

## 宏观点评 20210915

# MLF 重回等量续作释放了什么信号？

2021年09月15日

### 观点

- **2021年9月MLF重回等量续作，市场对流动性的担忧短线有所放缓。**在7、8月缩量之后，9月MLF重回等量续作（投放6000亿元，到期6000亿元）（图1）。上周二（9月7日）孙国峰司长的流动性言论后，这一操作使得市场对于流动性边际趋紧的担忧有所暂缓，10年期国债收益率短线和DR007利率短线均出现下跌。
- **从MLF角度，如何看待央行近期对流动性的表态？**2021年9月7日货币政策司司长孙国峰在政策吹风会上针对流动性表示“可能不需要原来那么多的流动性就可以保持货币市场利率平稳运行”，引发市场降准预期降温。回顾7月9日的降准，央行官方的定位是“降准是货币政策回归常态后的常规操作”，释放的资金（约1万亿元）主要用于置换到期的中期借贷便利（MLF）和弥补7月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。从央行对降准降低金融机构资金成本每年约130亿元的测算来看，税收是短期扰动因素——这个收的税可能下个月就转化为财政支出，因此从未来几个月的维度看，7月降准的资金可能主要还是用于置换MLF。从这个角度看，孙司长的发言可能意味着今年7月之后MLF的累计缩量会略高于降准释放的1万亿元。
- **MLF缩得快好还是缩得慢好？**从短期和长期权衡的角度来看待，MLF缩得慢，短期流动性环境所受的冲击较小，但也可能意味着降准资金可以“细水长流”，下一次可能的降准时点被推后了；MLF缩得快则正好相反，货币市场短线可能波动加大，但下一次央行大规模补水可能会提前来临。
- **降准大门未关，但是时点可能被推后。**从近期高层的表态来看，支持中小微企业成为政策的重心之一，在经济不确定性仍存、通胀传导不畅、人民币汇率相对强势的情况下，中小企业面临的难题短期内难以解决，降准的可能性仍然存在（图2）。但从央行近期的表态、操作和我们上述的分析，降准的时点可能被推后。若央行保持月均5000至6000亿元MLF的平滑投放，等到降准资金置换完毕，下一次降准的时点可能在2021年12月或者2022年1月，同时兼顾资金跨年和跨春节的需求（图3）。
- **展望后市，9月末仍有稳流动性的需求，债市短期陷入纠结。**流动性方面，MLF等额续作之后面对跨季、跨节的资金需求，央行仍有较大可能在9月末使用14天逆回购，月末将再次成为观察央行流动性态度的窗口；从利率价格上看，当前股份制银行同业存单的发行利率依旧低于MLF利率，MLF的等额续作可能有助于稳住城商行的融资成本，而后者是支持地方性中小微企业的重要力量（图4）。债市方面，央行当前透露的流动性信号并不明确，稳信用的政策诉求很强，但是从紧信用过渡到宽信用并非一蹴而就，资金的供需格局面临转向的可能，但是并未出现实质信号，债市陷入比较纠结的境地。此外，近期监管政策引起了市场更多的关注，金融监管政策的不确定性和关注度可能使得债券收益率震荡上行。
- **风险提示：**病毒变异导致疫情控制难度加大、政策变化超出预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

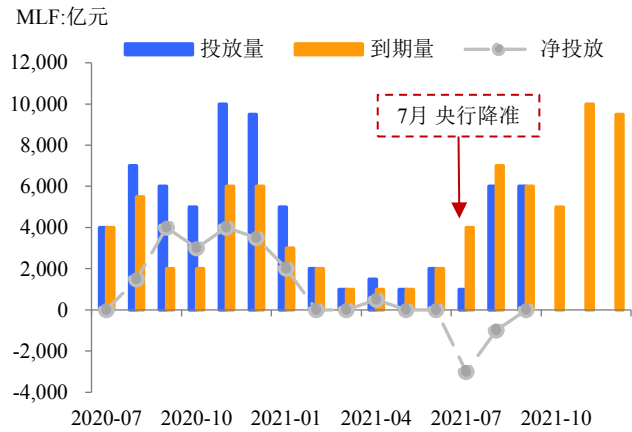
研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

