

MLF 续作维持稳健，“双碳”小微有支持

—— 11月万亿 MLF 投放点评

分析师：祁宗超
证书编号：S0500519010001
Tel: 021 - 50295364
Email: qizc@xcsc.com

分析师：何超
证书编号：S0500521070002
Tel: 021 - 50295325
Email: hechao@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼湘财证券研究所

核心要点：

□ 事件：

央行 11 月 15 日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，开展 10000 亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对 11 月 16 日和 30 日两次 MLF 到期的续作）和 100 亿元逆回购操作，充分满足金融机构需求。

□ 万亿 MLF 提前续作，基本符合市场预期

本次 MLF 续作看似量大，但基本属于对冲型操作，因为 11 月中下旬分别有 8000 亿及 2000 亿的 MLF 到期，属于维持流动性合理充裕的提前续作。我们认为本月 1 万亿的 MLF 投放还有两方面考虑：一方面，本月资金缺口压力较大，目前仍有 4500 亿元缺口，后续推测央行大概率还是会以 OMO 的方式弥补缺口；另一方面，四季度地方债发行提速，对应着较大的流动性压力。所以我们认为本次 10000 亿元 MLF 投放基本符合市场预期，稳健中性的货币政策目标不改。

回溯近五年四季度公开市场操作节奏，规律性较差。例如 16、17 年净投放总量和 MLF 净投放量同向，18 年两者反向；19 年净投放总量大于 MLF 净投放量，而 20 年净投放总量小于 MLF 净投放量等。我们认为这可能是由于不同年份所处经济环境不同，结合当年的政策目标，央行货币政策进行了相机调整。今年展现出的货币政策的另一特征是等量对冲趋势，近三年中有 8 个月是完全对冲状态，而在今年 11 个月份里，就有 7 个月投放量等于回笼量，占比达到 63.6%。比较符合当前货币政策的基调，即“以我为主，稳字当头”。

再从量价方面看对市场的影响。价方面，MLF 主要通过 LPR 的传导影响市场贷款利率。由于 LPR 利率是由 MLF 利率加点形成，MLF 可理解成 LPR 的定价锚，MLF 利率和 LPR 利率大概率同向变化。MLF 可以通过其利率的变化间接影响实际的生活和生产活动。从近年来数据来看，MLF 利率基本稳定，保持在 2.95% 这一水平长达 19 个月，我们预计在基本面和货币政策不出现重大调整的背景下，MLF 利率仍将维持稳定。因此从价的角度看，本次 MLF 投放对市场的影响有限。量方面，主要体现为央行对市场流动性的总量调控，并通过适时适度投放不同期限的流动性熨平资金波动，结合近期央行推出的碳减排支持工具，其以较低利率叠加先贷后借的形式向市场注入流动性，也是对逆回购+MLF 传统框架的有效补充，缓解了 11 月较大的流动性缺口压力。预计未来 MLF 利率较难出现变化，对冲型操作的概率偏大。

□ 结构性政策精准滴灌，“双碳”、小微方向有支持

总量货币政策在过去的执行过程中存在一些问题，最主要的是传导机制不畅以及政策效果与预期不匹配的问题。我国的金融市场由于

仍然以间接融资为主，融资主体信用分层现象明显，信用评级优秀或是有隐性担保的公司往往能够以较低的融资成本获得足够的资金，而信用评级较低的公司或者小微民营企业融资成本相对高企。原先的总量货币政策很难细致解决这些问题，而且可能导致流动性外溢造成的泡沫等问题。在当前经济结构转型的重要关口，通过高负债及大量投资的增长模式已经无以为继，反而可能会对制造业投资造成挤出，降低整个经济体的资金效率。相反，结构性货币政策可以向特定金融机构和主体提供精准支持，从而协调传统总量货币政策实施过程中产生的不均衡现象。

