

# 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、长端利率有所回落，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

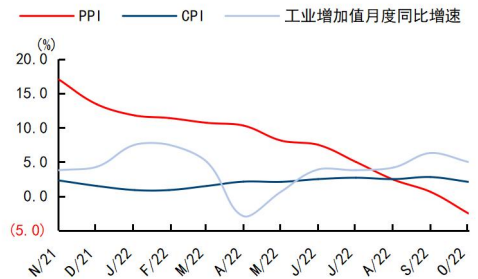
dongdz@guosen.com.cn

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

<b>周观点：PSL 会“分流”MLF 投放吗？</b> .....	<b>4</b>
PSL 与 MLF 的异同 .....	4
12 月 MLF 是否会缩量续作？ .....	5
<b>流动性观察</b> .....	<b>6</b>
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

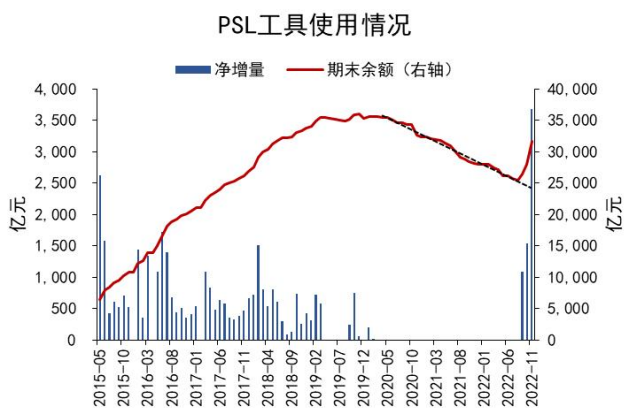
PSL 的投放对象主要是三大政策性银行，而政策性银行货币派生能力相对偏弱。主要的原因是政策性银行不吸收公众存款，而主要通过发行政策性金融债等方式获取资金，“贷款创造存款”的信用货币派生渠道受限。以国家开发银行为例，

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？

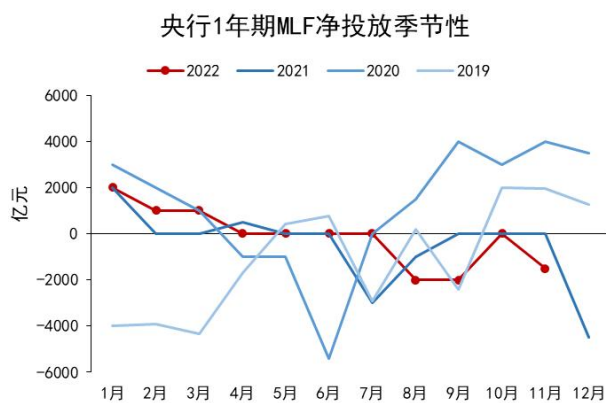
近期，随着政策性开发性金融工具、保交楼借款等工具落地，政策性银行逆周期发力，PSL 工具被重新“激活”提供资金保障。PSL 工具是否会“分流”MLF 投放引发关注：11 月 15 日，MLF 缩量续作，规模减少 1500 亿元，央行补充说明缩量的主要原因是“已通过抵押补充贷款(PSL)、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性 3200 亿元”；12 月 1 日，央行公布 11 月 PSL 余额，当月净新增 3675 亿元，创 PSL 设立以来的单月净新增新高。根据我们的估测，其实际投放（净投放+到期量）可能超过 4000 亿元。

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

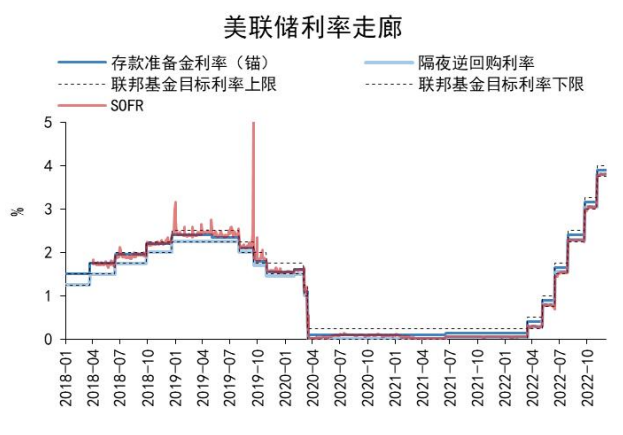
### 外部环境：美联储 12 月大概率加息 50bp

#### 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。

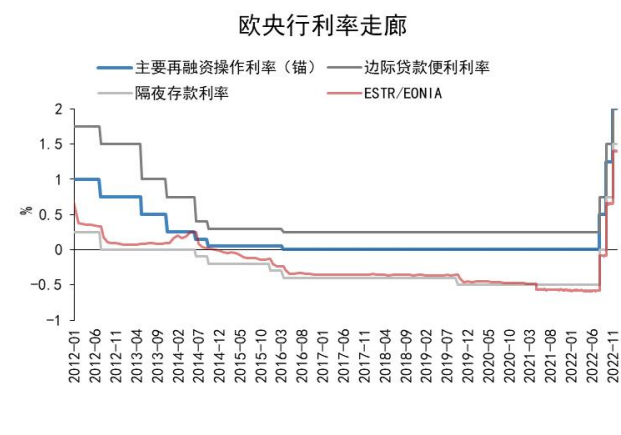
截至 11 月 28 日，美联储资产负债表规模为 8.58 万亿美元，较前一周（11 月 21 日）减少 368.1 亿美元，约为今年 4 月本次缩表初期资产负债表历史最高值（8.965 万亿）的 95.7%。

图5：美联储关键短端利率



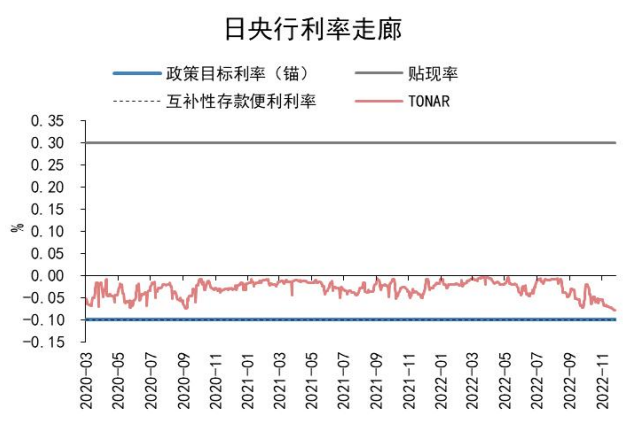
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图6：欧央行关键短端利率



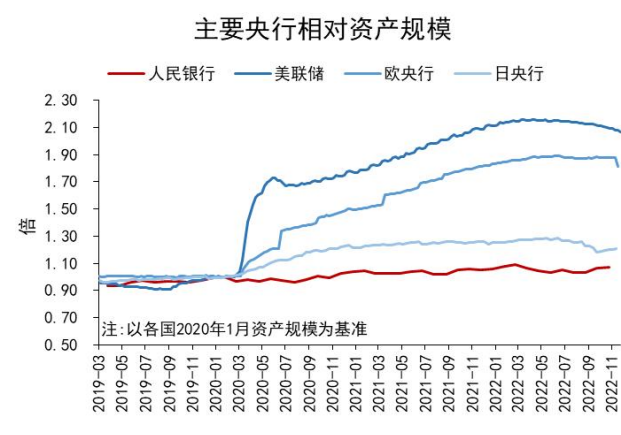
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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

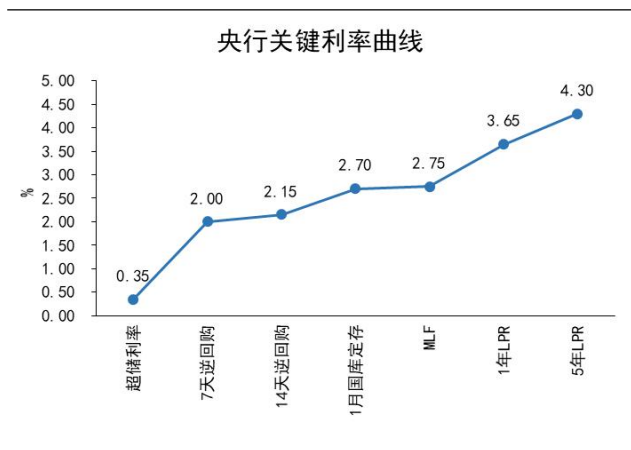
日本央行政策目标利率、贴现率和互补性存款便利利率将分别保持-0.1%、0.3%和-0.1%不变。此外，日本央行仍将继续“不限量”购买国债，将 10 年期日本国债收益率维持在 0%附近。东京隔夜平均利率（TONAR）上周五（12 月 2 日）较前一周（11 月 25 日）保持不变，位于-0.08%。

## 国内利率：超短端走势分化

### 央行关键利率

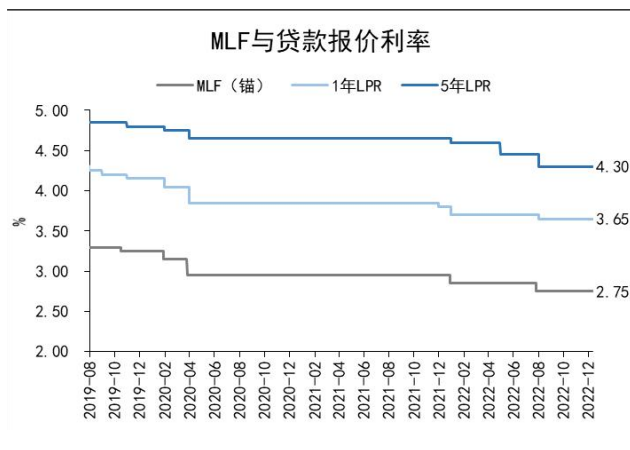
11 月 21 日，贷款市场报价利率（LPR）公布，1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.30%，均与上月持平。央行其它关键利率无变化。

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



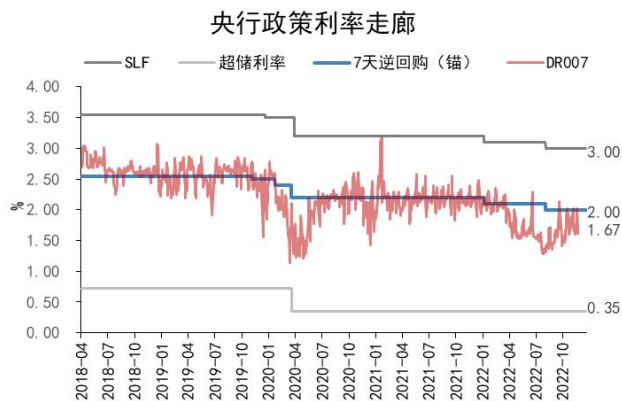
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 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。

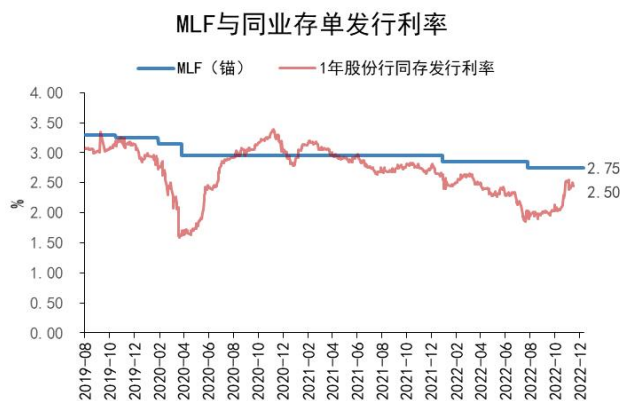
中长端利率方面，上周小幅上行。上周五（12 月 2 日）国有行、股份行、城商行一年期存单发行利率较前一周（11 月 25 日）分别上升 8bp、12bp 和 0bp 至 2.46%、2.50%和 2.77%。

图11: 短端市场利率与政策锚



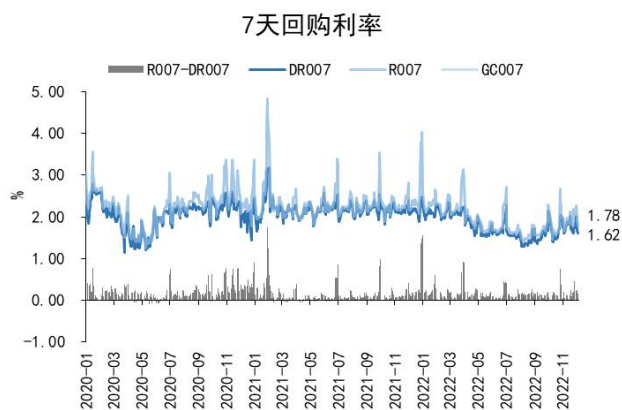
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

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



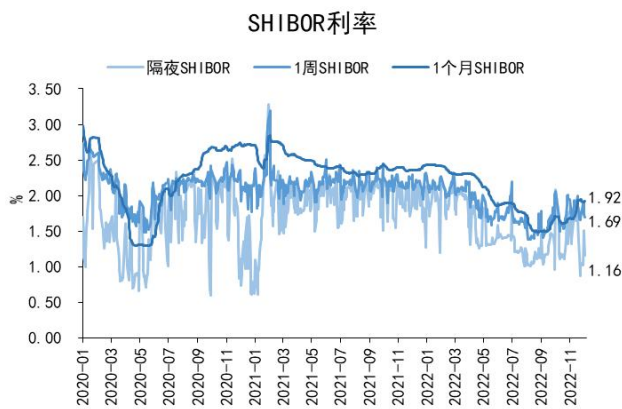
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图14: 中长端流动性分层观察



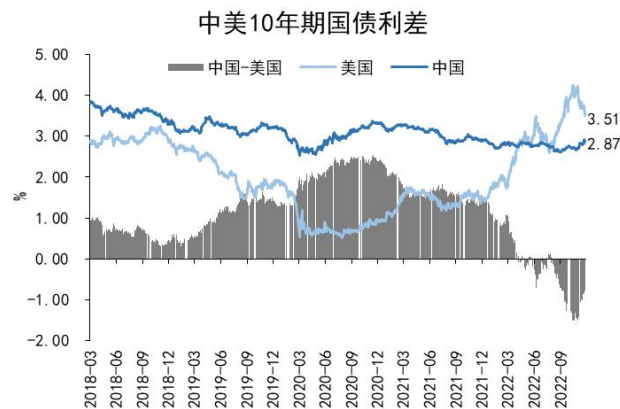
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: SHIBOR 报价利率



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



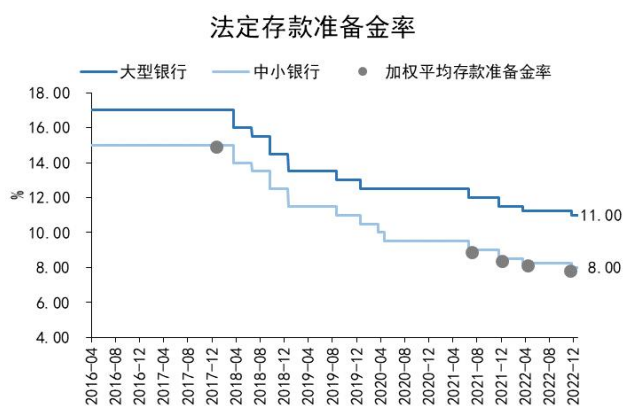
## 国内流动性：央行超额续作

上周（11月28-12月4日），央行净投放流动性资金2940亿元。其中：7天逆回购净投放2940亿元（到期230亿元，投放3170亿元）；14天逆回购净投放0亿元（到期0亿元，投放0亿元）。

本周（12月5-12月11日），央行逆回购将到期3170亿元，其中7天逆回购到期3170亿元，14天逆回购到期0亿元。截至本周一（12月5日）央行7天逆回购净投放-530亿元，14天逆回购净投放0亿元。

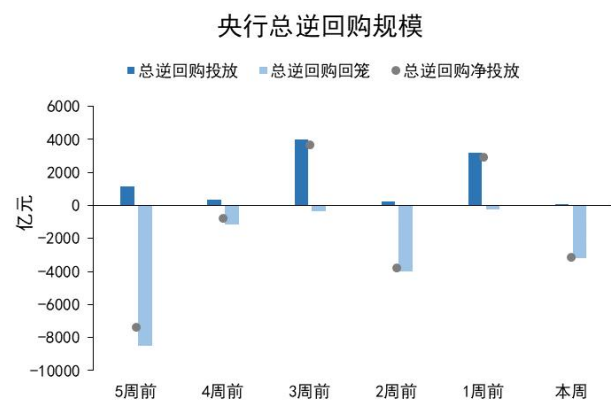
上周（11月28-12月2日），银行间市场质押回购平均日均成交5.12万亿，较此前一周（11月21-25日，6.10万亿）下降0.98万亿。隔夜回购占比为84.2%，较此前一周（86.5%）下降2.3pct。

图17：“三档两优”准备金体系



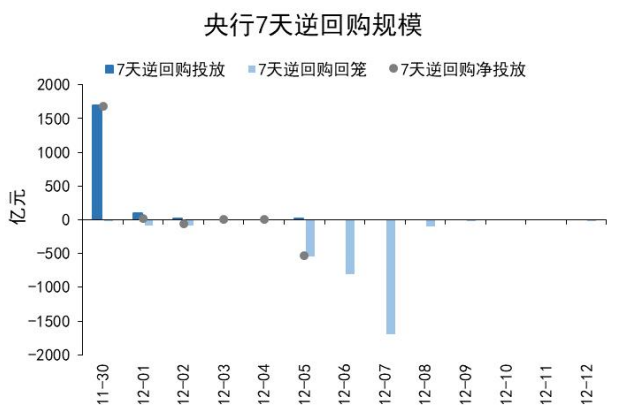
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图18：央行逆回购规模（本周投放截至周一）



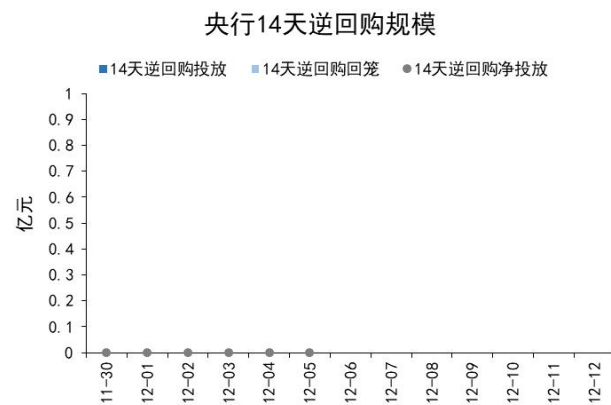
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

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



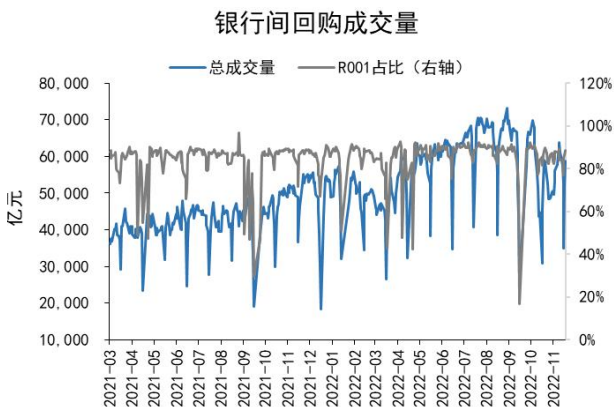
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图22: MLF 投放季节性



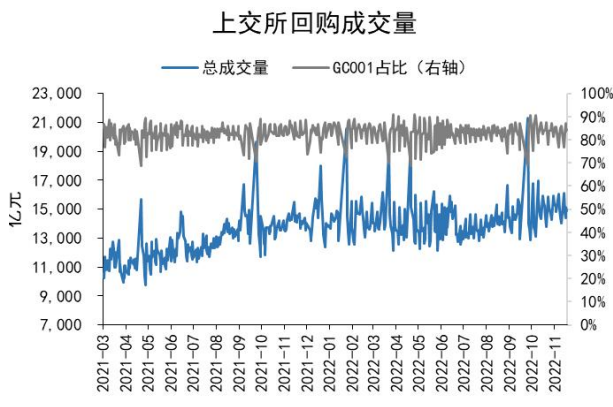
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图23: 银行间回购成交量



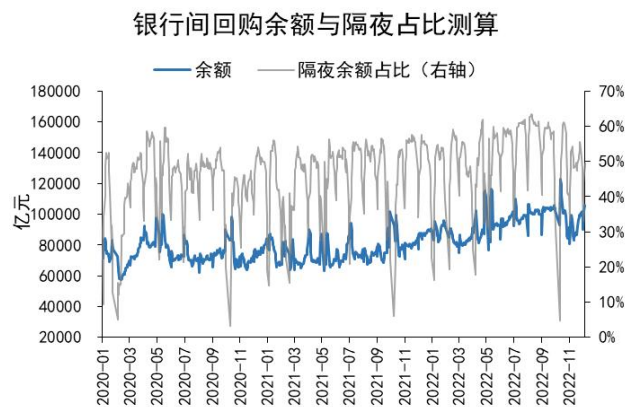
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 上交所回购成交量



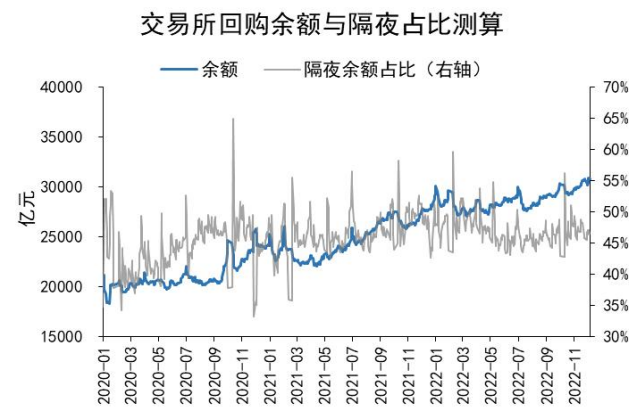
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图25: 银行间回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图26: 交易所回购余额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 债券融资：整体收缩

政府债上周（11月28-12月2日）共计发行1808.9亿元，净融资1118.6亿元，较此前一周（11月21日-25日）的1215.5亿元小幅减少。本周计划发行2025.6亿元，净融资额预计为-9747.3亿元。

同业存单上周（11月28-12月2日）共计发行3070.1亿元，净融资-360.3亿元，较此前一周（11月21日-25日）的1334.9亿元显著减少。本周计划发行2102.7亿元，净融资额预计为-500.6亿元。

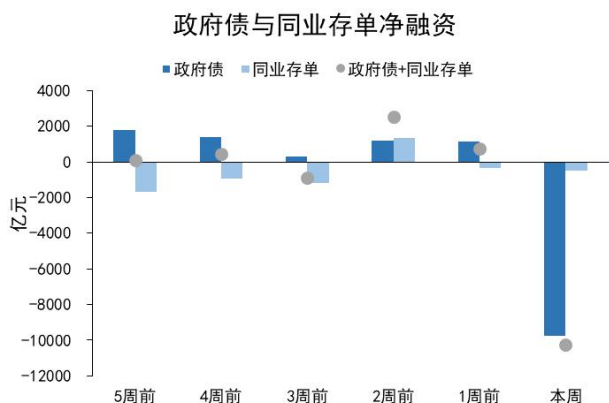
企业债券上周（11月28-12月2日）共计发行2592.5亿元，净融资-843.4亿元，较此前一周（11月21日-25日）的-477.5亿元小幅减少。其中城投债融资贡献约-7.7%。本周计划发行716.7亿元，净融资额预计为-1906.1亿元。

图27：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		合计	
	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资	发行量	净融资
政府债	35.3	-267.7	0.0	-6.0	1200.0	1129.0	340.3	139.0	450.0	233.4	2025.6	-9747.3	1808.9	1118.6
国债	0.0	-303.0	0.0	0.0	1200.0	1200.0	0.0	-201.3	450.0	450.0	1650.0	-9805.9	1322.9	1022.4
地方政府一般债	4.2	4.2	0.0	0.0	0.0	-18.1	160.6	160.6	0.0	-216.6	164.8	-93.3	313.6	73.1
地方政府专项债	31.1	31.1	0.0	-6.0	0.0	-52.9	179.7	179.7	0.0	0.0	210.8	151.9	172.4	23.1
同业存单	2097.2	2074.2	5.5	-582.7	0.0	-561.4	0.0	-521.8	0.0	-717.2	2102.7	-500.6	3070.1	-360.3
企业债	451.7	-55.7	165.4	-369.1	38.6	-268.2	51.9	-244.1	9.2	-635.0	716.7	-1906.1	2592.5	-843.4
城投债	224.6	87.4	15.0	-138.3	14.4	-38.9	0.0	-37.3	0.0	-195.7	254.0	-565.4	966.5	64.7
产业债	263.1	-97.3	170.4	-241.8	24.2	-237.3	51.9	-256.7	9.2	-555.7	518.7	-1480.2	1711.0	-842.4

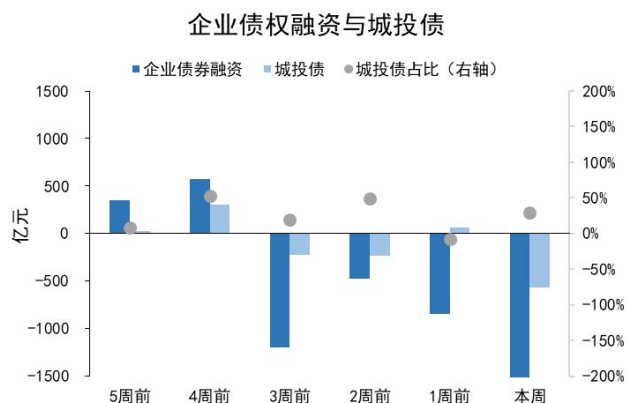
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图28：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29：企业债券净融资与结构

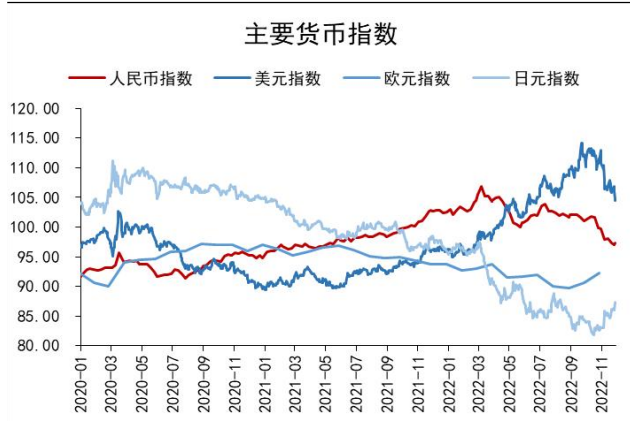


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

## 汇率：美元指数再度回落

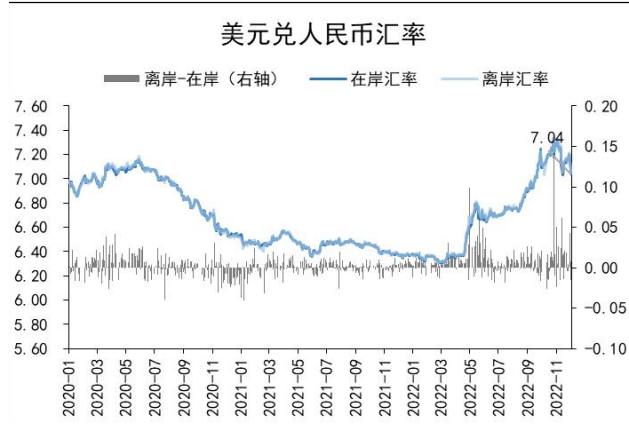
上周五（12月2日）人民币CFETS一篮子汇率指数较前一周（11月25日）小幅上行0.14至97.39，同期美元指数下行1.6至104.5。12月2日，美元兑人民币在岸汇率较11月25日的7.16下行约1235基点至7.04，离岸汇率从7.17下行约1124基点至7.05。

图30: 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31: 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。本报告仅供我公司客户使用，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