



宏观点评

MLF 最大单月净投放可能有何考量？

资金利率周报 2023.11.20-11.26

证券分析师

芦哲

资格编号：S0120521070001

邮箱：luzhe@tebon.com.cn

王洋

资格编号：S0120523090001

邮箱：wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《宽货币预期是否准确？——资金利率周报 2023.11.06-11.12》

《同业存单如何定价？——资金利率周报 2023.10.30-11.05》

《逆回购到期压力如何缓释？——资金利率周报 2023.10.23-10.27》

《近期资金供需缺口有多大？——资金利率周报 2023.10.16-10.20》

投资要点：

- 本周资金利率观点：今年9月以来的宽货币情形可参考2020年下半年。

➢ **MLF 大额净投放对应宽货币预期的“弱实现”。**11月MLF操作投放量创下单月历史新高的14500亿元，11月MLF到期量8500亿元，单月MLF操作实现净投放6000亿元，也创下历史新高，但再考虑到降准释放的基础货币，6000亿的单月净投放规模只属于较高水平。在前期利率债供给增加压力下，资金利率持续高位运行，市场对央行降准补充基础货币或存有一定预期，而央行则是通过大额MLF操作投放基础货币，从实际效果来看，MLF投放的资金与降准类似，是市场较为青睐的中长期资金，但MLF释放的中长期资金相较于降准而言，存在两点限制，其一是MLF是金融机构与央行之间的“借贷”式工具，需要在一年后偿还，且需按MLF利率支付央行利息；其二是金融机构获取MLF资金需要向央行提供国债、央行票据、政策性金融债、高等级信用债等优质债券作为质押品。因此，11月央行实施MLF大额净投放而非降准，虽然6000亿元的净投放规模与2022年以来每次降准0.25%释放的5000亿左右基础货币规模接近，但对金融机构而言意味着宽货币预期的“弱实现”。

➢ **今年9月以来MLF净投放+降准的情形与2020年下半年类似。**2019年4月央行开始每月常态化开展MLF操作，至今共有四段时期MLF实现连续或大幅超额净投放，分别发生在2019年四季度至2020年一季度、2020年下半年、2022年12月至2023年3月以及2023年9月至今，从具体情况来看，这四段时期的MLF超额净投放有着不同的背景：2019年四季度至2020年一季度期间有四个月并没有MLF到期，期间MLF持续净投放是MLF操作常态化所导致的短期现象与疫情之初宽货币呵护市场主体的共同结果；2020年5月起利率债发行明显提速，进而导致资金利率中枢持续攀升，当年三季度起MLF持续净投放或为平抑资金面紧张态势，对冲政府债券发行提速对银行间流动性的消耗；2022年末至2023年一季度我国正处于防疫优化后的冲击与恢复阶段，市场主体受感染高峰影响较重，央行适时进行宽松的货币政策操作以支持经济秩序的恢复与呵护市场主体；而今年9月以来MLF连续三个月净投放，与9月降准相配合，一方面随经济发展的需要补充基础货币，另一方面或也有对冲地方政府特殊再融资债、万亿国债增发对银行间流动性的消耗、平抑资金面紧张态势的意愿，从政府债发行加速——资金利率上行——MLF持续/大额净投放这一逻辑链条来看，今年9月至今的宽货币逻辑与2020年下半年的情景有一定相似之处，投放中长期资金的规模也非常接近，今年9-11月三个月内MLF净投放+降准共增加了1.58万亿中长期资金，2020年8-12月五个月内MLF连续净

投放公增加了 1.6 万亿中长期资金，显然今年 9 月以来的宽货币节奏更快，这一方面对应了地方政府特殊再融资债+万亿国债增发给银行间流动性带来的压力可能比 2020 年下半年稳增长目标下政府债发行提速更大，另一方面也可能意味着年内未必能够再有增量宽货币措施落地，央行 9 月以来的操作核心目标或还是平抑资金面紧张态势，维持银行间流动性合理充裕而非通过货币政策大幅宽松以刺激总需求，是对财政发力的配合式货币政策。在 9 月已经有降准落地后，央行出于维持货币政策稳健性的考量，年内再次降准或也难以成为可选项。

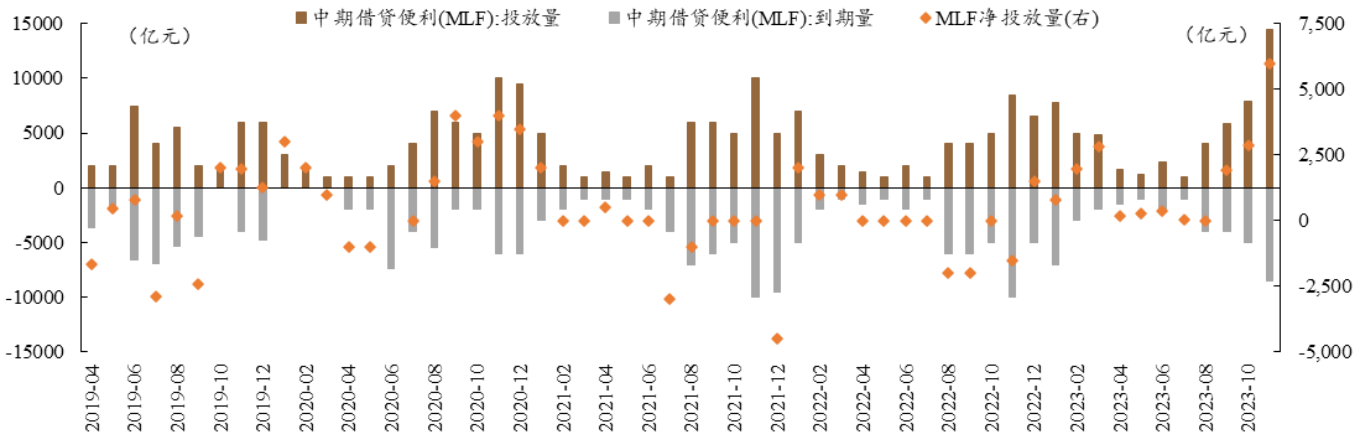
● 下周资金面展望：

- **下周资金缺口展望：OMO 到期压力再度升高。**下周（11 月 27 日-12 月 1 日）公开市场操作到期量为 21670 亿元；泛利率债（国债+地方政府债+政金债）缴款 3710 亿元；根据已披露发行计划，同业存单净融资-2532 亿元；11 月最后一周无缴税缴准扰动。总体而言，下周资金缺口在 2.8 万亿左右，公开市场操作到期压力再度升高。
- **下周资金面展望：资金利率或维持高位波动。**从 DR007 来看，截至 11 月 24 日，DR007 的 30 天移动均值上行 2.68 个 BP 至 1.98%，继续高于 1 年期定期存款基准利率和报价利率。根据上海国际货币经纪，全周资金供需较为均衡，月内资金价格平稳。展望下周资金供需，利空的因素主要来自逆回购到期压力大、特殊再融资券发行、国债增发、资金跨月等；利多因素则有财政开支速度可能加快、票据利率持续较低贷款投放或较少等，从多空因素看，利空的因素影响可能更大，资金利率或维持相对高位波动。
- **下周存单发行量价展望：存单发行量下降。**下周（11 月 27 日-12 月 1 日）将有 3145.7 亿元同业存单到期，此后两周将分别有 4943.8 亿元、6005.2 亿元同业存单到期；截止 11 月 26 日统计，下周披露有 614.2 亿元同业存单发行计划，同业存单到期量、发行量双双下降。如果将同业存单净融资量作为商业银行主动负债意愿变化的指标，本周同业存单净融资量为-1143.6 亿元，银行在政府债券发行增量较多的情况下“长钱”或有一定缺口，但存单买需不高，供需意愿错位导致存单发行利率持续攀升。
- **下周利率债供给：利率债供给或趋于回落。**下周（11 月 27 日-12 月 1 日）已经安排有 698.38 亿元地方政府债、100 亿元农发债发行。下周地方政府债缴款 1400.11 亿元、国债和政金债缴款 2310 亿元。总体来看，下周利率债供给边际下降。
- **下周重点关注：周四国家统计局将发布 11 月 PMI 数据。**下周（11 月 27 日-12 月 1 日）有一项重点关注，周四（11 月 30 日）国家统计局将发布 11 月 PMI 数据，虽然 10 月以来国内经济基本面趋于走平，但预计在国债增发等财政积极信号催化下 11 月 PMI 小幅回升。

