意料之外，情理之中—12 月 15 日 MLF 超量续作点评

2020 年 12 月 15 日

证券分析师 陶川
执业证号：S0600520050002
010-66573671
taochuan@dwzq.com.cn

事件

- 12 月 15 日，人民银行开展 9500 亿元中期借贷便利（MLF）操作和 100 亿元逆回购操作，其中包含了对 12 月 7 日和 16 日两次 MLF 到期的续作（合计 6000 亿元）；投放利率均保持不变。

观点

- **MLF 投放创历史，资金期限继续拉长。**12 月 15 日 9500 亿的 MLF 操作创下历史上最高投放量（图 1）。净投放方面，我们注意到 11 月 30 日的 MLF 投放有避免 12 月 7 日 MLF 到期造成流动性意外冲击的考虑，也将其归为 12 月的长端投放操作，经调整后 12 月 MLF 净投放量达到 5500 亿元，创年内新高（图 2）。不过结合央行短端逆回购操作自 10 月以来不断缩量，银行间市场流动性加权期限继续被拉长，货币政策边际趋紧、把好货币“总闸门“的基调并未改变。

- **更加注重防范信用债风险的冲击。**央行在第三季度货币政策执行报告中明确指出“稳妥推进各项风险化解任务，坚决不让局部风险发展成系统性风险、区域性风险演化为全国性风险”。11 月中旬以来央行 MLF 操作频率和规模上升，除了应对年末跨年跨节资金需求以及明年年初监管逐步收紧（比如 GIBs 评分落地）外，信用风险的上升也是重要原因。近期部分地方国企违约引发信用债市场遭遇寒冬，11 月新增社融中企业债券融资同比少增 2468 亿，AA 级信用利差继续走阔（图 4）。由于非银机构多使用信用债作为融资抵押品，货币市场流行分层加剧、R007 与 DR007 的利差居高不下（图 5）。

- **存单市场受益，但影响分化。**受货币政策边际收紧（预期）和银行长端资金供需矛盾影响，12 月之前 1 年期同业存单利率与 MLF 操作利率之间利差不断扩大。存单市场无疑是央行提高长端资金供给频率和规模的直接受益方，不过值得注意的是存单市场也存在分化：股份制银行存单发行利率下降明显，但城农商行则继续上行。原因或在于信用风险冲击下资金避险情绪浓厚，而城农商行更容易受到区域性风险的冲击。站在当前的时点，由于政策信号意义过强，央行进行降准操作的概率不大，MLF 等长端资金供给工具仍有空间：根据信用风险扩散的情况，央行仍有可能在每月 15 日之外进行额外的操作。

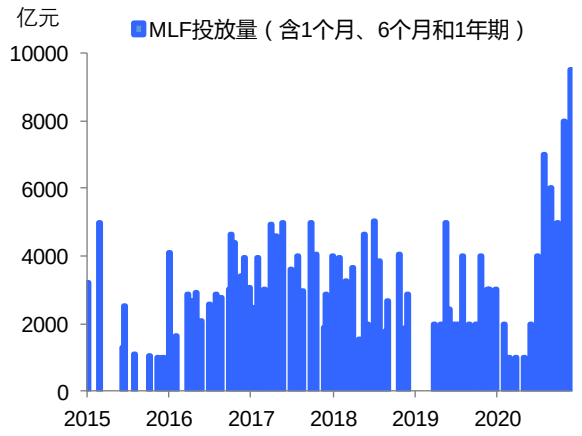
- **风险提示：**监管政策影响超预期，信用风险超预期发酵

相关研究

1、《宏观年度报告 20201210：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济》2020-12-11
2、《宏观点评 20201209：信用债遇冷，但社融见顶仍存疑》2020-12-10
3、《宏观点评 20201209：CPI 转负之后怎么看？》2020-12-09
4、《宏观点评 20201207：11 月出口为何如此强？》2020-12-07
5、《宏观专题报告 20201202：新框架看 2021 年中国消费》2020-12-02

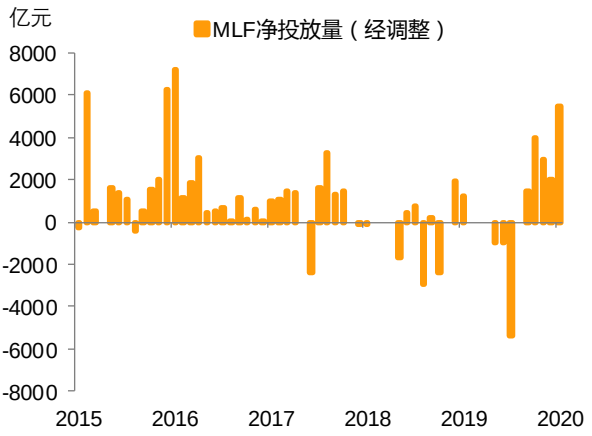
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：12 月 15 日投放创下史上之最



数据来源：Wind，东吴证券研究所

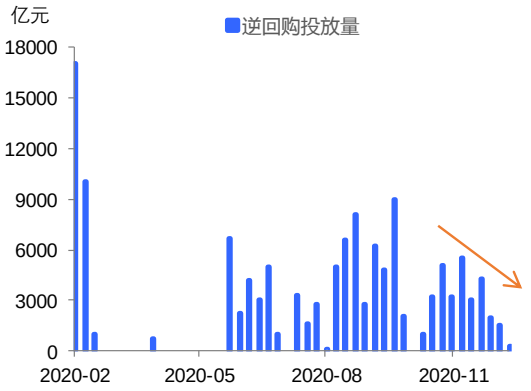
图 2：经调整后近期 MLF 净投放明显增加



注：11 月 30 日的 MLF 操作一方面是为了维护月末流动性稳定，另一方面也是为了避免 12 月 7 日 MLF 到期带来的意外收紧，因此上图中将此次操作计入 12 月。

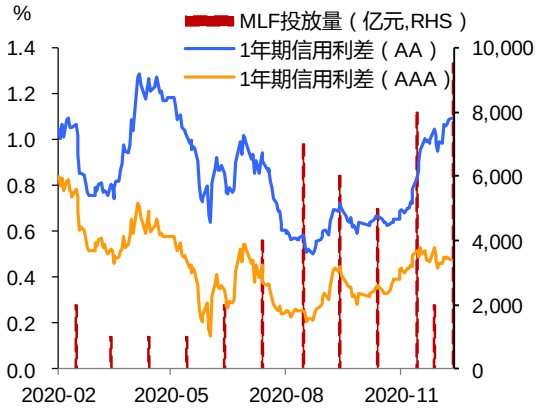
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：10 月以来央行逆回购操作缩量



数据来源：Wind，东吴研究所

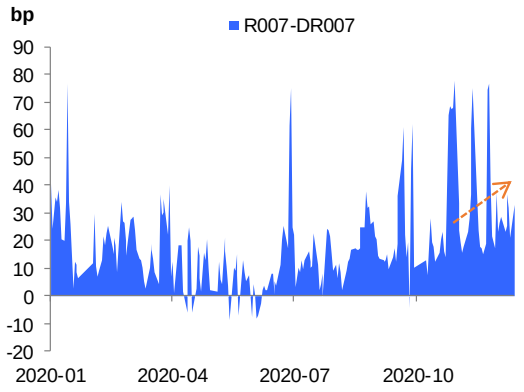
图 4：MLF 操作更加注重防范信用风险冲击



数据来源：Wind，东吴研究所

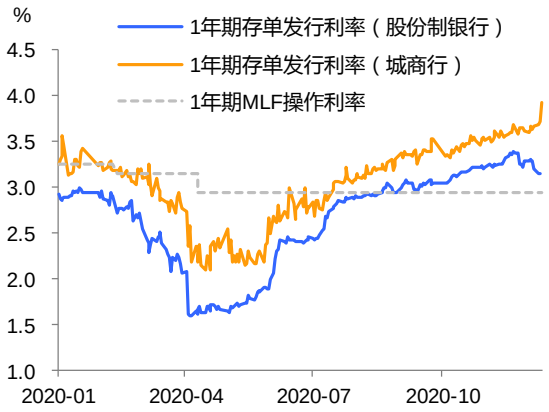
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 5：银行与非银流动性分层加剧



数据来源：Wind，东吴研究所

图 6：存单市场股份制和城商行出现分化



数据来源：Wind，东吴研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

