

如何理解央行降准叠加超额续作 MLF?

--金融高频数据周报（2023 年 9 月 11 日-9 月 15 日）

核心观点:

本周热点与思考: 9 月央行同时使用降准和 MLF 大量超额续作, 这是央行自 2022 年 12 月起第三次做类似的操作。MLF 和降准均是央行投放长期流动性的工具, 市场一般认为两者同时使用的概率不高。央行连续三次的相同操作打破了市场的惯性思维, 我们认为这背后的核心逻辑是央行自 2022 年开始降准幅度减少为 25BP, 央行更倾向于降准叠加 MLF 大量超额续作配合使用, 保持宽货币, 提升货币政策传导效用, 更好的实现宽信用, 配合财政政策、逆周期发力支持实体经济增长的需要。

分析 1: 经济下行压力较大时央行会启用 MLF 连续超量续作投放流动性, 但是与降准在同一个月共同配合使用是从 2022 年 12 月开始的。观测历史数据, 2011 年 12 月至今, 是存款准备金率调降的阶段, 共发生 23 次降准。MLF 连续超量续作则一般发生在经济下行压力较大的时期, 比较典型的是两个时期是 2019 年 10 月至 2020 年 3 月 (连续 6 个月超量续作, MLF 余额累计上升 1.12 万亿), 以及 2022 年 12 月至今 (连续 10 个月超量续作, MLF 余额累计上升 9860 亿)。但是在 2019 年 10 月至 2020 年 3 月的时段, 仅有一次同时使用且为疫情的特殊时期 (2020 年 3 月), 而从 2022 年 12 月至今的时段, 3 次降准均有配合 MLF 大量超额续作, 超额金额分别为 1500 亿元、2810 亿元、1910 亿元。

分析 2: 2022 年 12 月开始两个工具同时使用的原因可能是降准幅度减少、使用 MLF 大量超额续作配合释放流动性, 以防止降准的政策效果被稀释。央行在 2022 年之前每次降准的幅度一般在 50BP, 其中三次是 100BP。而从 2022 年开始央行每次的降准幅度均为 25BP, 降准幅度减少。

分析 3: 均发生在流动性紧张, 需要为商业银行提供流动性, 以便维持宽信用, 协同财政政策、逆周期发力支持实体经济的关键时期。

本周 (20230911-0915) 观察: 央行超量续作 MLF, 叠加同一天实施降准, 两者合计释放约 8000 亿中长期流动性, 但在政府债券净融资额约 4000 亿、缴准日、缴税期三个因素产生的资金压力下, 流动性的紧张在降准后小幅缓解但仍然偏紧。美元指数受欧央行暗示后续不再加息继续走强, 但人民币由于央行汇率工具托底和经济向上预期升值, 重新回到 7.2-7.3 的区间。银行间质押式回购日均成交量保持在 7 万亿, 环比上周下降约 2500 亿。国债收益率, 长短期走势分化, 利差持续收窄。1 年期 FR007 本周下行, 同业存单发行利率持续快速上升。

下周 (20230918-0924) 展望: 政府债券净融资额合计 5011 亿元带来较大流动性压力。

下周政府债券净融资额环比本周增加约 1000 亿, 连续两周的大额净融资将给银行流动性带来较大压力。8 月央行在联合会议中强调 “主要金融机构要主动担当作为, 加大贷款投放力度, 国有大行要继续发挥支柱作用”, 预计政策将引导商业银行继续加大信贷投放。8 月经济数据显示经济内生修复, 环比改善, 信贷增速预计将在 9 月环比上升。在以上三个因素的共同作用下, 预计资金利率短期将维持在政策利率之上运行, 流动性依旧偏紧。央行货币政策强调维护流动性合理充裕, 预计将在公开市场加大投放呵护流动性, 四季度有再次降息降准可能。

分析师

章俊

☎: 010-8092 8096

✉: zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130523070003

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130515030003

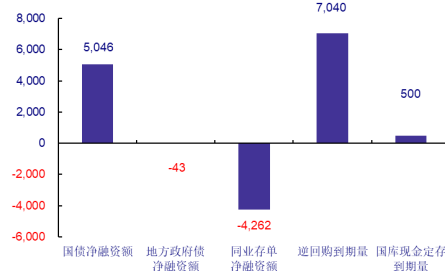
詹璐

☎: (86755) 8345 3719

✉: zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522110001

下周政府债券净融资额合计 5011 亿元, 逆回购到期量 7040 亿元 (亿元)
(20230918-20230924)



风险提示

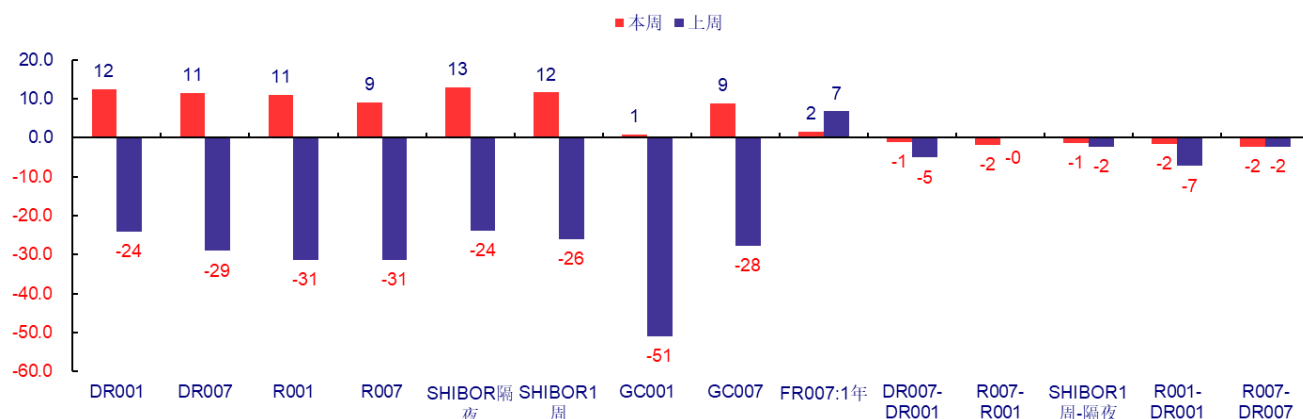
1. 政策理解不到位的风险
2. 央行货币政策超预期的风险
3. 地方政府债务的风险
4. 经济超预期下行的风险
5. 美联储紧缩周期超预期加长

资金日历

9月						
周日	周一	周二	周三	周四	周五	周六
					1 国债：到期1053亿，发行950亿 地方债：到期295亿 政府债券缴款1128亿 逆回购：到期2210亿，投放1010亿，净回笼1200亿	2 地方债：到期79亿
3 地方债：到期656亿	4 国债：到期808亿 政府债券缴款953亿 逆回购：到期3320亿，投放120亿，净回笼3200亿 同业存单：到期280亿，发行105亿	5 缴准日 地方债：发行24亿 政府债券缴款3亿 逆回购：到期3850亿，投放140亿，净回笼3710亿 同业存单：到期296亿，发行2.5亿	6 国债：发行1550亿 地方债：到期44亿 政府债券缴款31亿 逆回购：到期3820亿，投放260亿，净回笼3560亿 同业存单：到期1266亿	7 国债：到期606亿 地方债：到期53亿，发行1030亿 政府债券缴款1550亿 逆回购：到期2090亿，投放3300亿，净投放1210亿 同业存单：到期1695亿	8 国债：发行830亿 地方债：到期16亿，发行460亿 政府债券缴款1030亿 同业存单：到期2005亿 逆回购：到期1010亿，投放3630亿，净投放2620亿	9 地方债：到期60亿 同业存单：到期301亿 CPI数据公布：0.1% PPI数据公布：-3%
10 国债：到期480亿 同业存单：到期135亿	11 国债：到期502亿 地方债：到期47亿，发行202亿 政府债券缴款1290亿 逆回购：到期120亿，投放2150亿，净投放2030亿 同业存单：到期142亿，发行778亿	12 地方债：到期183亿，发行1207亿 政府债券缴款199亿 逆回购：到期140亿，投放2090亿，净投放1950亿 同业存单：到期398亿	13 地方债：到期202亿，发行74亿 政府债券缴款1207亿 逆回购：到期260亿，投放650亿，净投放390亿 同业存单：到期949亿	14 国债：发行1900亿 地方债：到期69亿，发行634亿 政府债券缴款79亿 逆回购：到期3300亿，投放1100亿，净回笼2200亿 同业存单：到期751亿 欧洲央行利率决议	15 缴准日、缴税截止日、银行走款日 国债：发行630亿 地方债：发行351亿 政府债券缴款2526亿 逆回购：到期3630亿，投放1390亿，净回笼2240亿 MLF：到期4000亿，投放5910亿 同业存单：到期1189亿 规模以上工业数据公布 固定资产投资数据公布 社零消费数据公布	16 地方债：到期18亿 同业存单：到期485亿
17 地方债：到期745亿 同业存单：到期98亿	18 银行走款日 国债：到期504亿 地方债：到期276亿，发行347亿 政府债券缴款963亿 逆回购：到期2150亿 同业存单：发行1184亿，到期50亿	19 银行走款日 地方债：到期588亿，发行106亿 政府债券缴款347亿 同业存单：到期1016亿 逆回购：到期2090亿	20 LPR报价日 国债：发行2300亿 地方债：到期114亿，发行109亿 政府债券缴款116亿 逆回购：到期650亿 同业存单：到期1062亿 美联储利率决议	21 地方债：到期747亿，发行695亿 政府债券缴款2427亿 同业存单：到期1741亿 逆回购：到期1100亿	22 国债：发行3250亿 地方债：发行434亿 政府债券缴款：695亿 同业存单：到期1386亿	23 同业存单：到期108亿
24 同业存单：到期84亿	25 缴准日 地方债：到期915亿 政府债券缴款：3684亿 同业存单：到期1471亿	26 财政集中支出 地方债：到期46亿 同业存单：到期1038亿	27 财政集中支出 地方债：到期51亿	28 财政集中支出 地方债：到期943亿 同业存单：到期1672亿	29 中秋节 地方债：到期79亿	30 PMI数据公布

