

货币政策与流动性观察

PSL 会“分流”MLF 投放吗？

核心观点

PSL 会“分流”MLF 投放吗？

抵押补充贷款（PSL）与中期借贷便利（MLF）均为央行重要的基础货币投放工具。2014 年以后，随着外汇占款增速回落，央行在同年先后设立了 PSL 与 MLF，两者随后替代外汇占款成为央行重要的基础货币投放渠道。

MLF 与 PSL 主要有三大不同：

总量型 vs 结构型

MLF 属于总量货币政策工具，而 PSL 属于阶段性结构性货币政策工具，与“泛基建”、“泛地产”关系紧密。为引导金融机构以更优惠的价格加大定向投放力度，相较使用范围不设限制的 MLF，PSL 资金更长期、更优惠：PSL 的投放期限一般为 3-5 年，9 月末利率下调 40bp 至 2.4%。

主动性 vs 被动性

PSL 的本质是再贷款工具，因此需要“先贷后借”，银行需将符合条件的已发放贷款作为抵押品向央行置换资金。这指向 PSL 投放滞后于金融机构行为，具有“被动”特征。与之相比，MLF 更为“主动”。

强扩张性 vs 弱扩张性

PSL 的投放对象主要是政策性银行，而政策行货币派生能力相对偏弱。主要的原因是政策性银行不吸收公众存款，而主要通过发行政策性金融债等方式获取资金，“贷款创造存款”的信用货币派生渠道受限。此外，PSL 是等额再贷款工具，置换的资金比例为 100%，相较科技创新再贷款等置换比例为 60% 的工具，PSL 不具备杠杆效应。

总体而言，尽管 PSL 与 MLF 均是央行投放基础货币的重要渠道，但根据前面的分析，两者不具备明显的可替换性。

因此我们认为 12 月 MLF 维持等量，甚至超额续作的概率较高。2019 年以来，央行均有年底超额投放中长期流动性的习惯（2021 年因降准释放 1.2 万亿，MLF 缩量续作 4500 亿元）。除呵护跨年流动性，帮助银行备战“开门红”等传统因素外，近期政策利好带动市场主体预期显著改善，指向“宽信用”有望加速落地，金融机构对于资金的需求可能显著回升。

流动性观察

海外方面，鲍威尔近期发表讲话，暗示美联储 12 月可能加息 50bp。

国内利率方面，上周（11 月 21-25 日）短端利率走势分化（隔夜利率大幅下行，七天利率大幅上行），中端利率有所回落，其中国有行、股份行、城商行的下行幅度分别为 7bp、15bp 和 1bp。

国内流动性方面，上周（11 月 21-27 日）央行缩量续作，净投放-3780 亿元。

债券发行方面，上周（11 月 21-25 日）政府债净融资 1215.5 亿元；同业存单净融资 1334.9 亿元；企业债券净融资-510.5 亿元。

风险提示：政策调整滞后，疫情再度扩散，经济增速下滑。

经济研究 · 宏观周报

证券分析师：董德志

021-60933158

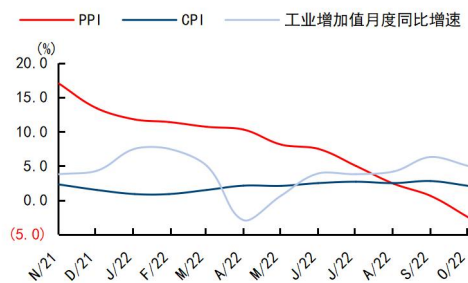
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

基础数据

固定资产投资累计同比	5.80
社零总额当月同比	-0.45
出口当月同比	-0.30
M2	11.80

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《货币政策与流动性观察-降准了，然后呢？》——2022-12-01
- 《宏观经济宏观周报-疫情扩散速度较快，投资领域景气转弱》——2022-11-28
- 《货币政策与流动性观察-宽货币基调不变，但有必要回归正常化》——2022-11-21
- 《宏观经济宏观周报-防疫政策优化后国内经济出现回暖迹象》——2022-11-21
- 《货币政策与流动性观察-“宽货币”拐点未至》——2022-11-14

内容目录

周观点：PSL 会“分流”MLF 投放吗？	4
PSL 与 MLF 的异同	4
12 月 MLF 是否会缩量续作？	5
流动性观察	6
外部环境：美联储 12 月大概率加息 50bp	6
国内利率：超短端走势分化	7
国内流动性：央行超额续作	9
债券融资：整体收缩	11
汇率：美元指数再度回落	12

图表目录

图 1: PSL 与 MLF 余额大致处于同一量级	4
图 2: 国开行负债以债券融资为主	4
图 3: 11 月 PSL 净增创单月历史新高	5
图 4: 年底央行倾向于超额“补水”	5
图 5: 美联储关键短端利率	6
图 6: 欧央行关键短端利率	6
图 7: 日央行关键短端利率	6
图 8: 主要央行资产负债表相对变化	6
图 9: 央行关键利率	7
图 10: LPR 利率	7
图 11: 短端市场利率与政策锚	8
图 12: 中期利率与政策锚	8
图 13: 短端流动性分层观察	8
图 14: 中长端流动性分层观察	8
图 15: SHIBOR 报价利率	8
图 16: 中美利差	8
图 17: “三档两优”准备金体系	9
图 18: 央行逆回购规模（本周投放截至周一）	9
图 19: 7 天逆回购到期与投放	9
图 20: 14 天逆回购到期与投放	9
图 21: MLF 投放跟踪	10
图 22: MLF 投放季节性	10
图 23: 银行间回购成交量	10
图 24: 上交所回购成交量	10
图 25: 银行间回购余额	10
图 26: 交易所回购余额	10
图 27: 债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）	11
图 28: 政府债券与同业存单净融资	11
图 29: 企业债券净融资与结构	11
图 30: 主要货币指数走势	12
图 31: 人民币汇率	12

周观点：PSL 会“分流”MLF 投放吗？

PSL 与 MLF 的异同

抵押补充贷款（PSL）与中期借贷便利（MLF）最主要的相似之处，在于两者均为央行重要的基础货币投放工具。2014 年以后，随着外汇占款增速回落，央行在同年先后设立了 PSL（4 月）与 MLF（9 月），两者随后替代外汇占款成为央行重要的基础货币投放渠道。从规模上看，两者的余额大致处于同一量级：从成立以来到 2018 年，两者余额均处于快速增长期。截至 2018 年底，PSL 余额为 3.38 万亿，MLF 为 4.93 万亿。但 2019 年以来，随着金融去杠杆和房住不炒等政策方向调整，PSL 进入“冬眠期”，余额从 3.56 万亿的高点逐步回落，MLF 余额也在 4 万亿附近宽幅波动。

MLF 与 PSL 主要有三大不同：

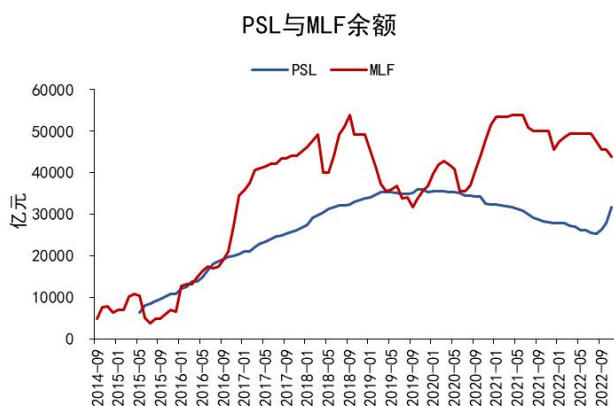
总量型 vs 结构型

按央行对于货币政策工具的划分，MLF 属于总量货币政策工具，而 PSL 属于阶段性结构性货币政策工具，重点投向“棚户区改造、地下管廊、重点水利工程等”领域。为引导金融机构以更优惠的价格加大定向投放力度，相较使用范围不设限制的 MLF，PSL 资金更长期、更优惠：PSL 的投放期限一般为 3-5 年，9 月末利率下调 40bp 至 2.4%。

主动性 vs 被动性

PSL 的本质是再贷款工具，因此需要“先贷后借”，银行需将符合条件的已发放贷款作为抵押品向央行置换资金。这指向 PSL 投放滞后于金融机构行为，具有“被动”特征。与之相比，MLF 更为“主动”，央行通过 MLF 资金向银行体系流动性“补水”，为商业银行提供基础货币，增加信用扩张能力。

