

# 货币政策与流动性观察

## MLF 等额续作的下一步

### 核心观点

#### MLF 等额续作的下一步

10月17日，央行发布公开市场操作公告，开展5000亿元中期借贷便利(MLF)操作，中标利率维持2.75%不变。当日MLF到期额5000亿元，净投放为0。

8月MLF、OMO等政策利率意外降息10bp后，年内政策利率是否会继续调整引发市场关注。总体而言，我们认为8月降息更多属于对冲经济动能在超预期冲击下走弱的临时性安排，并不意味着央行进入降息通道。因此10月MLF利率维持不变符合预期：一是近期经济运行逐步企稳；二是9月金融数据总量结构显著改善，“宽信用”重回轨道；三是兼顾内外平衡。在国内经济逐步企稳的情况下，“外部均衡”重要性边际上升，进一步降息必要性下降。

续作量方面，今年四季度将迎来MLF到期小高峰，共计将到期2万亿元。一方面，不再缩量续作的主要原因在于市场流动性需求增加。另一方面，随着跨季跨季因素对流动性的干扰结束，目前银行间资金面仍处于“合理充裕略微偏多”的水平，通过降准补充流动性的必要性相对有限。

前瞻地看，我们认为通过“降成本”推动“宽信用”仍是下阶段货币政策的重心。在外部环境仍然趋紧的背景下，为更好兼顾“内外平衡”，年内央行可能更倾向于采用鼓励调降LPR利率和小幅降准等手段引导实体经济融资成本进一步下行。

LPR方面，9月15日六大行同步调降存款利率，为LPR特别是5年期LPR利率进一步下调提前打开了空间。降准方面，四季度降准“半次”25bp仍有可能，在稳定流动性的同时降低资金成本，为“宽信用”提供激励。

#### 流动性观察

外部环境方面，海外关键利率保持基本稳定。

国内利率方面，上周(10月17-21日)超短端利率与商业银行同业存单发行利率均小幅上行。

国内流动性方面，上周(10月17-21日)央行等额续作逆回购与MLF，净投放0亿元。本周二(10月25日)为办税截至日，预计此后1-2天对资金面产生影响。

债券发行方面，上周(10月17-21日)政府债净融资1145.7亿元；同业存单净融资587.4亿元；企业债券净融资-135.6亿元。

**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

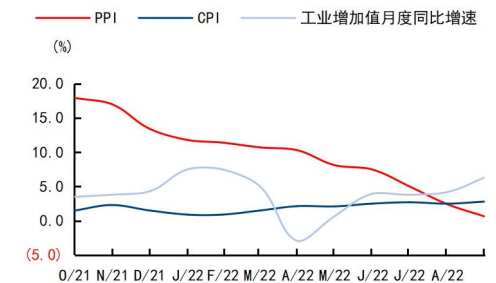
dongdz@guosen.com.cn

S0980513100001

#### 基础数据

固定资产投资累计同比	5.90
社零总额当月同比	2.50
出口当月同比	5.70
M2	12.10

#### 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-关注“宽信用”持续性》——2022-10-17
- 《宏观经济宏观周报-四季度国内通胀同比或保持偏低水平》——2022-10-17
- 《货币政策与流动性观察-年内人民币汇率将在新中枢窄幅震荡》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-政策支持下国内经济仍有继续向上修复的空间》——2022-10-11
- 《宏观经济宏观周报-本周国内消费和投资景气均有所回升》——2022-09-26

## 内容目录

<b>周观点：MLF 等额续作的下一步</b> .....	<b>4</b>
为何利率不变? .....	4
为何等量续作? .....	4
如何看下一步政策操作? .....	5
<b>流动性观察</b> .....	<b>6</b>
外部环境：关键利率保持稳定 .....	6
国内利率：利率小幅上行 .....	7
国内流动性：央行等额续作为主 .....	9
债券融资：政府融资边际放缓 .....	11
汇率：美元指数小幅回落 .....	12
<b>免责声明</b> .....	<b>13</b>

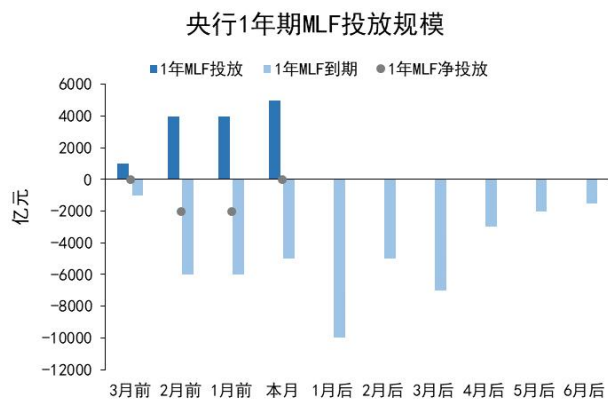
## 图表目录

图 1: 10 月 MLF 等量续作 5000 亿元 .....	4
图 2: MLF 投放季节性 .....	4
图 3: DR007 低于 OMO 利率 52bp .....	5
图 4: 1 年期股份行 NCD 发行利率低于 MLF 利率 72bp .....	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: 债券发行统计 (本周统计仅含计划发行及到期) .....	11
图 26: 政府债券与同业存单净融资 .....	11
图 27: 企业债券净融资与结构 .....	11
图 28: 主要货币指数走势 .....	12
图 29: 人民币汇率 .....	12

## 周观点：MLF 等额续作的下一步

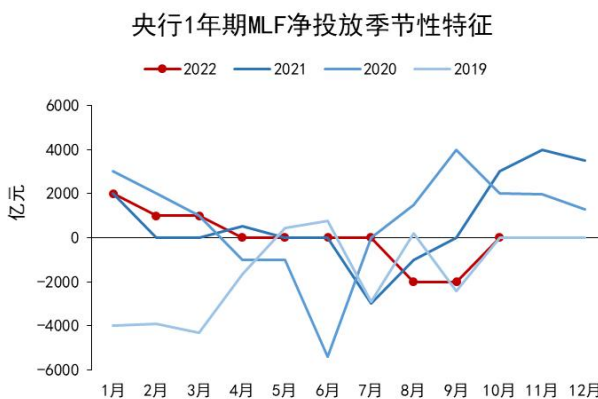
10月17日，央行发布公开市场操作公告，开展5000亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率维持2.75%不变。当日MLF到期额5000亿元，净投放为0。

图1：10月MLF等量续作5000亿元



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：MLF投放季节性



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 为何利率不变？

8月MLF、OMO等政策利率意外降息10bp后，年内政策利率是否会继续调整引发市场关注。总体而言，我们认为8月降息更多属于对冲经济动能在超预期冲击下走弱的临时性安排，并不意味着央行进入降息通道。因此10月MLF利率维持不变符合预期。

一是近期经济运行逐步企稳。国务院领导在9月28日稳经济大盘四季度工作推进会议时表示经济“下滑态势”已被扭转，总体“恢复回稳”。近两月PMI数据持续回升，9月PMI回到荣枯线上方（50.1）。社零数据也出现持续回暖，8月底累计同比增速在负区间4个月后转正（0.5%）。

二是9月金融数据总量结构均显著改善。在8月降息，以及结构性政策工具、政策性开发性金融工具的撬动作用下，9月新增社融和人民币信贷表现均大幅超出市场预期，显示在政策的支持和引导下，“宽信用”进程重回轨道。

三是兼顾内外平衡。近期美国通胀在政策快速收紧下展现出较强韧性，美联储加息预期依然强劲，人民币短期内仍面临一定贬值压力。在国内经济逐步企稳复苏的情况下，“外部均衡”重要性边际上升，进一步降息必要性下降。

### 为何等量续作？

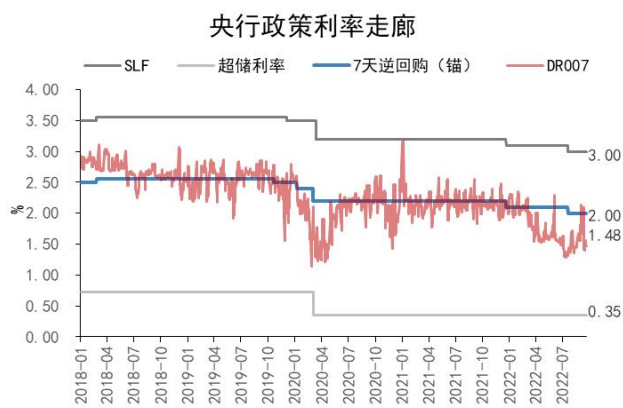
今年四季度将迎来MLF到期小高峰，共计将到期2万亿元，分别是10月的5000亿，11月的1万亿和12月的5000亿。本月央行有三个可能的选项：一是延续8、9月的缩量操作；二是参考以往经验，在MLF集中到期前央行通过降准提前置换；三是等量续作。

一方面，不再缩量续作的主要原因在于市场流动性需求增加。随着经济活力修复，以及国庆前投放完成的政策性开发性金融工具等因素对信贷融资需求的撬动，银

行对基础货币的需求降明显上升。此外，8月24日国常会公布的5000亿元专项债结存额度将在10月密集发行完毕，央行将配合提供必要的流动性环境。

另一方面，随着跨节跨季因素对流动性的干扰结束，目前银行间资金面仍处于“合理充裕略微偏多”的水平，10月19日DR007利率和1年期股份行同业存单发行利率分别低于其利率锚52bp和72bp，通过降准补充流动性的必要性相对有限。

图3: DR007 低于OMO利率52bp



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 1年期股份行NCD发行利率低于MLF利率72bp



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 如何看下一步政策操作？

前瞻地看，我们认为通过“降成本”推动“宽信用”仍是下阶段货币政策的重心。在外部环境仍然趋紧的背景下，为更好兼顾“内外平衡”，年内央行可能更倾向于采用鼓励调降LPR利率和小幅降准等手段引导实体经济融资成本进一步下行。

LPR方面，央行三季度货币政策委员会例会指出：发挥“存款利率市场化调整机制”和“贷款市场报价利率改革效能”，降低企业和居民融资成本。9月15日六大行同日发布公告，调降定期存款利率10-15bp，活期存款利率0.5bp，事实上为LPR特别是5年期LPR利率进一步下调提前打开了空间。

降准方面，四季度降准“半次”25bp仍有可能。一是年内最后两个月仍有1.5万亿元MLF到期，考虑到一年期同业存单发行利率仍显著低于MLF利率，银行申报MLF意愿有限。采用降准的方式置换其中一部分到期的MLF，将以较低成本为银行提供稳定的长期资金，为“宽信用”提供激励。二是若部分的明年专项限额提前下达，或年底经济复苏不及预期，通过小幅降准稳定资金面并进一步呵护市场信心也将是选项之一。

## 流动性观察

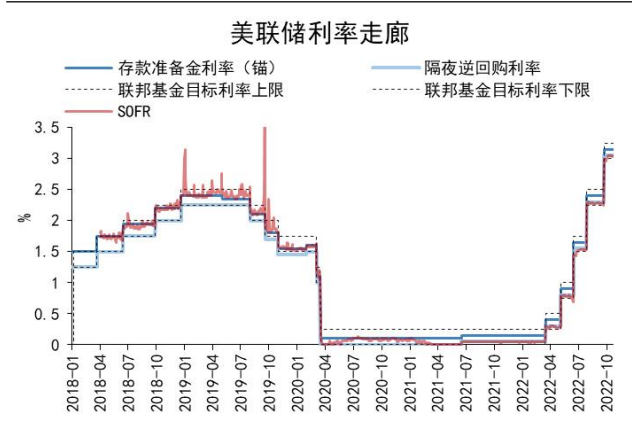
### 外部环境：关键利率保持稳定

#### 美联储

美国政策利率目标区间依旧保持在 3-3.25%，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 3.15% 和 3.05%。上周四（10月20日）SOFR 利率较前一周（10月13日）基本保持稳定，下降 1bp 至 3.03%。

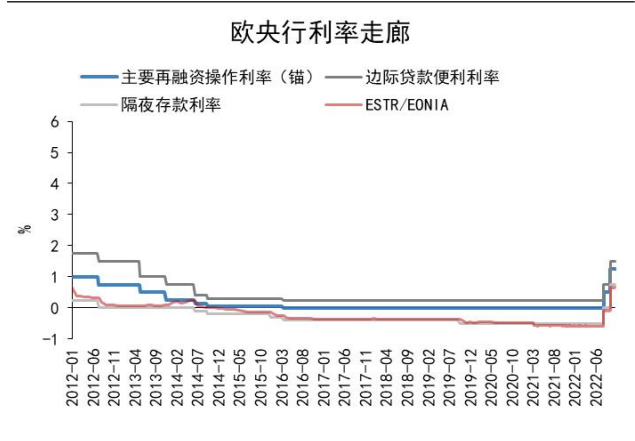
截至 10月19日，美联储资产负债表规模为 8.74 万亿美元，较前一周（10月12日）减少 150.47 亿美元，约为今年 4月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 97.53%。

图5：美联储关键短端利率



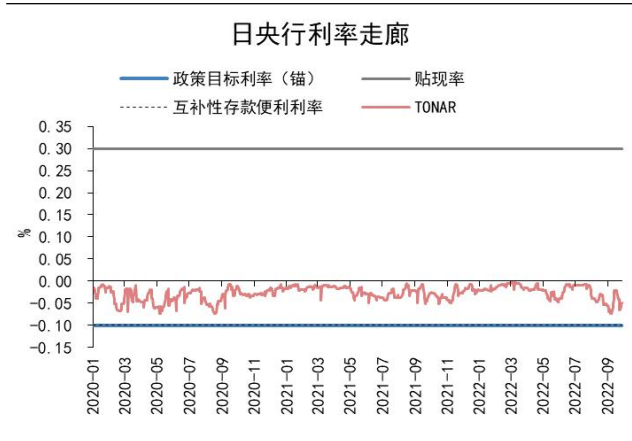
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



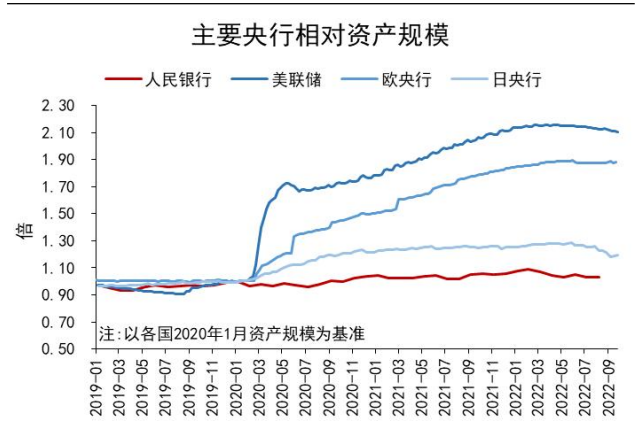
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

9月加息后，欧央行三大关键利率，主要再融资操作（MRO）、边际贷款便利（MLF）和隔夜存款便利（DF）利率分别位于1.25%、1.5%和0.75%。欧元短期利率（ESTR）上周四（10月20日）较前一周（10月13日）保持不变，位于0.66%。

## 日央行

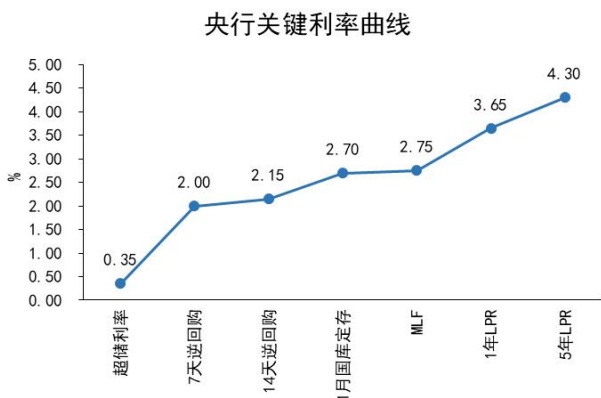
日本央行三大关键利率，政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率分别保持在-0.1%、0.3%和-0.1%不变。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（10月21日）较前一周（10月14日）下降1bp至-0.05%。

## 国内利率：利率小幅上行

### 央行关键利率

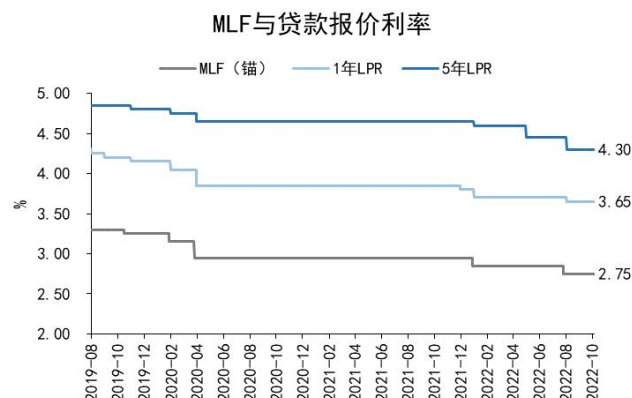
10月20日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1年期LPR为3.65%，5年期以上LPR为4.3%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

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



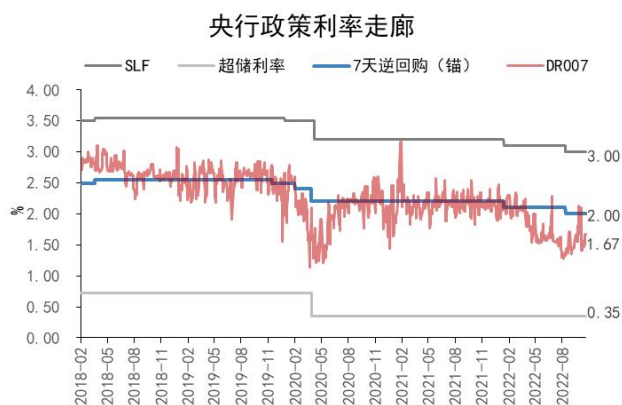
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 市场利率

短端利率方面，上周出现小幅上行。上周五（10月21日）R001、DR001与GC001较前一周（10月14日）分别上升12bp、11bp和12bp；而R007、DR007、GC007分别上升6bp、20bp、6bp。

中长端利率方面，本周一（10月24日）商业银行1年期同业存单发行利率较前一周小幅上行。国有行、股份行、城商行发行利率较前一周（10月17日）分别上行2bp、6bp、2bp和至2.03%、2.09%、2.27%。

图11: 短端市场利率与政策锚



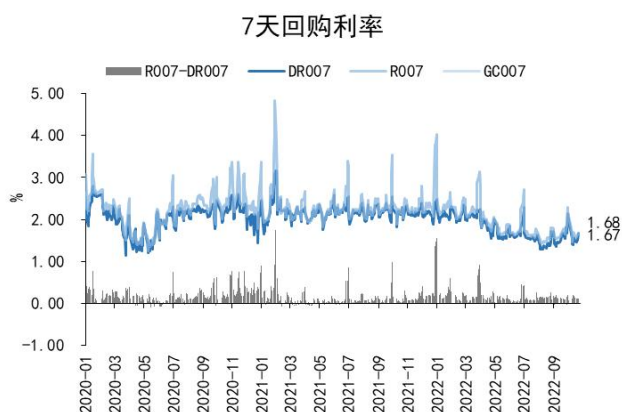
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



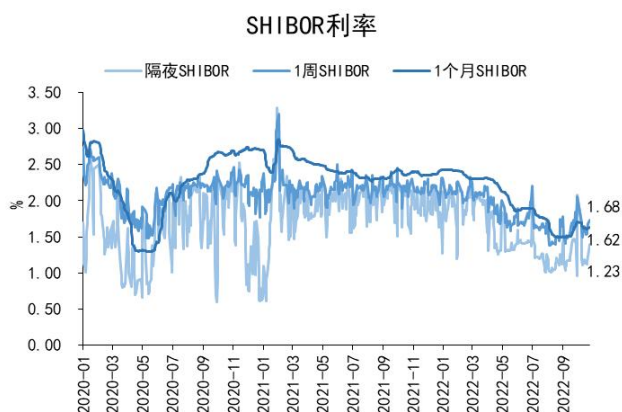
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



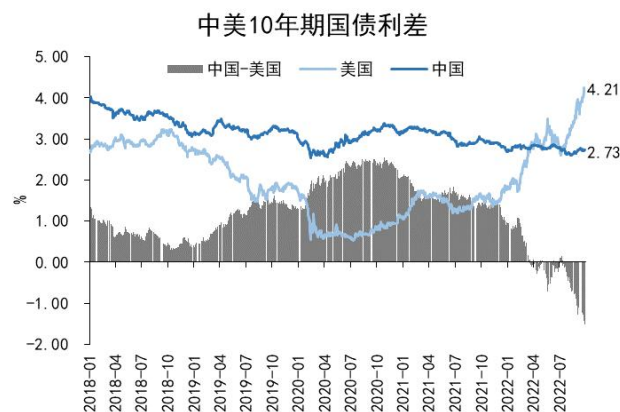
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图16: 中美利差



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理



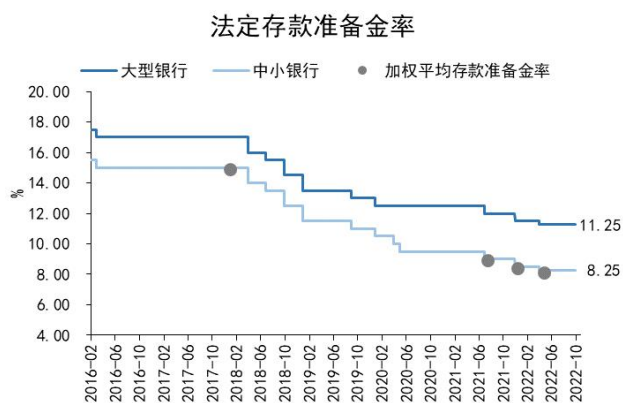
## 国内流动性：央行等额续作作为主

上周（10月17-23日），央行等额续作逆回购资金。其中：7天逆回购净投放0亿元（到期100亿元，投放100亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。10月17日，MLF到期5000亿元，投放5000亿元，净投放0亿元。

本周（10月24-30日），央行逆回购将到期100亿元，其中7天逆回购到期100亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（10月24日）央行7天逆回购投放100亿元，净投放80亿元，14天逆回购投放0亿元。**需要注意，本周二（10月25日）为办税截至日，预计此后1-2天对资金面产生影响。**

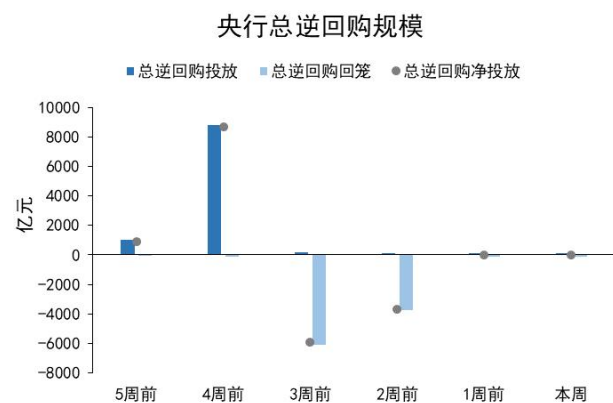
上周（10月17-21日），银行间市场质押回购平均日均成交6.77万亿，较此前一周（10月10-14日，6.42万亿）增加0.25万亿。隔夜回购占比为90.1%，较前一周（89.9%）上升0.2pct。

图17：“三档两优”准备金体系



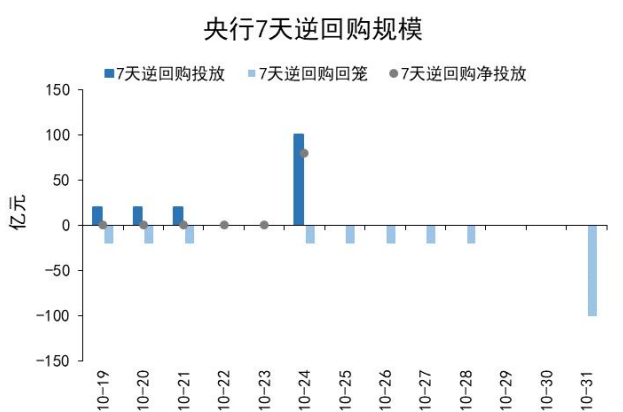
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



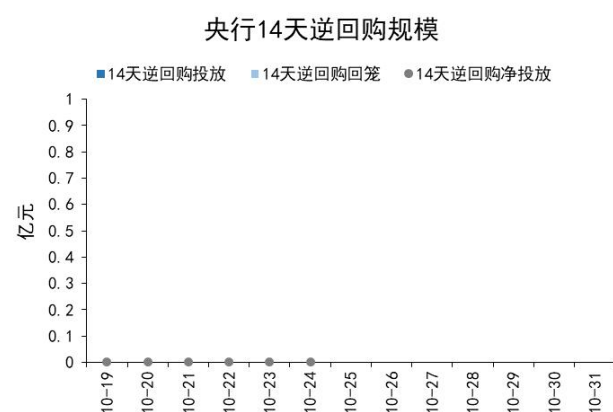
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图19：7天逆回购到期与投放



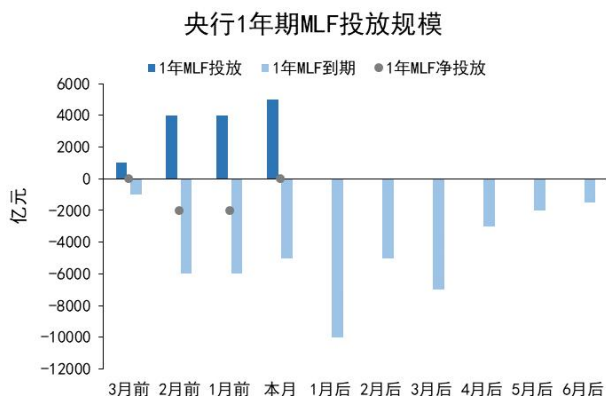
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图20：14天逆回购到期与投放



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图21: MLF 投放跟踪



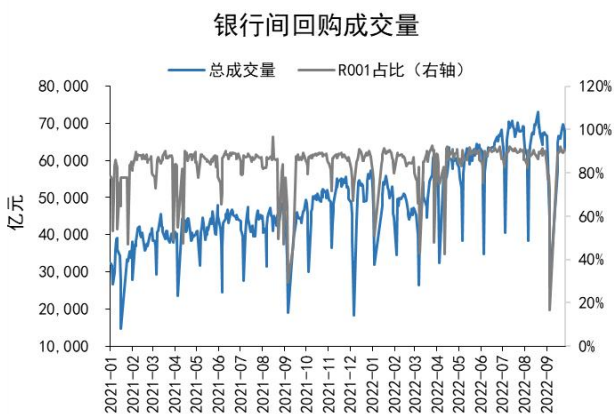
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: MLF 投放季节性



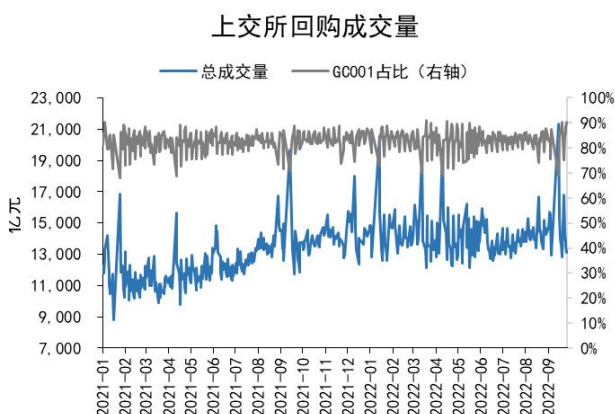
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 银行间回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 上交所回购成交量



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

### 债券融资：政府融资边际放缓

政府债上周（10月17-21日）共计发行4483.0亿元，净融资1145.7亿元，较上上周（10月10-14日）的3324.1亿元大幅减少。本周计划发行3443.5亿元，净融资额预计为604.2亿元。

同业存单上周（10月17-21日）共计发行5591.9亿元，净融资587.4亿元，较上上周（10月10-14日）的-141.1亿元明显增加。本周计划发行808.4亿元，净融资额预计为-5712.5亿元。

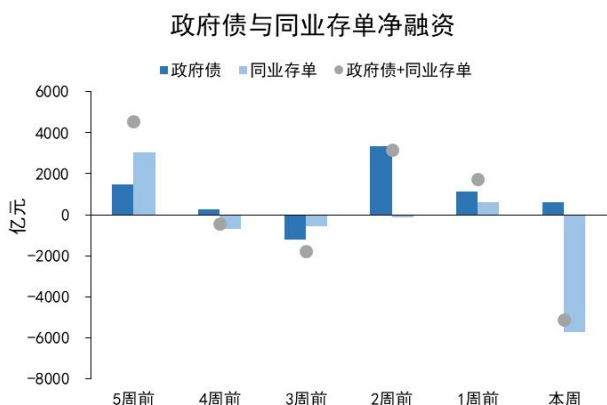
企业债券上周（10月17-21日）共计发行3269.4亿元，净融资-135.6亿元，较上上周（10月10-14日）的1394.6亿元大幅减少。其中城投债融资贡献约-261.6%。本周计划发行1348.6亿元，净融资额预计为-3493.2亿元。

图25：债券发行统计（本周统计仅含计划发行及到期）

单位：亿元	本周												1周前	
	周一		周二		周三		周四		周五		合计		发行量	净融资
政府债	860.0	175.2	885.9	885.9	596.5	470.4	359.8	-31.2	741.4	-824.4	3443.5	604.2	4483.0	1145.7
国债	860.0	309.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-1492.9	860.0	-1183.4	2640.0	90.0
地方政府一般债	0.0	-35.8	1.4	1.4	54.0	-24.6	6.0	-200.7	223.0	150.1	284.4	-151.1	491.1	11.3
地方政府专项债	0.0	-98.4	884.4	884.4	542.4	494.9	353.9	169.5	518.4	518.4	2299.1	1938.7	1351.9	1044.4
同业存单	808.4	492.7	0.0	-1581.1	0.0	-1394.8	0.0	-1008.8	0.0	-1882.8	808.4	-5712.5	5591.9	587.4
企业债	1084.8	268.4	247.4	-648.8	16.4	-1272.1	0.0	-508.8	0.0	-739.5	1348.6	-3493.2	3269.4	-135.6
城投债	294.6	51.6	45.7	-208.7	15.0	-59.9	0.0	-109.6	0.0	-215.7	355.2	-750.7	1263.7	354.6
产业债	790.2	217.6	201.7	-449.7	1.4	-1236.1	0.0	-398.9	0.0	-560.3	993.4	-2811.2	2115.8	-535.4

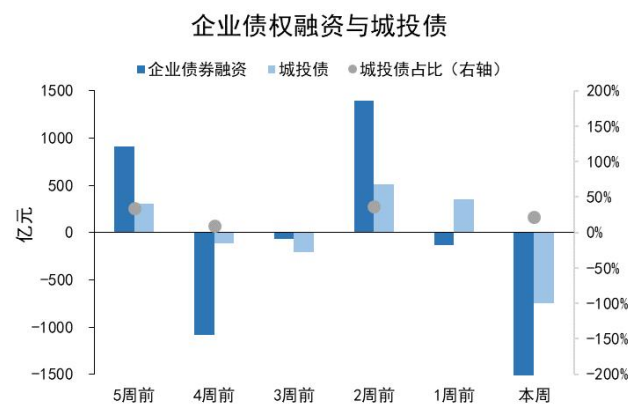
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图26：政府债券与同业存单净融资



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图27：企业债券净融资与结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 汇率：美元指数小幅回落

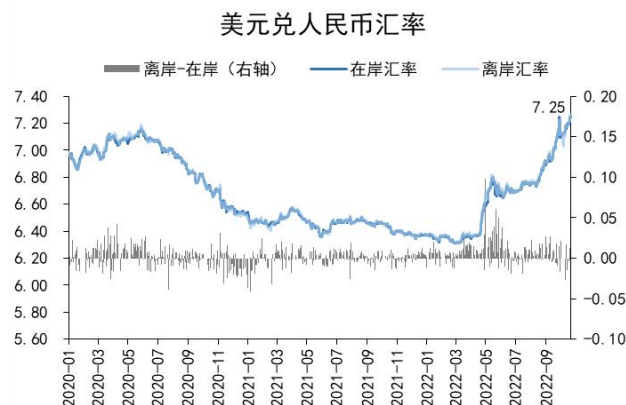
上周五（10月21日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（10月14日）回落0.23至101.60，同期美元指数下降1.46至111.85。10月21日，美元兑人民币在岸汇率较10月14日的7.19上升约563基点至7.25，离岸汇率从7.18上升约849基点至7.26。

图28：主要货币指数走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图29：人民币汇率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032