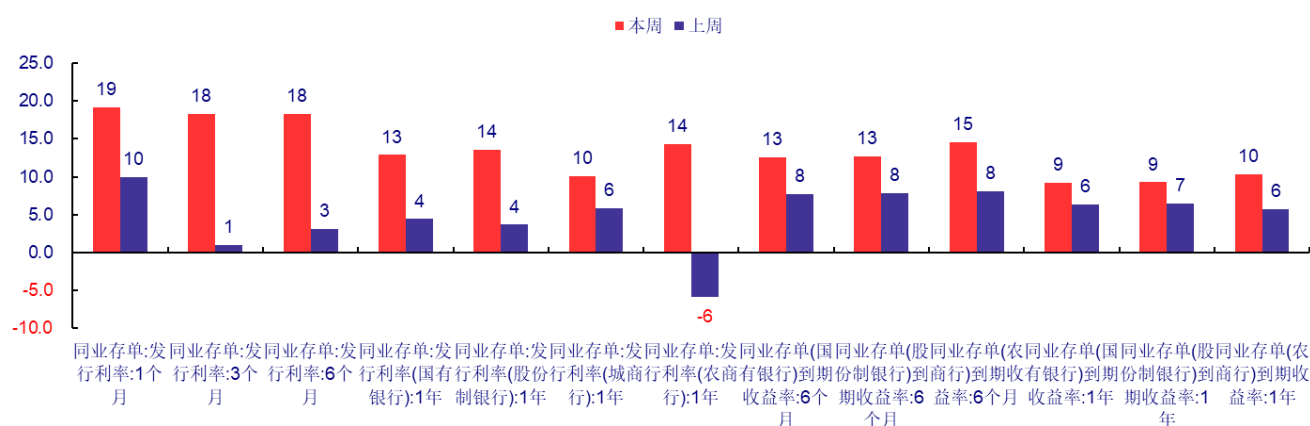
资料来源：Wind, Qeubee, 中国银河证券研究院

图1: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)



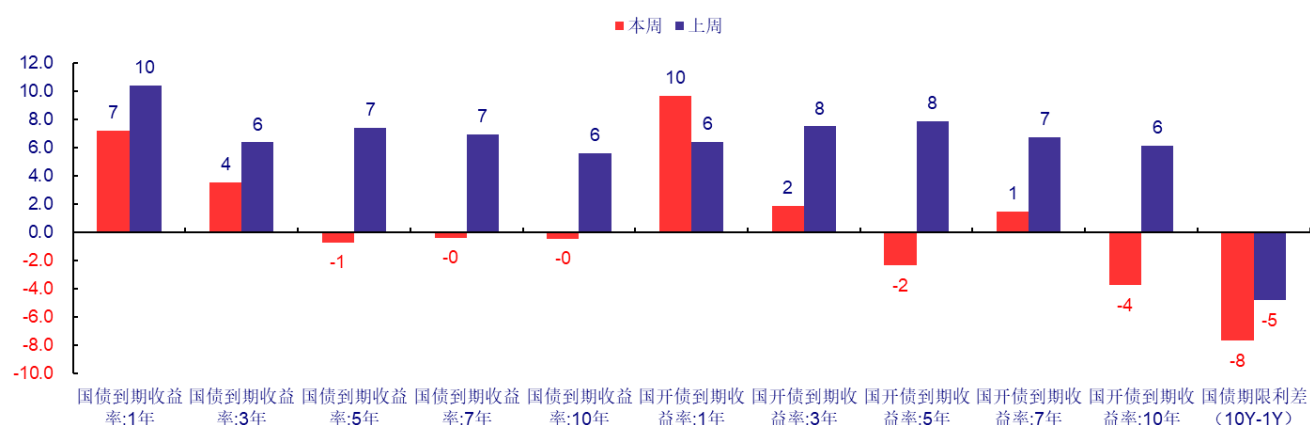
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图2: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



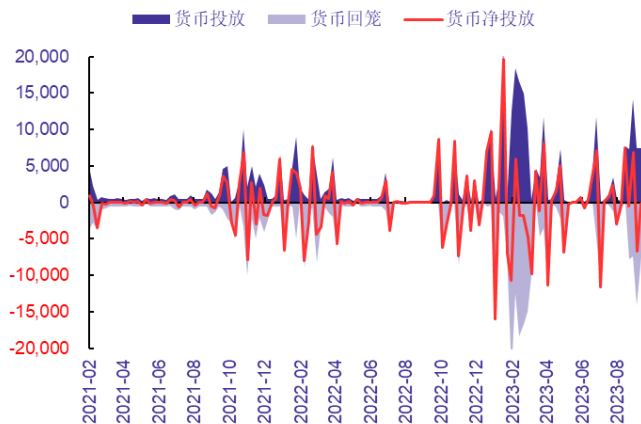
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图3: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)



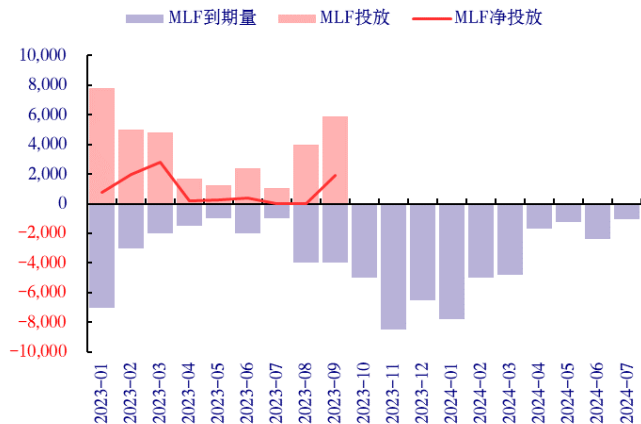
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图4：央行公开市场逆回购操作小幅净回笼 70 亿元（亿元）



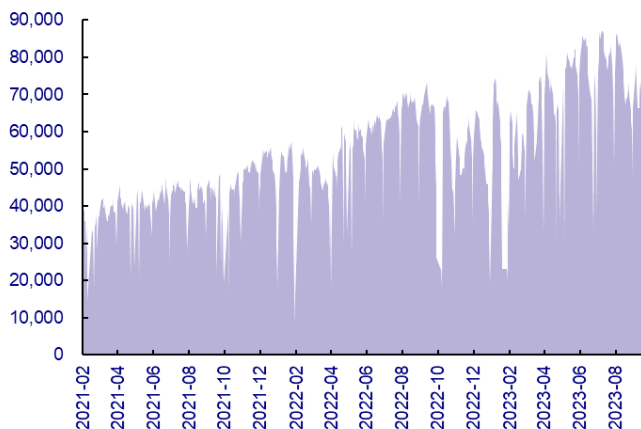
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图5：9 月 MLF 平价超量续作 1910 亿元（亿元）



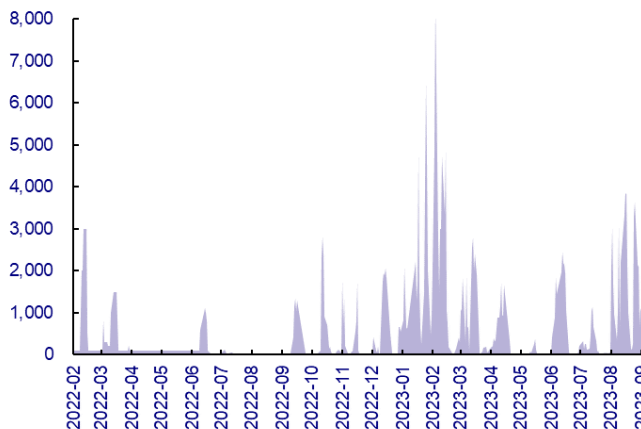
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图6：银行间质押式回购日均成交量维持在 7 万亿（亿元）



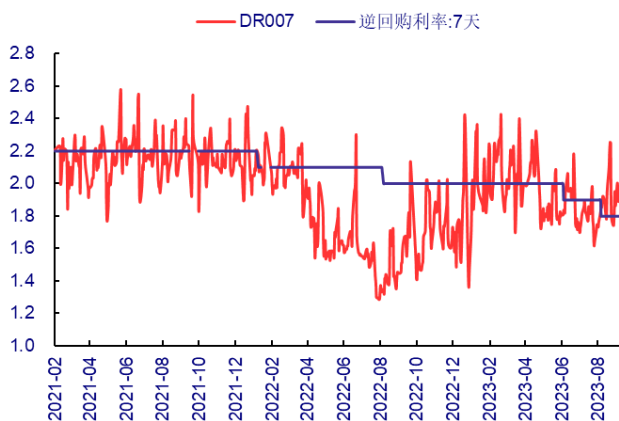
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图7：7 天逆回购规模本周合计 7040 亿（亿元）



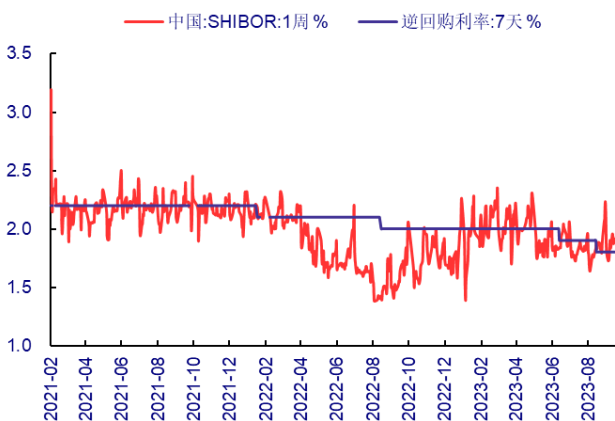
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图8：DR007 在政策利率之上运行（%）



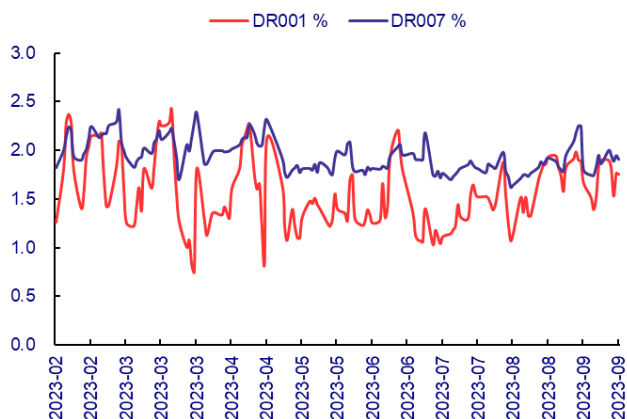
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图9：SHIBOR007 在政策利率之上运行



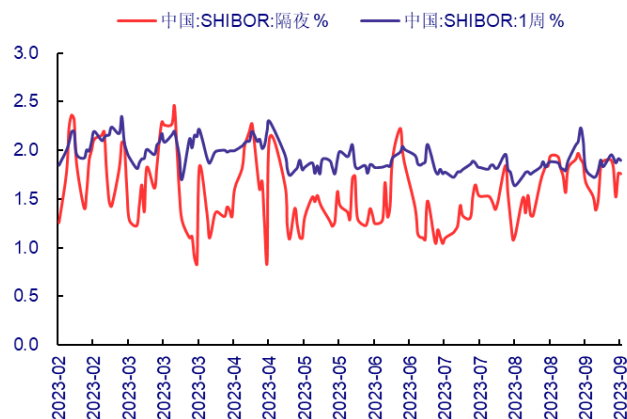
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图10: DR007 与 DR001 利差均值环比基本持平



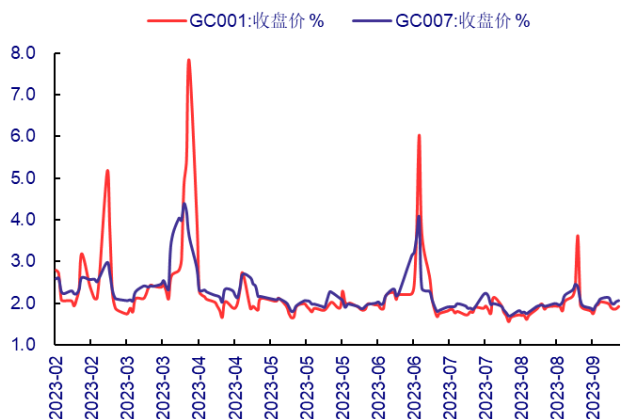
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图11: SHIBOR007 与隔夜利差均值环比基本持平



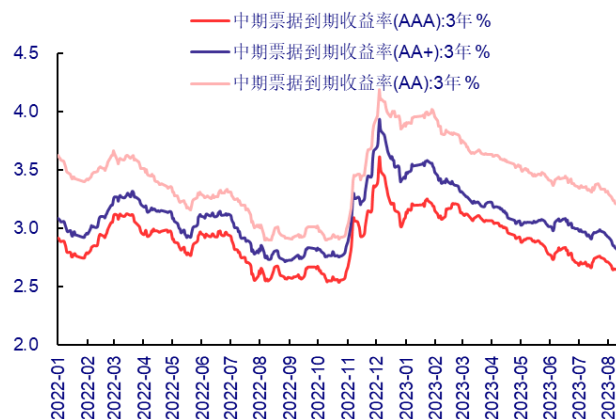
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图12: 上证所国债回购利率小幅下行



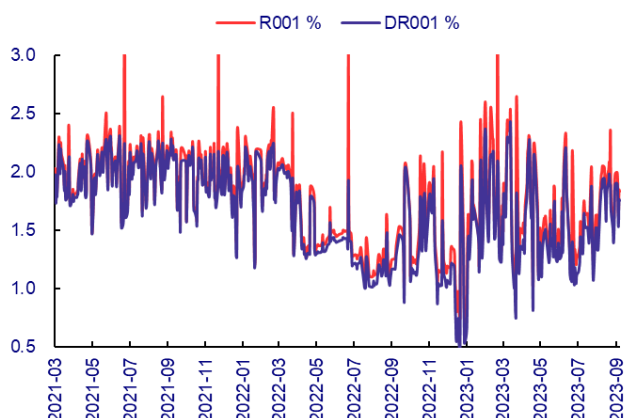
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图13: 信用利差连续两个月收窄



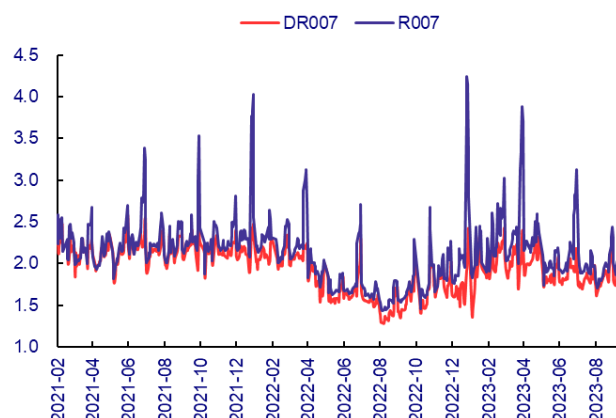
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: R001 和 DR001 利差环比基本持平



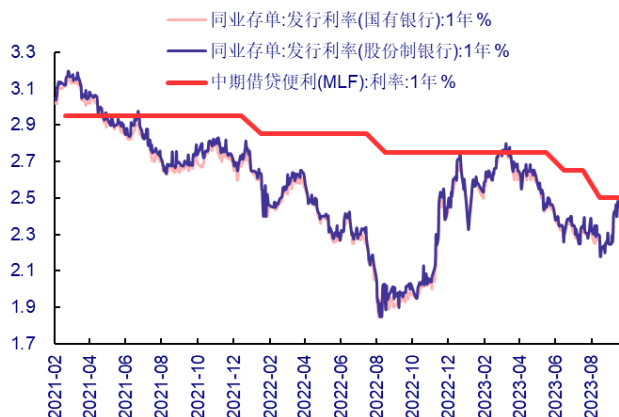
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图15: R007 和 DR007 利差收窄至 12BP (%)



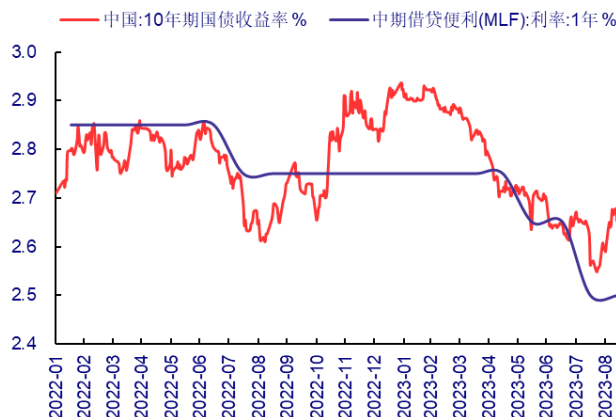
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图16：同业存单发行利率继续上行



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图17：10年期国债收益率小幅下行



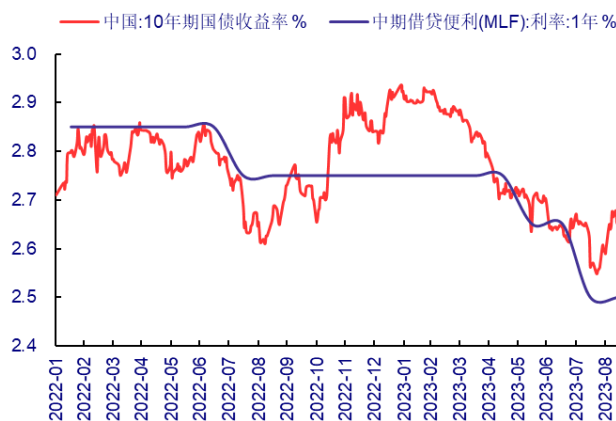
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图18：国债收益率利差处于历史较低水平（%）



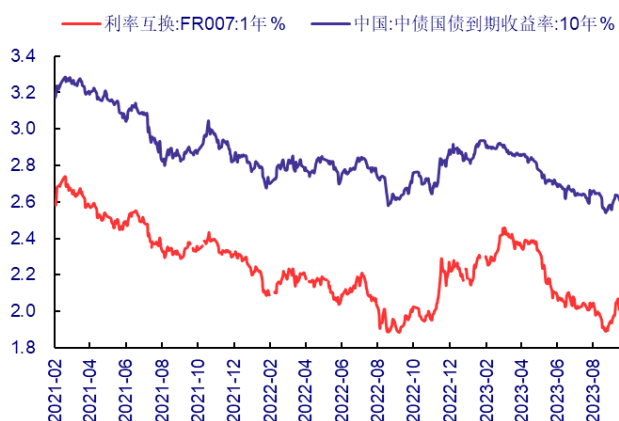
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图19：10年期国债收益率小幅下行



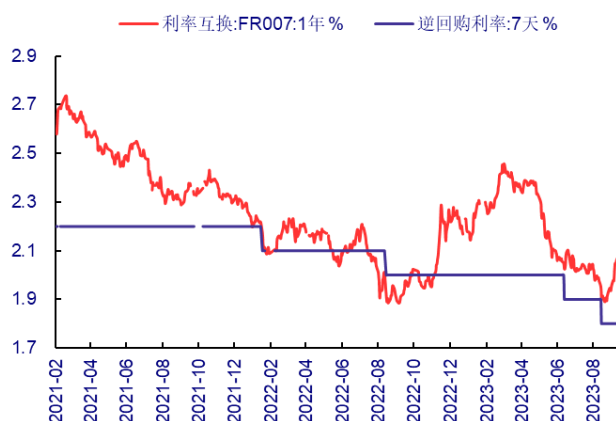
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图20：1年期FR007利率与10年国债收益率利差扩张至63BP



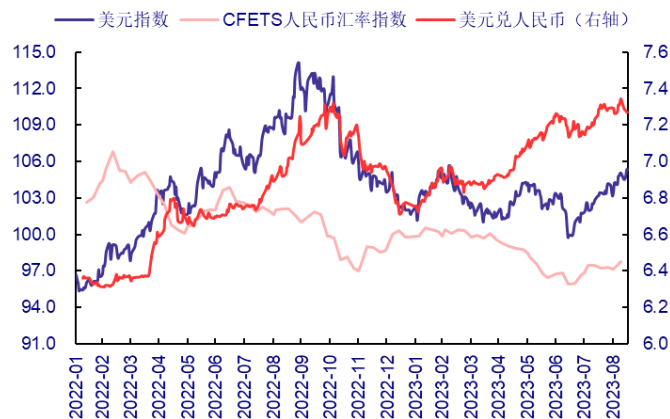
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图21：一年期FR007下行至2.01%



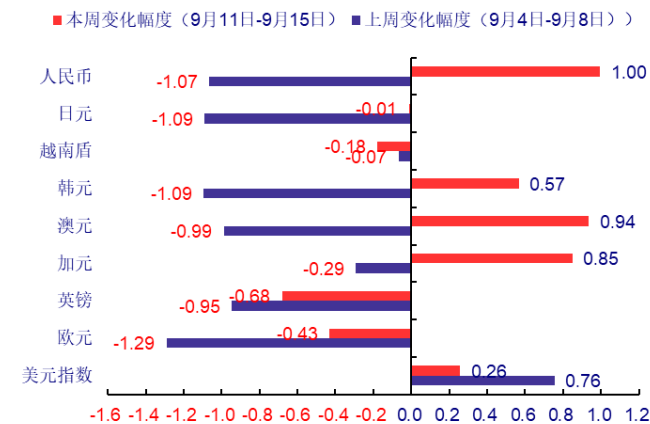
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图22: 美元走强, 人民币汇率升值回到 7.3 之下



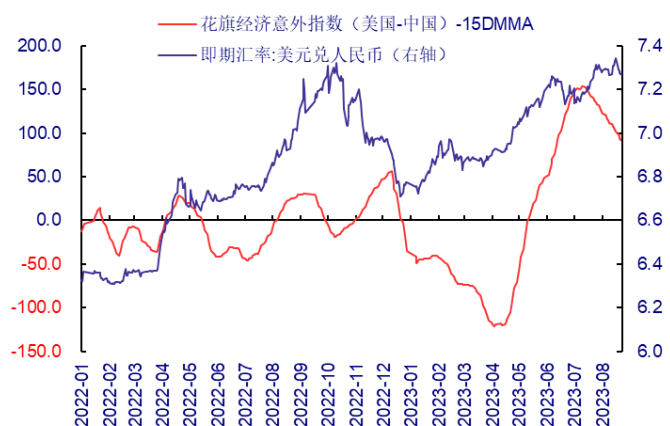
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图23: 欧洲货币贬值, 人民币升值 1% (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图24: 花旗经济意外指数差值继续收窄



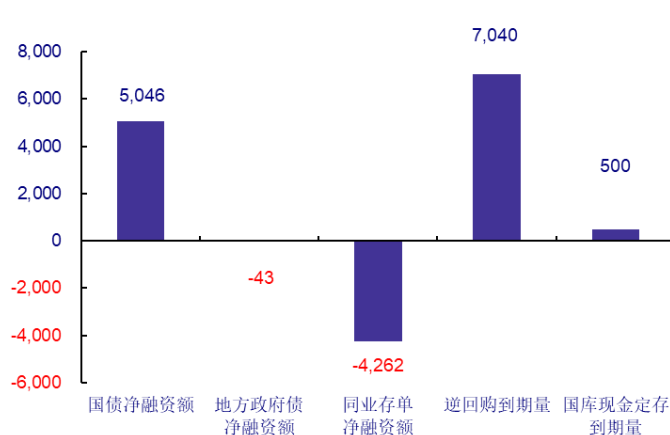
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图25: 本周五人民币汇率收盘价偏离中间价 1.26%, 较上周收窄



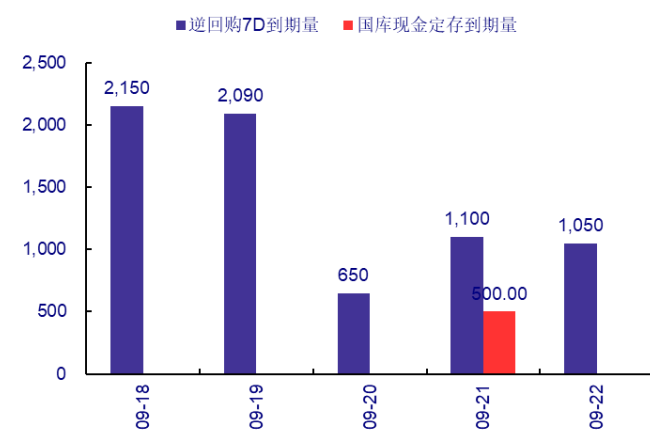
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图26: 下周(9月19日-24日)政府债券净融资额合计 5011 亿元(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图27: 下周(9月19日-24日)逆回购到期量 7040 亿元(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 货币市场利率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 2: 同业存单发行利率和到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 3: 中债国债到期收益率和国开债到期收益率周度平均值环比变化 (BP)	3
图 4: 央行公开市场逆回购操作小幅净回笼 70 亿元 (亿元)	4
图 5: 9 月 MLF 平价超量续作 1910 亿元 (亿元)	4
图 6: 银行间质押式回购日均成交量维持在 7 万亿 (亿元)	4
图 7: 7 天逆回购规模本周合计 7040 亿 (亿元)	4
图 8: DR007 在政策利率之上运行 (%)	4
图 9: SHIBOR007 在政策利率之上运行	4
图 10: DR007 与 DR001 利差均值环比基本持平	5
图 11: SHIBOR007 与隔夜利差均值环比基本持平	5
图 12: 上证所国债回购利率小幅下行	5
图 13: 信用利差连续两个月收窄	5
图 14: R001 和 DR001 利差环比基本持平	5
图 15: R007 和 DR007 利差收窄至 12BP (%)	5
图 16: 同业存单发行利率继续上行	6
图 17: 10 年期国债收益率小幅下行	6
图 18: 国债收益率利差处于历史较低水平 (%)	6
图 19: 10 年期国债收益率小幅下行	6
图 20: 1 年期 FR007 利率与 10 年国债收益率利差扩张至 63BP	6
图 21: 一年期 FR007 下行至 2.01%	6
图 22: 美元走强, 人民币汇率升值回到 7.3 之下	7
图 23: 欧洲货币贬值, 人民币升值 1% (%)	7
图 24: 花旗经济意外指数差值继续收窄	7
图 25: 本周五人民币汇率收盘价偏离中间价 1.26%, 较上周收窄	7
图 26: 下周 (9 月 19 日-24 日) 政府债券净融资额合计 5011 亿元 (亿元)	7
图 27: 下周 (9 月 19 日-24 日) 逆回购到期量 7040 亿元 (亿元)	7

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

许冬石 宏观经济分析师。英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn