

MLF 缩量续作释放了什么信号

——对 2021 年 1 月 15 日央行开展 5000 亿 MLF 的点评

银行业 买入（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-56513033

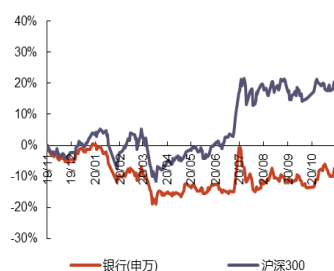
wangyf@ebsecn.com

联系人：刘杰

010-56513030

liujie9@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：

今日（2021年1月15日），央行开展了5000亿MLF操作（含对1月15日3000亿MLF到期和1月25日2405亿TMLF到期的续做），中标利率为2.95%，较前一期维持不变。对此，我们点评如下：

点评：

1、央行在 2020 年 12 月开展的“扭转操作”形成的宽松效应在跨年持续得到体现

2020年8月份以来，针对资金面“短端稳、长端紧”的问题，为稳定中长端利率走廊，央行MLF操作模式较前期有所调整，主要表现为：一是于月初公告本月MLF操作策略，一般央行会在月中时点一次性投放MLF予以对冲当月到期量；二是每月MLF均采用超额投放方式。

同时，2020年11月份信用违约事件的频发，对资金市场、债券市场均造成了一定冲击，流动性分层效应较为明显，广义基金负债端受到挤压。为此，继2020年11月末临时性投放2000亿MLF后，央行于2020年12月中旬再度超量投放9500亿MLF，并连续开展跨年的14天OMO操作，旨在通过基础货币期限结构调整（“收短端、放长端”的“扭转操作”）达到稳定中长端流动性和市场预期的目标，使得金融市场利率持续下行。

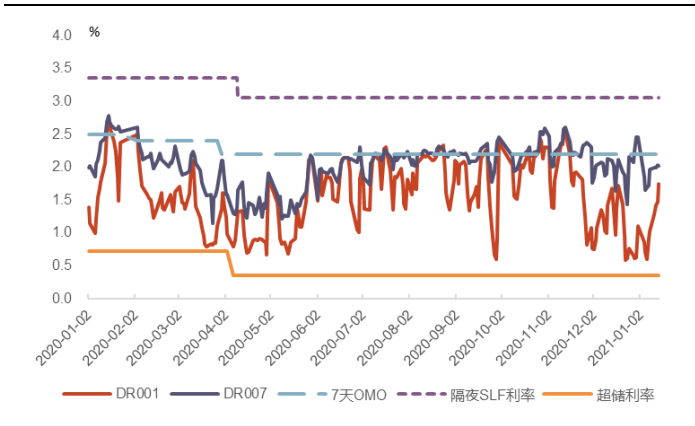
2021年以来，央行开展的“扭转操作”所形成的的宽松效应，在跨年持续得到体现。与此同时，年初开门红时点，银行信贷投放维持“供需两旺”，对公存、非银存款增长态势极佳，零售存款则受基金销售影响呈现负增长，但整体存贷比趋于下行，司库日间流动性较为充裕，并持续呈现大规模净融出状态。受此影响，市场流动性呈现较为宽松状态，短端资金利率延续低位运行，隔夜利率持续“破1”，DR007逐步脱离利率走廊中枢运行，1Y国股NCD利率已跌至1Y-MLF利率下方。

2、资金利率持续低位运行催生了债市加杠杆行为，央行多举措引导短端资金利率回归合意调控目标

随着资金利率的持续低位运行，债市杠杆率也随之攀升。一方面，2020年12月至今高层密集发声明明确宏观政策“不急于转向”、央行“扭转操作”呵护下，市场对2021年一季度流动性持相对乐观态度，基于维稳“春节”和“两会”的安排，资金面保持稳定的政策确定性要相对更高。另一方面，对于长端利率而言，仍面临多空博弈的困惑，尽管2020年12月社融增速进一步下滑，但经济短期内仍沿着复苏轨迹运行，一季度经济数据在数值上有望录得不错增长，通胀预期有所升温，加上近期金融监管政策导向传递从严信号，使得长端利率走势的不确定性有所加大。

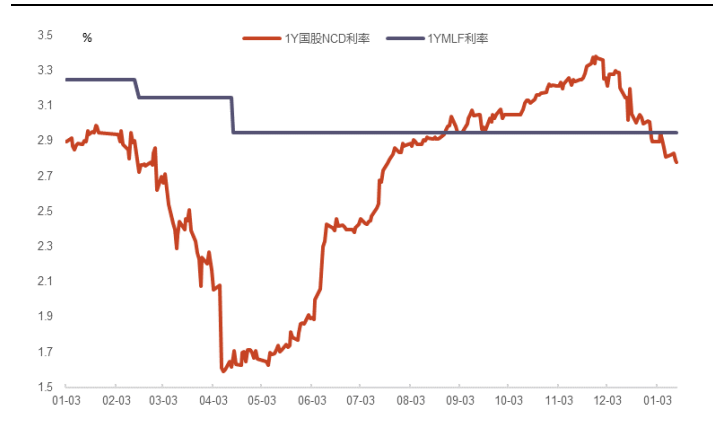
在此情况下，资金面的宽松使得机构开始追逐更具确定性的短债，并倾向于通过“借短钱——配短债——质押融资——再配短债”的加杠杆模式来增厚收益，进而造成短债利率下行速度更快，收益率曲线趋于陡峭化。

图 1：短端利率走廊运行情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年1月2日-2021年1月14日

图 2：中长端利率走廊运行情况

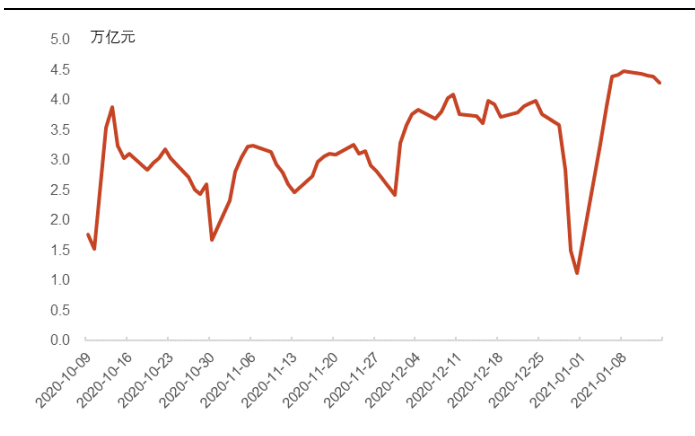


资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年1月3日--2021年1月15日

可以看到，2021年1月份以来，R001 每日成交规模持续上行，日均规模达到 4.22 万亿，明显高于 2020 年四季度 3.11 万亿的平均水平，显示机构通过加杠杆配债的意愿较为强烈。

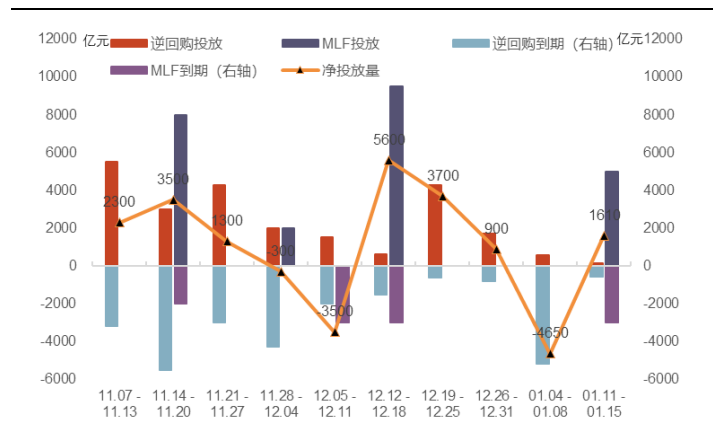
为避免造成资金面过度宽松、抑制机构过度加杠杆行为，央行采取了多方面的措施加以应对。一方面，在跨年后的，央行在公开市场上通过“微幅滴灌”策略，日均投放 20-50 亿 OMO，逐步回笼前期投放的跨年资金。另一方面，对隔夜利率进行了窗口指导。受此影响，近期短端资金利率开始趋于上行，隔夜利率也逐步脱离“破 1” 区间，并回归至 1.5-2% 的相对合意目标水平，DR007 也开始接近 7 天 OMO 政策利率中枢。

图 3：1 月份以来 R001 成交规模持续攀升



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年10月9日-2021年1月15日

图 4：近期公开市场操作情况



资料来源：Wind，光大证券研究所；数据时间：2020年11月7日--2021年1月15日

3、本次央行缩量投放 MLF 并非意味着政策转向，而是针对前期“扭转操作”所形成的宽松效应予以预调微调，避免资金面过度宽松而进一步激发债市加杠杆行为

1 月份 MLF 到期 3000 亿，TMLF 到期 2405 亿，而本次央行采取小幅缩量续作的方式开展了 5000 亿 MLF，阶段性结束了前期延续了超量对冲方式。

我们认为，央行缩量投放 MLF，并非意味着货币政策全面转向收紧，而是针对前期“扭转操作”所形成的宽松效应，予以预调微调，特别是在年初市场流动性较为宽松的情况下，通过缩量投放有助于释放避免资金面过度宽松的信号，并起到抑制债市过度加杠杆的效果。事实上，在本次 MLF 报量中可以看到，部分一级交易商流动性较为充裕，对 MLF 的需求并不强烈。

需要强调的是，近期短端资金利率的上行、隔夜利率向上“破 1”，只是逐步脱离了前期较低区间而回归正常化水平，这也符合央行的合意调控目标以及利率走廊运行机制。进入 1 月中下旬，随着缴税缴准和春节取现高峰的来临，央行也会适度加大基础货币投放进行维稳。

4、当前政策语境、市场流动性与 2018 年并不相同，通过不同期限 OMO 的合理摆布应对跨春节或更优于 CRA 投放

2017 年 12 月 29 日，央行发布公告称，为满足春节前商业银行因现金大量投放而产生的临时流动性需求，决定建立“临时准备金动用安排”，在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过 2 个百分点的法定存款准备金，使用期限为 30 天。

从 2021 年春节前的情况看，春节造成的 M0 增长一般都超过 1 万亿规模，1 月是传统缴税大月，政府存款增量一般在 5000-7000 亿水平，加之一般存款增长较好会推升缴准规模，春节前资金缺口或达到 2 万亿水平。考虑到 2021 年春节时点与 2018 年较为类似，考虑到央行全面降准的概率不大，普惠金融定向降准考核释放的资金量相对有限，市场对重启 CRA 或者 TLF 等应对春节的临时流动性工具有一定预期。

我们认为，当前政策语境、市场流动性与 2018 年并不相同。2017-2018 年一季度期间，市场正处于“紧货币+强监管”的金融环境中，经过长达一年半的金融去杠杆，资金利率中枢整体上移，影子银行业务规模不断下滑，信用体系面临较大收缩压力。在面临春节较大规模的资金缺口时，央行分别于 2017 年和 2018 年采取 TLF 和 CRA 维稳，有其特定的政策环境考量。

与之不同的是，当前货币金融环境较为友好，央行“扭转操作”形成的宽松效应持续得到体现，年初以来一般存款增长形势较好，当前时点资金利率中枢要明显低于 2018 年年初水平，市场流动性总体处于合理充裕状态，可预见的备付资金可以部分对冲春节取现带来的稀释效应。央行可以在 1 月下旬通过 7 天 OMO 滚动操作，在 2 月第一周通过 14 天 OMO 平滑投放，并让 OMO 在春节假期后的首周分散到期，即可平稳渡过春节。若采用 CRA 或其他类降准政策，容易造成市场不必要波动。

同时我们也认为，考虑到降准的宽松信号意义过强，短期内央行无全面降准的必要，即便是采取中性策略的定向降准置换 MLF 必要性也不强。但从中期看，2021 年非信贷类资产增长面临趋缓态势，信用体系边际收敛使得存款派生能力在二季度后或放缓，存贷款增速差存在一定裂口。在此情况下，需要央行适度加杠杆稳定基础货币投放，MLF 可以加量续作，并结合再贷款等工具定向投放，维持市场流动性的合理充裕，而类似于全面降准的总量型政策工具宜慎用。

5、春节前市场流动性大体维持合理充裕状态，短债利率或出现阶段性小幅上行，NCD 价格仍处于底部区间

如前所述，本次 MLF 缩量续作并非意味着政策转向，随着缴税缴准以及取现高峰的来临，资金利率存在上行压力，央行也将再度加大基础货币投放进行维稳，隔夜利率幅度依然较大，但春节前后市场流动性仍将大体维持合理充裕状态。

对于债券市场而言，在做多确定性的引导下，前期通过加杠杆策略使得短债利率下行幅度较大，收益率曲线趋于陡峭化。但随着近期资金利率的上行，部分前期做多机构已开始获利了结，并逐步解套杠杆。在此情况下，预计后续短债收益率或出现小幅上行，期限利差有所收窄，但长端利率安全边际依然充足，建议持仓维持。

对于 NCD 市场而言，在年初开门红效应下，存贷比趋于下行，特别是国股银行日间流动性较为充足，指标调整压力较小，对 NCD 的发行需求相对有限。在此情况下，预计 NCD 价格仍将处于底部区间运行，但考虑到本次 MLF 缩量续作释放的信号，NCD 价格进一步下探空间也不大。

风险提示

资金利率波动幅度加大，经济复苏景气度不如预期。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