自 2013 年央行创新流动性管理工具以来，截至目前已设立多种结构性货币政策工具，包括定向降准、中期借贷便利（MLF 和 TMLF）、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）、抵押补充贷款（PSL）、定向再贷款再贴现，以及去年推出的普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划等。结构性货币政策可通过定向支持向金融市场注入大量流动性，提高金融机构资金可得性和放贷意愿，从而加大对经济发展中的重点领域和薄弱环节的金融支持。

碳减排结构性支持工具于 11 月 8 日正式推出，“双碳”产业获得信贷支持。低利率+先贷后借使其相比再贷款、再贴现额度的硬约束而言，灵活性更强，潜在空间也更大。此外，央行也提到初期的碳减排重点领域范围突出“小而精”，重点支持正处于发展起步阶段，但促进碳减排的空间较大，给予一定的金融支持可以带来显著碳减排效应的行业。

以新能源、储能、光伏为代表的“双碳”产业方向正获得信贷支持，成为央行结构性宽信用的最重要方向。另一方面，“双碳”产业的高景气度有望持续，因此也将带动相关公司的直接融资需求，尤其是央行提及的“小而精”的企业。

□ 货币政策总量扩张难现，优质资产配置需求增加

货币政策和流动性维持合理充裕的情形下有利于支撑市场成交，预计到 2022 年上半年货币政策总体仍将维持“宽货币、稳信用”的组合。在经济增速下行的情况下，货币政策应给予稳增长给多的权重，预计今年货币政策将保持稳健，在做好跨周期调节的基础上为明年预留调整空间。

沪深两市交投有望延续活跃。今年年中以来，虽然市场主要表现为结构性行情，但两市交投保持高度活跃，日均成交额破万亿成为常态，带动经纪业务向好。截至今年三季度，上市券商的经纪业务收入同比增长 19%。其中有市场持续扩容的影响，但也反映了流动性较为宽裕。

居民存款转移，财富管理多样性需求增加。首先从投资者数量看，截至今年 9 月末，股票市场投资者数量达到 1.93 亿，而疫情前的 2019 年 12 月，投资者数量共 1.59 亿。在过去两年不到的时间里，新增投资者达到 3400 万。

其次，10 月的 M1-M2 剪刀差继续走扩，一方面反映了实体经济活跃度降低、地产销售低迷；另一方面，从 10 月的存款结构看，居民存款向非银存款转移，其中居民存款减少 12100 亿元，非银存款新增 12400 亿元。预计 9 月底理财等资金大量流向存款，而 10 月出现回流

导致。长期来看，在地产周期下行及房产税的影响下，居民的资产配置有望继续从房地产转移到股市，财富管理业务长期向好。

此外，随着经济转型，货币政策调控更加精准，直接融资比重也在增加，M2 很难再回到过去的高增长，过去靠“大水漫灌”推动股市估值扩张实现普涨的情况难以再现，投资应更加重视结构性货币政策调控下的行业机会，因此居民对财富管理的专业能力和产品多样性需求在增加。

□ 风险提示

美国 Taper 对国内货币政策的扰动；通胀超预期；产业政策超预期等。

1 万亿 MLF 提前续作，基本符合市场预期

11月15日，央行开展10000亿元MLF操作，含对11月16日和30日两次MLF到期的续作，利率保持在2.95%。本次MLF续作看似量大，但基本属于对冲型操作，并没有提供多余的流动性。我们认为本月1万亿的MLF投放主要有两方面考虑：一方面，本月资金缺口压力较大，当月到期量合计16600亿元，其中逆回购到期6600亿元，MLF到期10000亿元（11月16日到期8000亿，11月30日到期2000亿），而截至11月15日，央行通过公开市场操作已投放12100亿元，其中逆回购投放2100亿元，MLF投放10000亿元。目前流动性缺口仍有4500亿元，后续推测央行大概率还是会以OMO的方式弥补缺口；另一方面，今年前三季度地方债发行节奏偏慢，预计四季度剩余的这两个月发行会大幅提速，对应着较大的流动性压力。所以我们认为本次10000亿元MLF投放基本符合市场预期，主要目的是为了对冲本月的到期量以呵护市场流动性，其次是为地方债发行预留空间。稳健中性的货币政策目标不改。

表1 11月公开市场投放及回笼统计（亿元）

现金流发生日期	品种	期限	票息/参考利率(%)	金额	资金流向
20211101	逆回购	7天	2.2000	100.00	投放
20211101	逆回购到期	7天	2.2000	2,000.00	回笼
20211102	逆回购到期	7天	2.2000	2,000.00	回笼
20211102	逆回购	7天	2.2000	100.00	投放
20211103	逆回购	7天	2.2000	500.00	投放
20211103	逆回购到期	7天	2.2000	2,000.00	回笼
20211104	逆回购	7天	2.2000	500.00	投放
20211104	逆回购到期	7天	2.2000	2,000.00	回笼
20211105	逆回购	7天	2.2000	1,000.00	投放
20211105	逆回购到期	7天	2.2000	2,000.00	回笼
20211108	逆回购到期	7天	2.2000	100.00	回笼
20211108	逆回购	7天	2.2000	1,000.00	投放
20211109	逆回购	7天	2.2000	1,000.00	投放
20211109	逆回购到期	7天	2.2000	100.00	回笼
20211110	逆回购到期	7天	2.2000	500.00	回笼
20211110	逆回购	7天	2.2000	1,000.00	投放
20211111	逆回购到期	7天	2.2000	500.00	回笼
20211111	逆回购	7天	2.2000	1,000.00	投放
20211112	逆回购	7天	2.2000	1,000.00	投放
20211112	逆回购到期	7天	2.2000	1,000.00	回笼
20211115	逆回购	7天	2.2000	100.00	投放
20211115	逆回购到期	7天	2.2000	1,000.00	回笼
20211115	MLF(投放)	365天	2.9500	10,000.00	投放
20211116	MLF(到期)	365天	2.9500	8,000.00	回笼
20211116	逆回购到期	7天	2.2000	1,000.00	回笼
20211117	逆回购到期	7天	2.2000	1,000.00	回笼
20211118	逆回购到期	7天	2.2000	1,000.00	回笼
20211119	逆回购到期	7天	2.2000	1,000.00	回笼
20211122	逆回购到期	7天	2.2000	100.00	回笼
20211130	MLF(到期)	365天	2.9500	2,000.00	回笼

资料来源：湘财证券研究所、Wind

当前受经济下行和通胀压力双重影响，国内货币政策保持相对定力，与其他国家普遍采取的宽松货币政策不同，我国自去年 5 月份疫情得到初步控制以来，货币政策整体处于中性略偏紧的基调。从今年截至 11 月 15 日的央行公开市场操作看，在过去 10 个月中，有 5 个月净投放量为正值，另 5 个月净投放量为负值，正负各半，但回笼量整体高于投放量，目前净投放量累计达-10066 亿元。

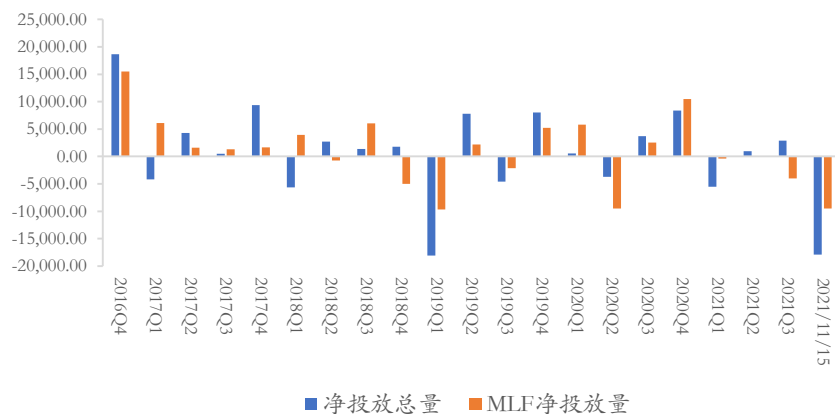
表 2 2021 年初截至 11 月 15 日公开市场操作统计 (亿元)

