在宣布降准的同时，央行便在官网挂出了《中国人民银行有关负责人就下调金融机构存款准备金率答记者问》；在降准之后的第二天，货币政策委员会委员王一鸣便接受了中国《金融时报》的采访。**按理说，在央行给出降准的“标准答案”后，市场的预期理应变得清晰，但很可惜并没有。这是一个需要我们市场主体深思的问题。**

我们认为，不是央行的预期指引不够明确，而是我们市场中存在太多的“执念”。有一些“执念”从一开始就是错误的，比如说通过基础货币投放量、央行资产负债表规模来评判货币政策的效果。这里面的错误显而易见，降准既不会投放基础货币，也不会直接扩大央行资产负债表，但这并不妨碍其增加银行体系流动性、优化金融机构的资金结构，更好支持实体经济。

此外，也有一些“执念”是抱残守缺的，比如说过度依赖流动性的数量揣测利率走势。早期，我国货币政策的透明度不够高，缺乏有效的利率指引，因此基于数量的流动性分析一度被视为预测市场走势的“最优解”。但实际上这类方法预测的准确性并不高，因为流动性只是影响利率的因素之一，且不是决定性因素。

近几年来，为了使市场预期和交易行为向有利于宏观经济可持续发展的方向演变，央行在政策透明度和预期引导方面做足了功课。例如，央行已经明确 OMO 利率和 MLF 利率分别为短期和中期的政策利率，并着力于引导市场利率围绕央行政策利率中枢波动。因此，市场主体观察货币政策取向时，只需看政策利率是否发生变化即可，既无需过度关注数量上的指标，也无需过度关注市场利率的时点值。今日 MLF 利率维持在 2.95% 的水平，充分体现出稳健货币政策取向并没有发生改变，我们投资者也应对货币政策保持理性的预期。

风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投

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_22225



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn