

“钱”要快点花

事件:

8月15日, 1年期MLF投放4000亿元、到期6000亿元, 7天逆回购投放20亿元、到期20亿元, 利率均较上期下调10BP。

点评:

■ MLF缩量续作、利率下调, 或与实体需求较弱、资金淤积金融体系等有关

MLF缩量操作, MLF、逆回购利率超预期下调。8月15日, 1年期MLF投放4000亿元、到期6000亿元, 逆回购投放维持“低量”、20亿元, 两者利率均于年内再度下调10BP。上一次“降息”为1月中旬, 1年期MLF超量续作同时, 下调利率10BP, 逆回购利率也下调10BP(参见《降息, 政策“加力”的开始》)。

MLF缩量市场已有预期, 或与金融体系资金淤积过多等有关。4月中下旬以来, 降准、大规模留抵退税, 叠加实体需求修复“平缓”等, 资金滞留金融体系的现象较为突出, 表现为市场利率持续低位, DR007一度下探至1.3%以下、低于政策利率80BP以上。MLF缩量或与资金“极度”充裕有关; 央行此前在二季度货币政策执行报告中也或释放一定信号、深入研判银行体系流动性供求状况”等。

利率的超预期下调, 或与近期金融数据大幅低预期、实体融资需求较弱等有关。7月新增社融7561亿元、仅为市场预期的一半左右, 信贷拖累明显。除票据再度冲量外, 其他信贷分项同比均纷纷走弱, 企业、居民中长贷同比降幅均超过1400亿元, 企业短贷更是创新低至-3500亿元以上, 映射实体需求修复尚待观察。

■ 刺激实体需求、呵护信用环境下, LPR仍有下调空间, 流动性或平稳宽松

往后来看, LPR或仍有下调空间、刺激实体需求。现行LPR锚定MLF利率的框架下, MLF利率的下降会带来LPR的下调, 1年LPR报价或跟随下降10BP; 但5年LPR变化, 或需考虑激发实体需求、坚持房住不炒等多方面的平衡。年内降息的再度开启, 或表明降成本、加快信贷需求释放等已然提上日程; 除此之外, 淤积在金融体系的资金也需要政策加强引导、加大对实体的结构性支持。

实体需求尚待修复、信用环境转向“收缩”下, 货币流动性环境或维持相对宽松。经验显示, 经济尚未企稳前, 货币不会全面转向; 社融增速拐点或已出现, 呵护信用环境也需要平稳宽松的流动性配合。流动性的平稳宽松, 对债市依然形成支撑, 但需留意利率快速下行的回调风险(详情参见《货币政策的信号“变化”?》、《信用环境如何演绎? —来自融资结构的视角》)。

重申观点: 稳增长效果或逐步显现, 对经济修复节奏和弹性的影响仍需跟踪。资金“前置”带来投资增长与实际落地或存在“错位”, 对需求的支撑或逐步显现; 但宏观环境等不同, 或使得本轮疫后修复并非过往简单复制(详情参见《稳增长数据“背离”, 如何理解?》、《疫后“三思”: 经济的“天花板”?》)。

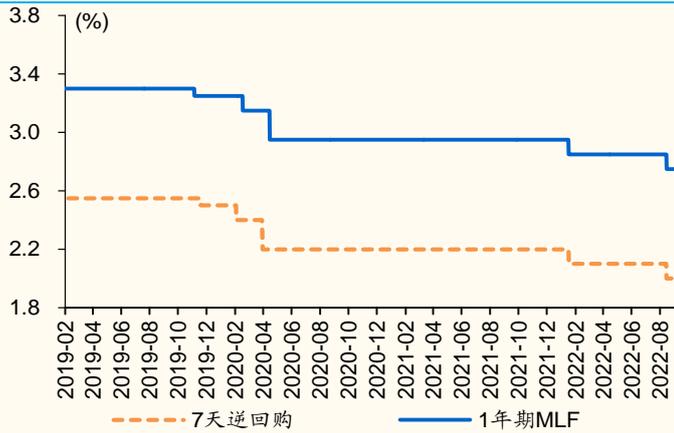
风险提示: 政策效果不及预期、疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号: S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号: S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

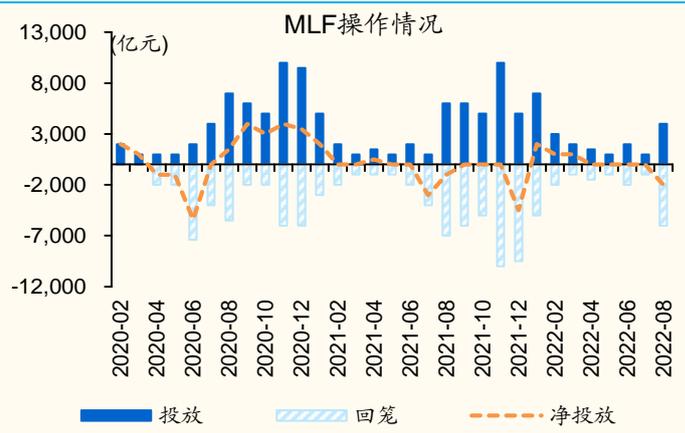
马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

图表 1: 8月15日, MLF和OMO均下调10BP



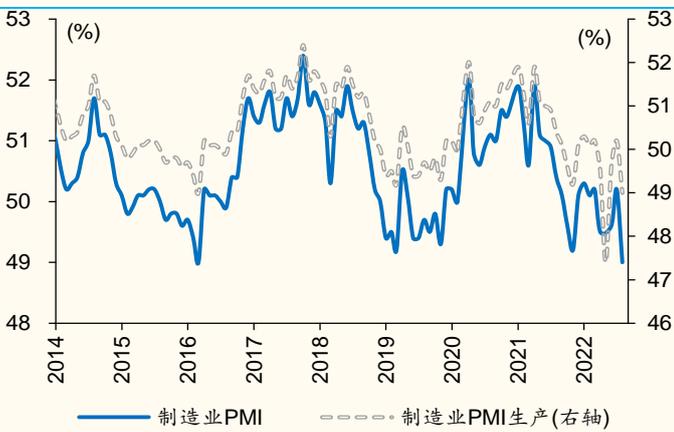
来源: Wind、国金证券研究所

图表 2: 8月MLF缩量续作



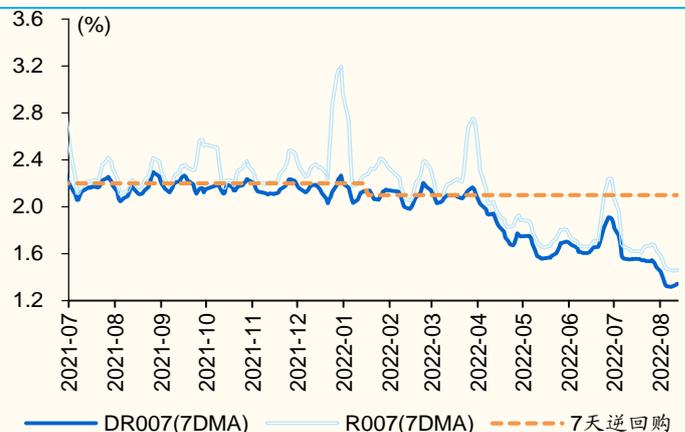
来源: Wind、国金证券研究所

图表 3: 实体需求尚待修复



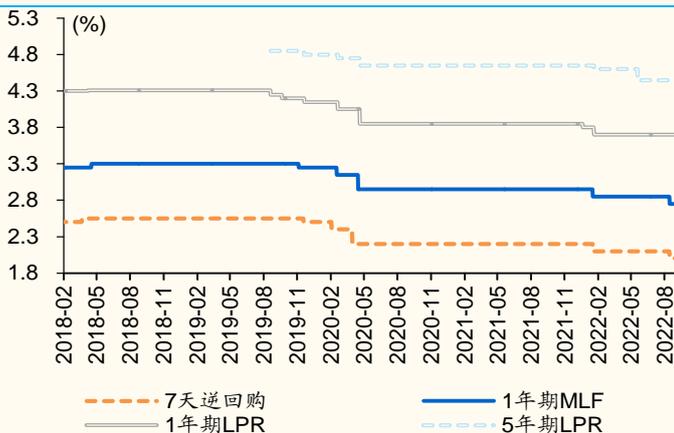
来源: Wind、国金证券研究所

图表 4: 4月以来, 市场利率平稳低位



来源: Wind、国金证券研究所

图表 5: 现有调控框架下, MLF下降或带动LPR下调



来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 信用环境也需要平稳宽松流动性呵护



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示:

- 1、**政策效果不及预期。**债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产经营活动等。
- 2、**疫情反复。**变异毒株加大防控难度，不排除疫情局部反复的可能。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号 紫竹国际大厦7楼	地址：中国北京西城区长椿街3号4层	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号 嘉里建设广场 T3-2402