现金流发生日期	投放量		回笼量		净投放量
	逆回购	MLF(投放)	逆回购到期	MLF(到期)	
2021-01-01-2021-01-31	10,690.0000	5,000.0000	12,450.0000	5,405.0000	-2,165.0000
2021-02-01-2021-02-28	8,300.0000	2,000.0000	11,340.0000	2,000.0000	-3,040.0000
2021-03-01-2021-03-31	2,300.0000	1,000.0000	2,600.0000	1,000.0000	-300.0000
2021-04-01-2021-04-30	2,200.0000	1,500.0000	2,100.0000	1,561.0000	39.0000
2021-05-01-2021-05-31	1,900.0000	1,000.0000	2,000.0000	1,000.0000	-100.0000
2021-06-01-2021-06-30	3,100.0000	2,000.0000	2,100.0000	2,000.0000	1,000.0000
2021-07-01-2021-07-31	2,600.0000	1,000.0000	3,200.0000	4,000.0000	-3,600.0000
2021-08-01-2021-08-31	4,200.0000	6,000.0000	2,600.0000	7,000.0000	600.0000
2021-09-01-2021-09-30	11,800.0000	6,000.0000	5,900.0000	6,000.0000	5,900.0000
2021-10-01-2021-10-31	13,900.0000	5,000.0000	12,300.0000	5,000.0000	1,600.0000
2021-11-01-2021-11-30	7,300.0000	10,000.0000	17,300.0000	10,000.0000	-10,000.0000
合计	68,290.0000	40,500.0000	73,890.0000	44,966.0000	-10,066.0000

资料来源：湘财证券研究所、Wind

回溯近五年四季度公开市场操作节奏，规律性较差。例如 16、17 年净投放总量和 MLF 净投放量同向，18 年两者反向；19 年净投放总量大于 MLF 净投放量，而 20 年净投放总量小于 MLF 净投放量等。我们认为这可能是由于不同年份所处经济环境不同，结合当年的政策目标，央行货币政策进行了相机调整。

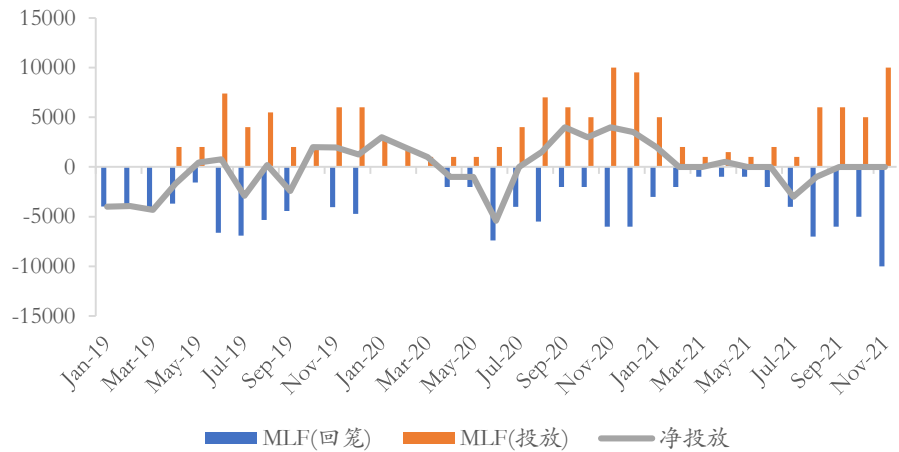
图 1 2021 年初截至 11 月 15 日公开市场操作统计 (亿元)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

此外，通过比较 2019 年 1 月至 2021 年 11 月期间每一次 MLF 投放和回笼数据发现，35 个月中有 11 个月是净回笼，有 16 个月是净投放，有 8 个月是完全对冲状态，且多集中在今年，在今年 11 个月份里，有 7 个月投放量等于回笼量，占比达到 63.6%。这也符合当前货币政策的基调，即“以我为主，稳字当头”。