### 相关研究

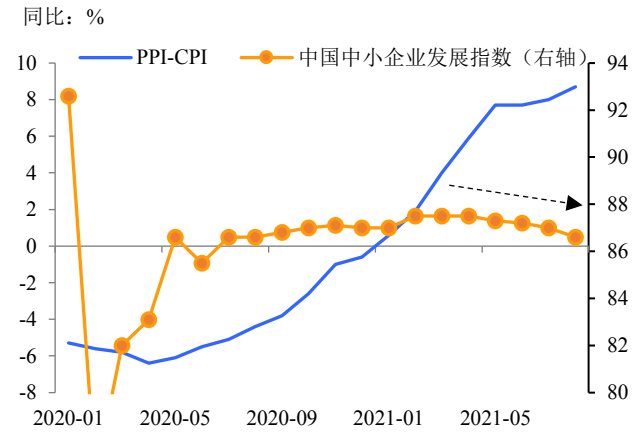
- 1、《宏观专题报告 20210906：如何解决中小微企业融资难问题？》2021-09-06
- 2、《宏观点评 20210903：Taper导致美债利率飙升是否为伪命题？》2021-09-03
- 3、《宏观点评 20210831：新框架窥探中国出口动能》2021-08-31
- 4、《宏观点评 20210831：疫情下需求压制明显，9月预期向好》2021-08-31
- 5、《宏观点评 20210830：鲍威尔转鸽后美元怎么看？》2021-08-30

图 1: 2021 年 9 月 MLF 重回等量续作



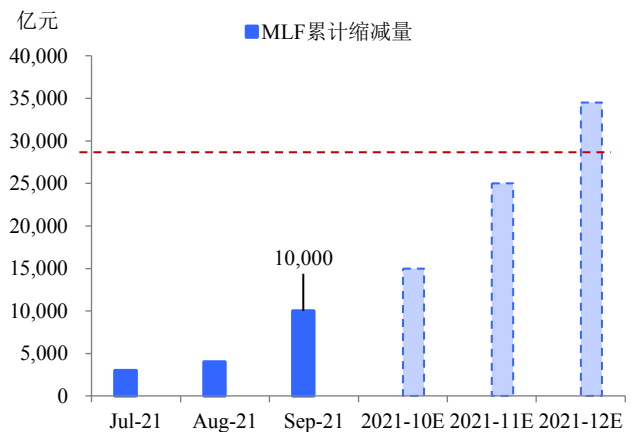
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 2: 通胀传导不畅下中小企业压力上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

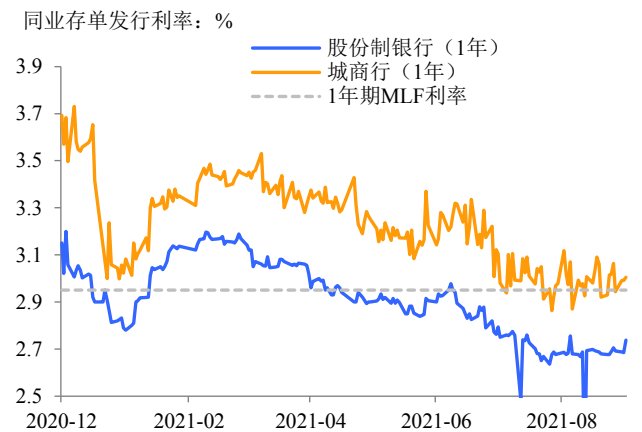
图 3: MLF 累计缩量量和降准资金



注: 假设央行 10 至 12 月每月投放 MLF5000 至 6000 亿元。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 4: 股份制银行的同业存单发行利率依旧低于 MLF



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

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\\_26653](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26653)