图1：PSL 与 MLF 余额大致处于同一量级



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：国开行负债以债券融资为主



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

强扩张性 vs 弱扩张性

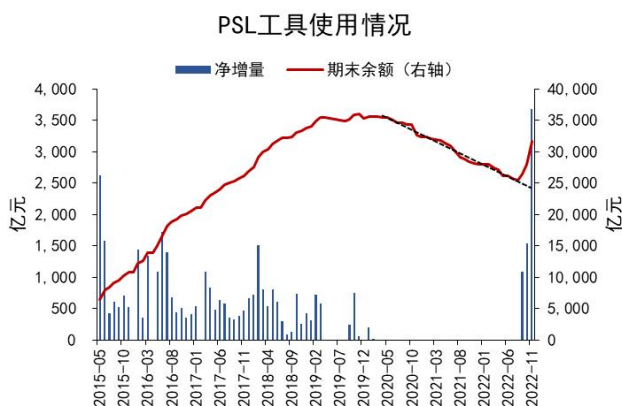
PSL 的投放对象主要是三大政策性银行，而政策性银行货币派生能力相对偏弱。主要的原因是政策性银行不吸收公众存款，而主要通过发行政策性金融债等方式获取资金，“贷款创造存款”的信用货币派生渠道受限。以国家开发银行为例，

2021 年其吸纳的存款（主要为政府与国有企业等单位的对公存款）仅占负债比例的 6.9%，而债券发行占比达 73.5%。此外，PSL 是等额再贷款工具，置换的资金比例为 100%，相较科技创新再贷款等置换比例为 60%的工具，PSL 不具备杠杆效应。

12 月 MLF 是否会缩量续作？

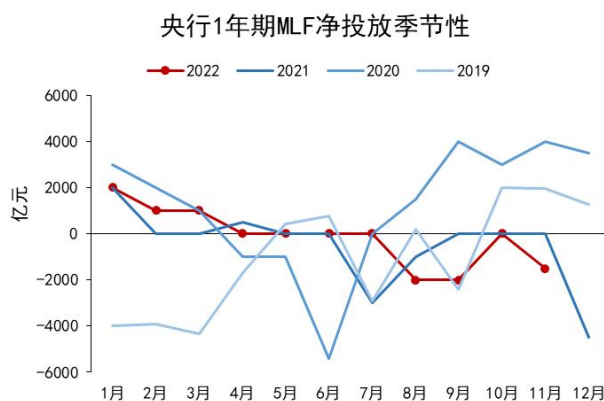
近期，随着政策性开发性金融工具、保交楼借款等工具落地，政策性银行逆周期发力，PSL 工具被重新“激活”提供资金保障。PSL 工具是否会“分流”MLF 投放引发关注：11 月 15 日，MLF 缩量续作，规模减少 1500 亿元，央行补充说明缩量的主要原因是“已通过抵押补充贷款（PSL）、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元”；12 月 1 日，央行公布 11 月 PSL 余额，当月净新增 3675 亿元，创 PSL 设立以来的单月净新增新高。根据我们的估测，其实际投放（净投放+到期量）可能超过 4000 亿元。

图3：11 月 PSL 净增创单月历史新高



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：年底央行倾向于超额“补水”



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

总体而言，尽管 PSL 与 MLF 均是央行投放基础货币的重要渠道，但根据前面的分析，两者不具备明显的可替换性。

因此我们认为 12 月 MLF 维持等量，甚至超额续作的概率较高。2019 年以来，央行均有年底超额投放中长期流动性的习惯（2021 年因降准释放 1.2 万亿，MLF 缩量续作 4500 亿元）。除呵护跨年流动性，帮助银行备战“开门红”等传统因素外，近期政策利好不断，市场主体预期显著改善，指向“宽信用”有望加速落地，金融机构对于资金的需求可能显著回升。

流动性观察

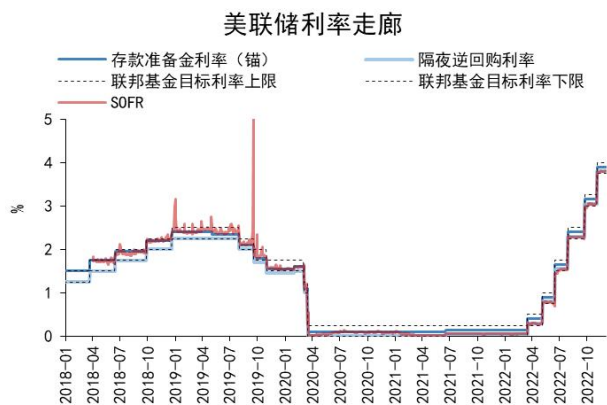
外部环境：美联储 12 月大概率加息 50bp

美联储

11 月 FOMC 加息 75bp 后，其两大管理利率——存款准备金利率（IORB）与隔夜逆回购利率（ON RRP）分别位于 3.90% 和 3.80%。上周四（12 月 1 日）SOFR 利率较前一周（11 月 25 日）上升 2bp 至 3.82%。美联储主席鲍威尔 11 月 30 日在布鲁金斯学会（Brookings Institution）发言中暗示美联储 12 月 FOMC 可能选择加息 50bp。

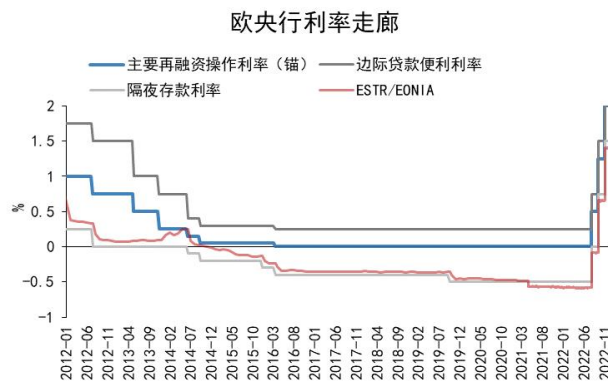
截至 11 月 28 日，美联储资产负债表规模为 8.58 万亿美元，较前一周（11 月 21 日）减少 368.1 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 95.7%。

图5：美联储关键短端利率



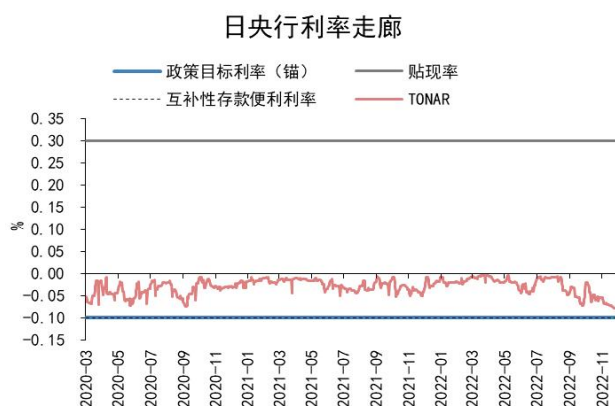
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



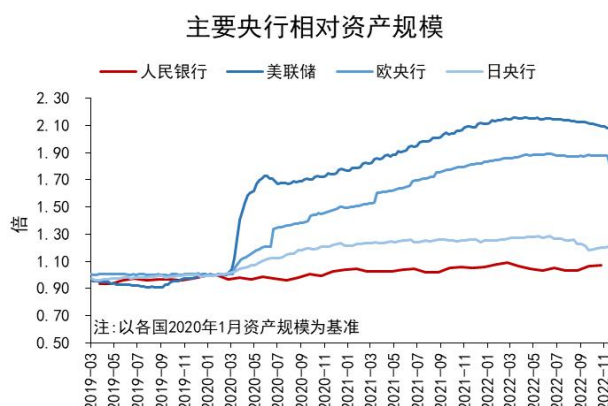
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图7：日央行关键短端利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图8：主要央行资产负债表相对变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

欧央行

欧央行 11 月加息后，三大关键利率：主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率将分别位于 2.00%、2.25% 和 1.5%。欧元短期利率（ESTR）上周四（12 月 1 日）较前一周（11 月 25 日）保持不变，位于 1.40%。