图 2 MLF 历次回笼和投放统计 (亿元)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

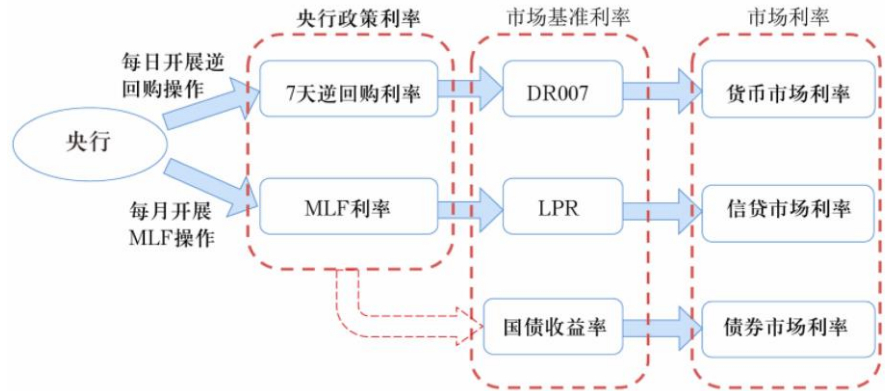
MLF 对市场的影响可以从价（利率）和量（投放规模）两方面考虑，具体来看：

(1) 价方面，MLF 主要通过对 LPR 的传导影响市场贷款利率。LPR 是市场化贷款利率，分为 1 年期和 5 年期及以上两档，一年期对应的是短期贷款，如消费贷、车贷等，而 5 年期及以上对应的是中长期贷款，最为典型的是房贷。由于 LPR 利率是由 MLF 利率加点形成，MLF 可理解成 LPR 的定价锚，MLF 利率和 LPR 利率大概率同向变化。所以 MLF 对市场的影响可以通过其利率的变化间接影响实际的生活和生产活动。

货币市场利率（DR007）围绕公开市场操作利率（7 天逆回购）波动；中长期市场利率围绕 MLF 利率波动，即同业存单利率和中长期国债收益率围绕 MLF 利率波动。具体来看，由于今年 1 月央行公开市场操作持续净回笼，DR007 快速上行，引发市场对货币政策发生转向的预期。但 2 月社融增速进一步上行，3 月政府工作报告指出“推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利”，叠加全球新一轮疫情爆发打消对于经济复苏的预期，二季度以来短端利率维持在政策利率附近波动，中长期利率下行。7 月央行超预期降准，推动同业存单利率和十年期国债收益率下行至 MLF 利

率下方，随后货币政策并未进一步宽松。另外由于通胀持续升温，叠加美联储 TAPER 预期，中美十年期国债收益率均出现上行。

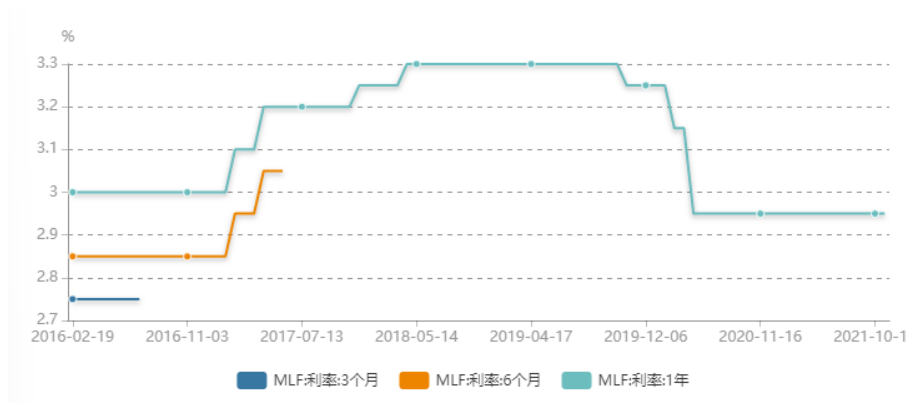
图 3 货币传导机制



资料来源：湘财证券研究所、《中国的利率体系与利率市场化改革》，中国人民银行

从近年来数据来看，MLF 利率基本稳定，保持在 2.95% 这一水平。MLF 分为 3 个月、6 个月、1 年期三个品种，但最近一次 3 个月期限的 MLF 操作是在 2016 年 7 月份、最近一次 6 个月期限的 MLF 操作是在 2017 年 5 月份，意味着目前央行基本是以 1 年期的 MLF 作为主要操作品种，向市场提供中长期流动性。1 年期 MLF 利率从最高 2019 年 3.3% 的水平经历了 3 次调整，目前已降至 2.95% 的水平，并已经保持了 19 个月之久。我们预计在基本面和货币政策不出现重大调整的背景下，MLF 利率仍将维持稳定。因此从价的角度看，本次 MLF 投放对市场的影响有限。

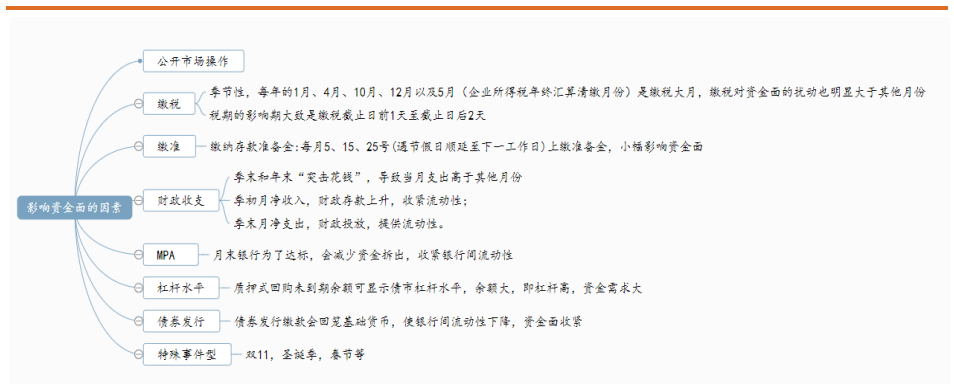
图 4 MLF 利率走势 (%)



资料来源：湘财证券研究所、Wind

(2) 量方面，主要体现为央行对市场流动性的总量调控，并通过适时适度投放不同期限的流动性熨平资金波动，若短期资金缺口较大，则会投放较多短期流动性，如 7 天期逆回购，若中长期资金缺口加大，则会投放较多 MLF。10 月降准预期落空后，央行加大货币投放力度对冲到期流动性缺口。11 月和 12 月的 MLF 到期量分别为 10000 亿（11 月 16 日 8000 亿、11 月 30 日 2000 亿）和 9500 亿（12 月 15 日），市场对大额到期有所担忧，在经历了 9 月、10 月均等额续作到期 MLF 后，央行于 11 月 15 日一次性完全对冲 1 万亿元 MLF 到期，弥补 11 月最大的流动性缺口，基本符合 10 月降准置换四季度 MLF 落空后市场对 11 月 MLF 等额续作的预期。流动性缺口一般视缴税、缴准、财政收支、特殊事件等冲击对资金面的压力大小而定。通常年末资金压力较大，既有金融机构的年末考核压力，也有大月缴税的季节性压力（10 月、12 月），还有双 11、圣诞等事件型冲击。结合近期央行推出的碳减排支持工具，以较低利率叠加先贷后借的形式向市场注入流动性，也是对逆回购+MLF 传统框架的有效补充，缓解了 11 月较大的流动性缺口压力。

图 5 影响资金面的因素



资料来源：湘财证券研究所

左观察央行公开市场操作时 应重点关注公开市场操作利率 MLF 利率

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_30053



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn