

“不降息+连续缩量”释放什么信号？

本周三（3.13）央行逆回购从此前的每天100亿元降至30亿元，周五（3.15）4810亿元MLF到期，但MLF续作规模仅3870亿元，且利率与上月一致。

➤ 当前流动性需求不强，央行投放缩量信号意义偏中性

开年以来流动性需求有所减少。开年至今，信贷投放速度不快，加上专项债发行偏慢，银行体系的流动性需求有所减少。尽管本周央行逆回购和MLF均缩量，但资金面没有太大的波动，也印证了这一现状。

回顾过去两年经验，OMO缩量更多是流动性供大于需的结果，对资金面指示意义有限：

一是2022年7月-8月，逆回购投放先在7月初由100亿降至30亿，后在7月末-8月又降至20亿，但DR001持续下行，一度跌破1.0%，直到8月末资金面开始转紧。

二是2023年3月-7月，逆回购投放力度从3月初开始下降，同时期DR001中枢从1.8%附近持续下降至1.3%附近。

➤ 避免资金沉淀空转要求下，或指示了现阶段资金利率下限

在2月降准50bp已经落地、流动性需求减少的情况下，加大净投放可能造成资金利率向下偏离政策利率。央行在3月15日的公开市场操作通告中也特意提到“全额满足了金融机构需求”。

因此，缩量投放虽然并不意味着央行有意主动收紧资金面，却体现了“避免资金沉淀空转”的态度，这也意味着当前资金价格可作为下限的一个参照，即下一阶段DR007仍将保持围绕政策利率中枢波动或略高的状态。

➤ MLF不降息或为保护银行净息差，短期连续降息概率不大

此外，市场有所期待的MLF降息也在本周落空，我们认为MLF短期降息的迫切性可能在下降，保护商业银行净息差是重要考量。

MLF降息并不能大幅改善商业银行净息差，如果同步调整LPR，商业银行的净息差会进一步下降。在2月5年期LPR已经下调25BP的情况下，短期内开展新一轮降息的可能性不大。两会中人民银行也提到“统筹银行业资产负债表健康性，继续推动社会综合融资成本稳中有降”，后续降息的模式可能是采用非对称式，即LPR调整不一定与MLF联动。

➤ 流动性虽无近忧但有远虑，后续关注债券供给节奏

当前DR001、DR007分别在1.7%、1.9%左右，与央行逆回购利率偏离不大，债市整体杠杆也不高，短期内资金利率料将平稳运行。

后续要关注的是，如果未来政策节奏有所变化、政府债券发行加速，将对资金面造成扰动。由于当前流动性传导机制并不畅通，即使近期资金面宽松，股份行流动性偏紧的局面并未改善，如果债券发行或信贷投放提速，流动性分层的情况可能会再度加剧。

风险提示：货币政策调整超预期，专项债供给不及预期。



分析师 赵宏鹤

执业证书：S0100524030001

邮箱：zhaohonghe@mszq.com

分析师 吴彬

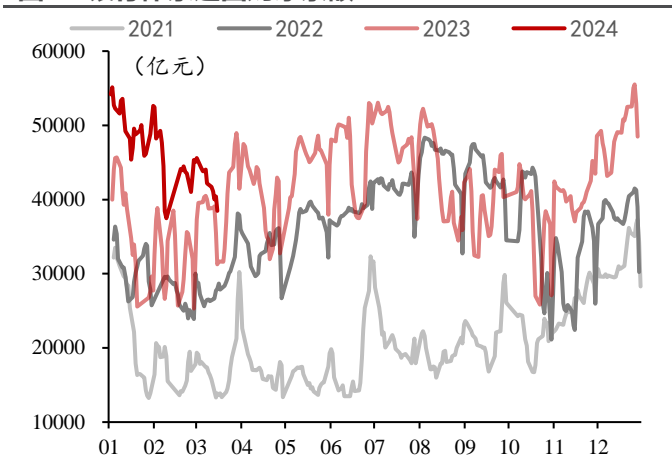
执业证书：S0100523120005

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

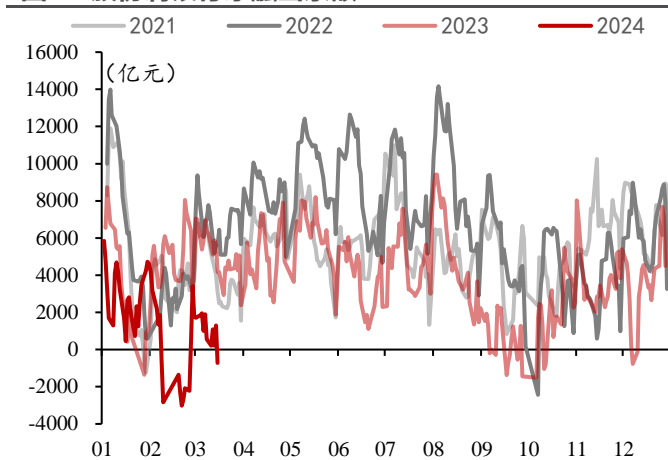
- 1.全球大类资产跟踪周报：铜价大涨的宏观信号-2024/03/16
- 2.2024年2月金融数据点评：信贷少增：是盘活存量还是需求不足？-2024/03/16
- 3.宏观专题研究：追踪美国大选：“齿轮”已经开始转动-2024/03/09
- 4.全球大类资产跟踪周报：黄金价格创历史新高-2024/03/09
- 5.宏观事件点评：出口超预期与宏观政策节奏-2024/03/08

图1：银行体系逆回购净余额



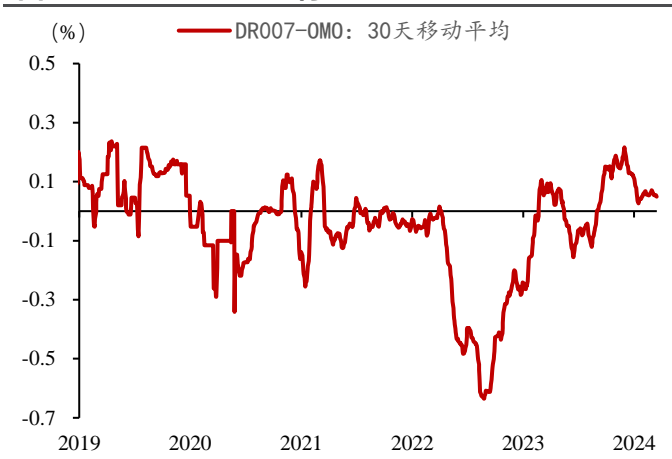
资料来源：CFETS，民生证券研究院

图2：股份制银行净融出余额



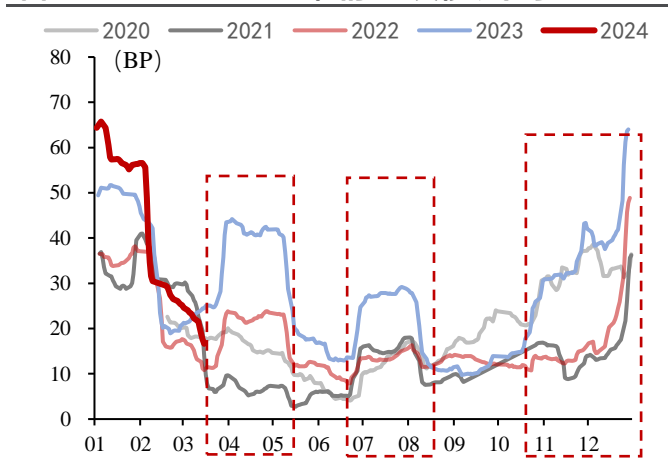
资料来源：CFETS，民生证券研究院

图3：DR007与OMO利差



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：DR007-DR001差值的30天移动平均



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师承诺

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026