日央行

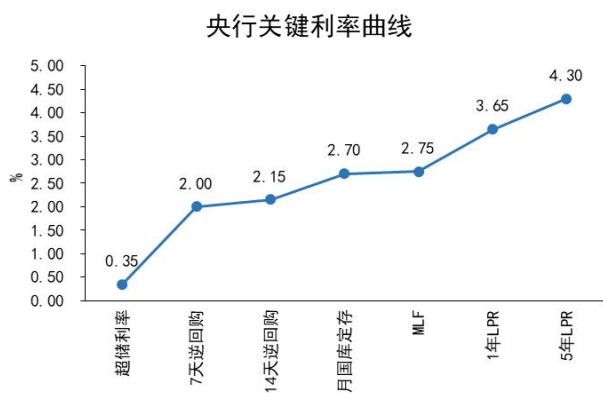
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3% 和-0.1% 不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（12 月 2 日）较前一周（11 月 25 日）保持不变，位于-0.08%。

国内利率：超短端走势分化

央行关键利率

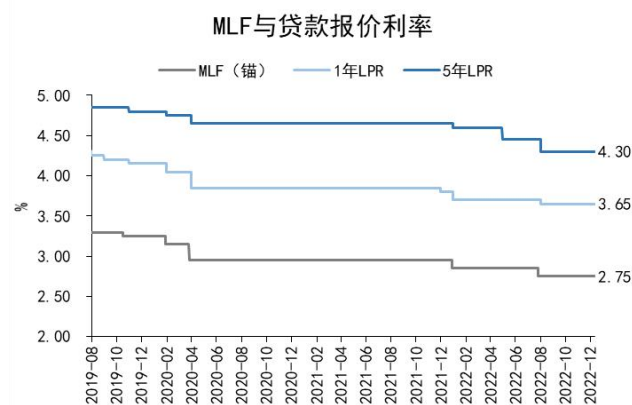
11 月 21 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.30%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

图9：央行关键利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：LPR 利率



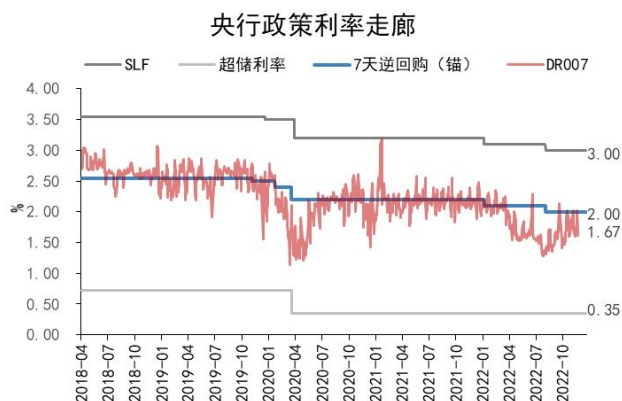
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

市场利率

短端利率方面，隔夜利率与七天利率走势分化。上周五（12 月 2 日）R001、DR001 与 GC001 较前一周（11 月 25 日）分别上升 11bp、12bp 和 11bp；而 R007、DR007、GC007 分别下降 29bp、11bp、29bp。

中长端利率方面，上周小幅上行。上周五（12 月 2 日）国有行、股份行、城商行一年期存单发行利率较前一周（11 月 25 日）分别上升 8bp、12bp 和 0bp 至 2.46%、2.50% 和 2.77%。

图11: 短端市场利率与政策锚



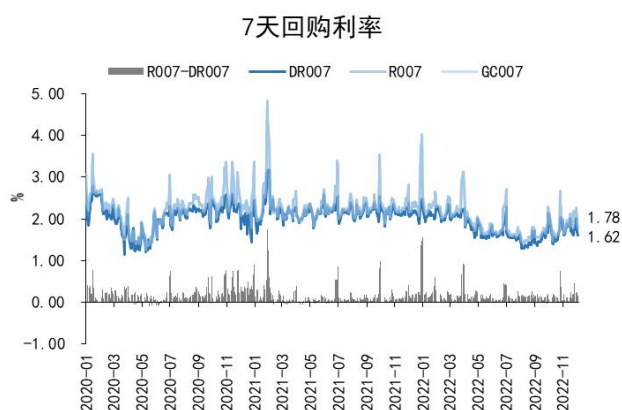
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 中期利率与政策锚



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图13: 短端流动性分层观察



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察

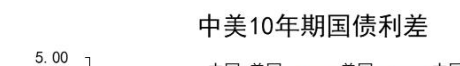


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



图16: 中美利差



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_49753