● 本周资金面市场回顾：

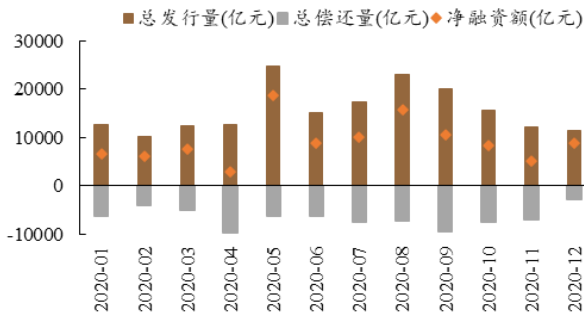
- **央行态度：维护银行间市场流动性合理充裕+维护月末流动性平稳。**本周（11月20日-11月24日）期间总计有17610亿元7天期逆回购到期，央行按照“维护银行间市场流动性合理充裕+维护月末流动性平稳”的基调，总计开展了21670亿元7天期逆回购操作，OMO口径合计净投放4060亿元流动性。
- **资金：资金利率小幅波动。**本周（11月20日-11月24日）银行间市场资金供需大体平衡，月内资金平稳，跨月资金价格更高。全周来看，准政策基准利率DR007上行16.16个BP至2.1805%，隔夜DR001下行5.01个BP至1.8358%；银行间质押R007上行68.85个BP至2.9352%，隔夜R001下行7个BP至1.9355%，R007和DR007溢价走阔至75.47个BP。
- **存单：NCD量价双降。**本周（11月20日-11月24日）同业存单发行3263.6亿元，到期4407.2亿元，净融资规模为-1143.6亿元，平均发行利率为2.563%。分评级来看，全市场AAA级同业存单发行利率均值下行2.1个BP至2.5409%，其中3个月期同业存单发行利率均值上行3.95个BP至2.5859%，6个月期同业存单发行利率均值上行1.74个BP至2.6256%，1年期同业存单发行利率均值上行1.93个BP至2.6277%，1年期国有大行AAA级同业存单发行利率均值下行0.01个BP至2.5698%，1年期股份行AAA级同业存单发行利率均值下行0.81个BP至2.575%。
- **衍生品：IRS上涨，国债期货下跌。**本周（11月20日-11月24日）FR007IRS1Y上行7.42个BP至2.1393%，FR007IRS5Y上行6.76个BP至2.4763%，3MSHIBORIRS1Y上行5.4个BP至2.3862%，10年期国债期货活跃合约收盘价下跌0.51元至101.7元。
- **风险提示：**国内货币政策超预期变化；海外货币政策超预期变化；信用违约事件发酵。

图 1: MLF 常态化操作以来每月投放/到期规模



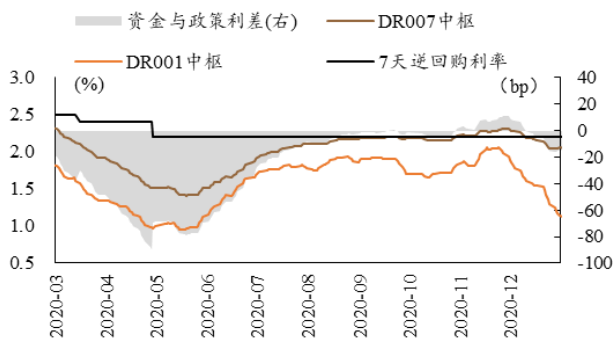
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 2: 2020 年 5 月起政府债发行加速



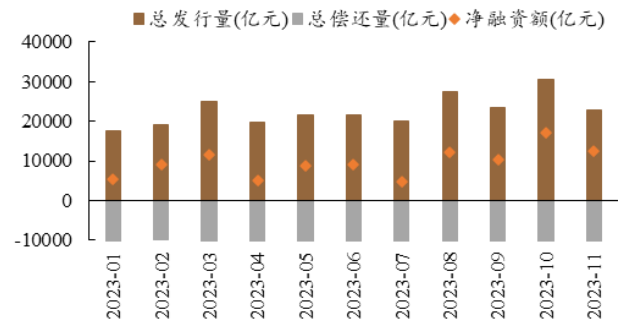
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 4: 2020 年 5 月起资金利率中枢攀升



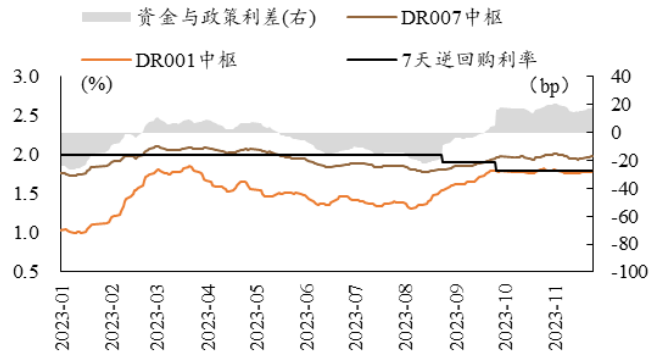
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 3: 今年 8 月起政府债发行加速



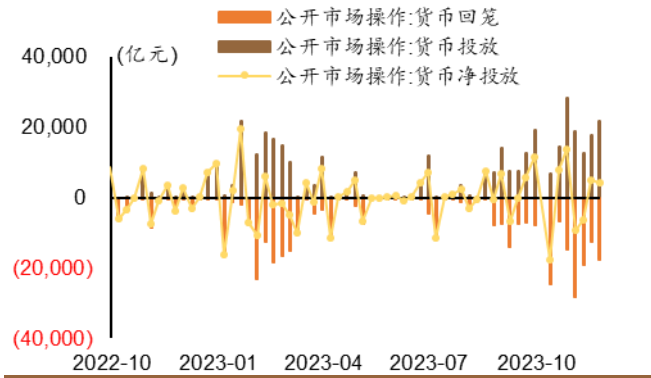
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 5: 今年 8 月起资金利率攀升



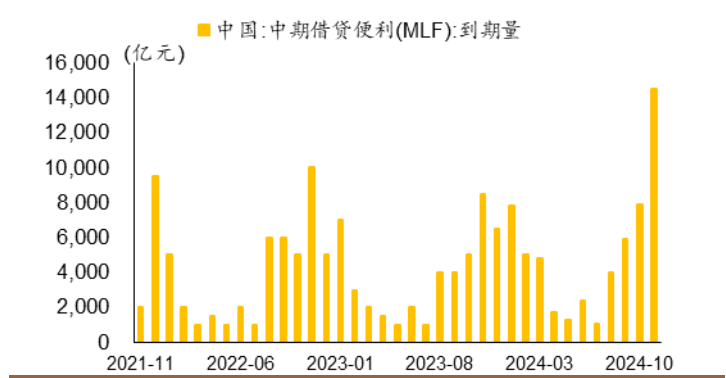
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 6: 公开市场操作净投放/回笼



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 7: 中期借贷便利(MLF)到期量



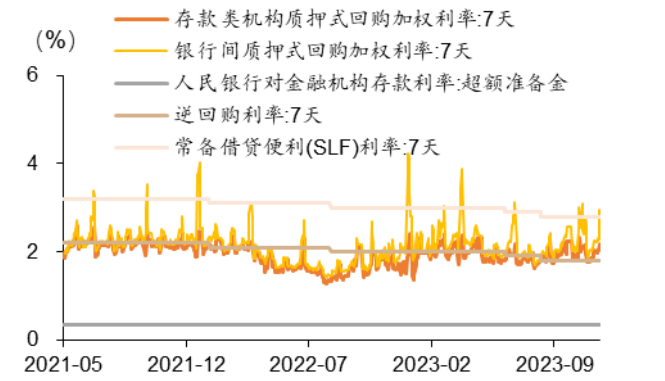
资料来源: Wind, 德邦研究所

表 1: 下周资金日历

单位: 亿元	周一(11-27)	周二(11-28)	周三(11-29)	周四(11-30)	周五(12-1)
逆回购到期	2,050	3,190	4,600	5,190	6,640
MLF 到期					
国债发行计划					520.00
地方债发行计划	39.25	374.01	110.38	104.79	69.95
政金债发行计划	100.00				
同业存单到期	927.40	232.70	391.80	875.20	535.40
重要日期				资金跨月	

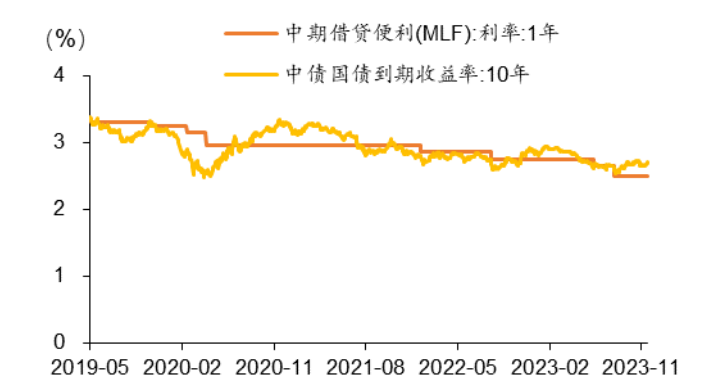
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 8: 短期利率走廊



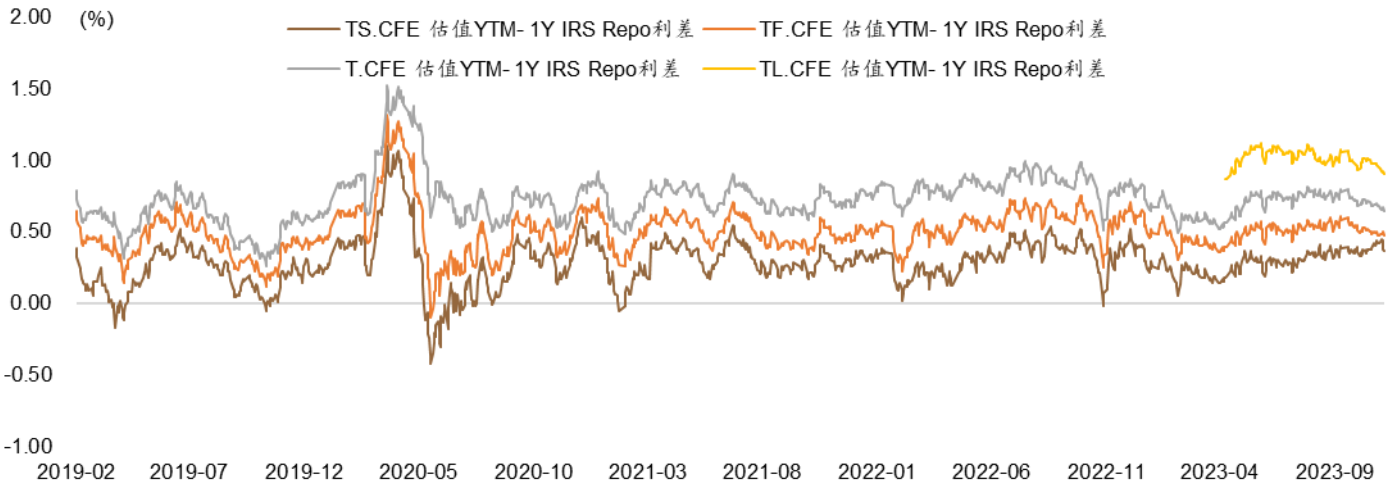
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 9: 中期利率走廊



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 10：国债期货估值收益率与 IRS Repo 利差



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：国股行同业存单发行利率走势



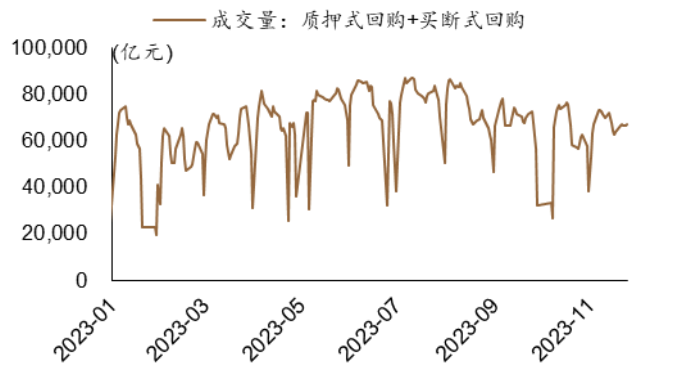
资料来源：Wind，德邦研究所

图 12：同业存单到期收益率走势



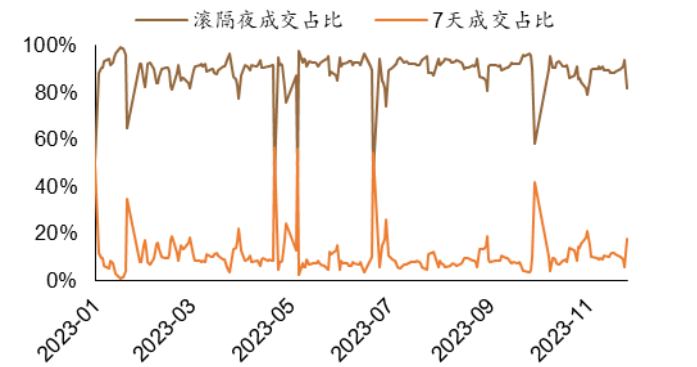
资料来源：Wind，德邦研究所

图 13：银行间资金杠杆情况：回购



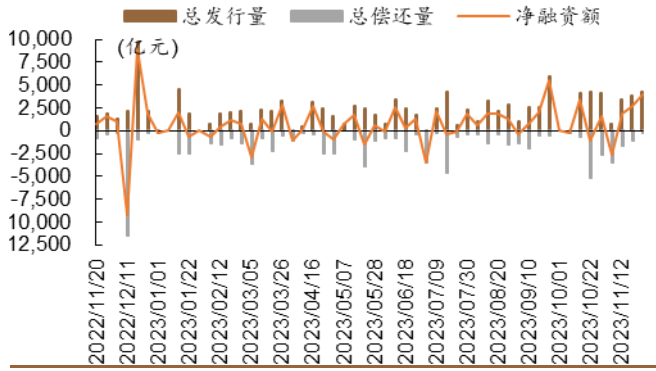
资料来源：Wind，德邦研究所

图 14：银行间资金杠杆情况：滚隔夜



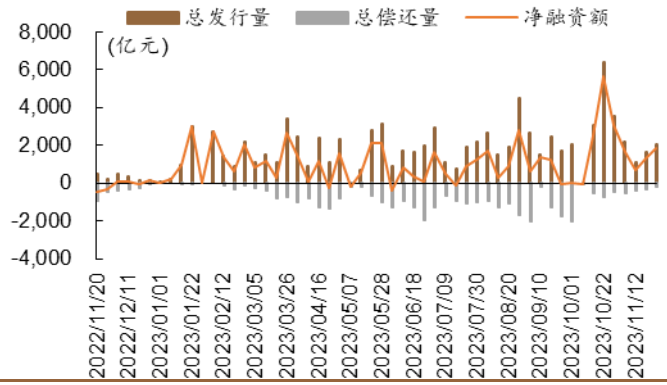
资料来源：Wind，德邦研究所

图 15: 国债发行与到期



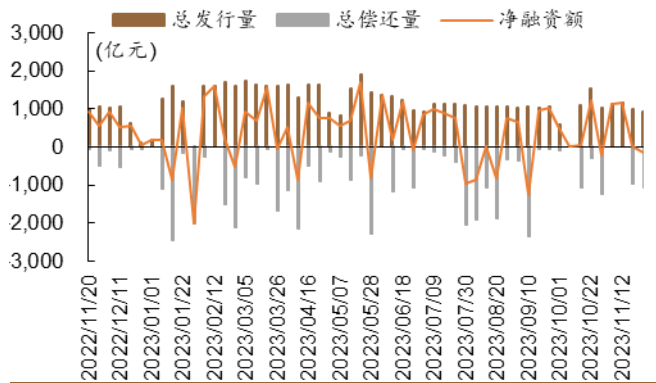
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 16: 地方债发行与到期



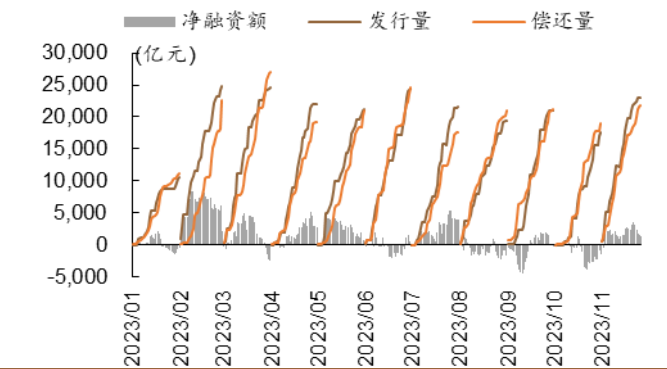
资料来源: Wind, 德邦研究所

图 17: 政金债发行与到期



资料来源: Wind, 德邦研究所

图 18: 同业存单发行与到期



资料来源: Wind, 德邦研究所

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

王洋，德邦证券研究所高级宏观经济研究员。复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益、衍生品等领域，2021 年加入德邦证券研究所，侧重货币理论、宏观流动性等方面的研究，秉承从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。