银行间中长期流动性吃紧　9月MLF延续增量续作

2020年9月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作6000亿元，中标利率为2.95%，与7月持平。具体解读如下：

一、9月MLF延续增量续作，主要源于近期银行中长期流动性吃紧，银行MLF需求显著上升。

在经济修复顺利推进背景下，近期市场利率经历了一个较快上升过程，目前已基本处于围绕政策利率上下波动状态。着眼于稳定市场预期，继续支持实经济修复，同时防范总量宽松可能导致资金更多流入房地产市场以及金融空转套利现象抬头，9月MLF招标利率保持不动并不出乎市场预料。与上月类似，市场对9月MLF操作的关注点在“量”：本月MLF增量续作6000亿，净增量为4000亿。MLF操作规模之所以连续两个月扩大，主要原因在于受结构性存款大幅压降影响，银行中长期流动性压力显著扩大。作为结构性存款的替代品种，近期银行同业存单发行“量价齐升”，其中9月14日6个月同业存单发行利率已升至 3.14%，自8月24日以来持续高于1年期MLF利率。这意味着商业银行向央行融资的需求大幅增加，从而带动本月MLF操作规模上升。

我们认为，9月MLF连续两个月增量续作有以下意义：首先，这可能意味着市场中长期流动性进一步收紧过程有望缓解。根据央行《第二季度货币政策执行报告》，引导市场利率围绕公开市场操作利率和中期借贷便利利率平稳运行是当前流动性管理的主要目标，其中，同业存单利率即是主要的市场利率之一。本次MLF增量续作，表明央行有意遏制存单利率持续上行的势头，控制其对MLF利率的偏离度。当然，具体效果仍需看后期银行压降结构性存款的节奏和力度，以及银行负债端的稳定性状况。

其次，本次MLF增量续作，可能也意味着短期内央行实施全面降准的可能性下降。全面降准是向各类商业银行补充中长期流动性的最直接手段。但在当前货币政策更加注重稳增长与防风险之间平衡，房地产调控整体趋紧的背景下，9月实施降准不利于稳定市场预期。另外，结构性存款压降并不代表银行整体资金来源出现大幅萎缩，而更多的是结构性存款资金在不同银行、不同金融机构之间的转移、腾挪，资金总量并没有发生大的变化 。因此，一旦这类资金逐步腾挪到

位，摩擦性供需错位现象就会有所缓解，同业存单利率也将随之稳定下来，甚至会有所下降。由此我们判断，在这一过程中，央行会优先选择通过 MLF 操作，阶段性地向银行体系注入中长期流动性，缓解银行中长期流动性紧张局面，而非实施降准，永久性地扩大银行总体的中长期流动性水平。

同时我们也判断，鉴于四季度银行压降结构性存款任务依然很重，加之银行对实体经济信贷支持力度不会减弱，政府债券净融资同比显著放大，降准窗口仍有可能在四季度打开。在政策利率方面，除非未来外部冲击对经济修复进程产生重大影响，年底前 MLF 招标利率将大概率保持不动。

二、9 月 MLF 操作利率不变，本月 LPR 报价也有可能随之保持不动，但企业一般贷款利率下行趋势不会改变。可以看到，8 月以来市场利率仍在小幅上行（DR007 月均值比上月上涨 9 个基点），近期同业存单利率持续上行也将在一定程度上抵消结构性存款利率、大额存单利率下行带来的影响，意味着这段时间银行边际资金成本存在一定上行压力，银行下调 9 月 LPR 报价的动力不足。另外，根据央行公告，存量浮动利率贷款定价基准转换原则上应于 2020 年 8 月 31 日前完成。这意味着未来银行净息差对 LPR 报价的敏感度进一步上升，报价行下调 LPR 报价趋于谨慎。

不过我们也认为，即使年底前 MLF 招标利率保持稳定，LPR 报价未见下行，在今年金融系统向实体经济让利 1.5 万亿，其中降低利率让利幅度要达到 9300 亿的目标下，银行对企业的一般贷款利率、特别是对小微企业的普惠贷款利率也将保持较快下行势头。数据显示，今年前 7 个月金融部门已为市场主体减负 8700 多亿元，其中降低利率减负 4700 亿元，基本符合序时进度。这意味着接下来包括企业贷款利率下行在内的金融让利强度不会削弱。这既是精准滴灌效果的具体体现，也能对推动实体经济复苏、稳定就业市场发挥关键作用。

东方金诚首席宏观分析师　王青　　高级分析师　冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。