

MLF 为何降价缩量？

事件点评

MLF 缩量降息操作点评（2024.9）

投资要点

◆ **MLF 利率降幅大于短期政策利率，一方面抢抓美联储降息人民币汇率阶段性走强的外部时间窗口，另一方面也进一步实现平滑利率曲线、减弱一年期利率凸点导致的利率传导效率损失的效果。**中国人民银行9月25日公告开展3000亿MLF操作，本次中标利率为2.00%，较8月下行0.3个百分点，符合昨日潘功胜行长在国新办发布会上所称“预计本次政策利率调整之后，将会带动中期借贷便利（MLF）利率下调大概在0.3个百分点”，预计后续LPR及存款利率也会如期迎来20-25BP的下行幅度。与七月类似，本次降息也是选择在美元指数受美联储降息带动下行的时点，力求对人民币造成最小的贬值压力，且同样延续了利率招标的方式，并再次选择了相较7天逆回购更大的降息幅度，意在进一步强化MLF作为数量工具而非政策利率的属性，并解决由短及长的政策利率曲线在MLF所附一年期政策利率偏高的这一异常拐点问题，有助于加快形成接近成熟市场的短端政策利率调整幅度较大、长端利率定价由长期增长趋势和通胀目标决定作为“曲线支点”的逆周期市场化预期稳定的利率传导机制（详细分析参见《利率传导市场化机制增加两块拼图——MLF降息、存款利率下调点评（7.25）》，2024.7.25）。

◆ **更值得关注的是本月再度进行了MLF缩量操作，央行通过买入国债置换MLF，构建现代化基础货币投放制度以及市场化利率传导机制的过程正在加速推进。**9月再度净回笼2910亿MLF，已经是连续第二个月进行缩量操作，8月、9月合计回笼3920亿，预计月底将再度通过国债净买入的方式等量置换MLF。MLF作为当前人民银行投放基础货币的重要工具之一，不仅如上文所述因其质押式贷款属性，本身所附的交易利率容易造成政策利率曲线由短至长传导过程中的渗透性扰动，还会因利率成本较高并且具有到期期限、有定向回笼风险等诸多掣肘而远不如央行直接在二级市场买入国债效率更高、成本更低，且不利于提升商业银行对基础货币投放的稳定预期。本次操作后MLF余额为68780亿元，我们预计将在未来两年间持续通过买入国债的方式进行置换；但在MLF余额被完全置换之前，预计降准仍然是央行最主要的流动性投放工具。昨日潘行称年内还有25-50BP的降准空间，我们预计将在12月降准25BP、年后降准50BP或12月一次性降准50BP两种方式中择一进行以满足春节后的流动性需求，维持2025年全年降准100BP的预测不变。

◆ **自央行7月初创设二级市场国债借入卖出操作工具的近两个多月时间来，包括MLF与7天逆回购非对称降息、买入国债置换MLF、创设临时正逆回购工具、强化7天逆回购的政策利率属性等一系列动作都在明确传递理顺货币市场传导关系、建立现代化中央银行制度和货币政策传导机制的明确意图。**对房地产市场的货币层面呵护已经体现在本次拉平首套和二套房首付比例最低下限以及大幅降低存量房贷利率之中；企业中长贷的降温主要源于与之密切相关的基建项目因在地方债务风险加速化解阶段对项目盈利能力的高要求而缺乏，长端利率的进一步放松能够起到的边际刺激效果有限，因此，预计本次1Y和5Y LPR也将采取短端降幅更大的非对称降息方式，也能够进一步修复更为陡峭化的市场化利率曲线形态，并进一步呵护商业银行净息差。人民币近日的大幅升值大概率主要来自美联储大幅降息的时间窗口，趋势性改善有待货币政策落地见效配合财政对内需起到的显著提振。

◆ **风险提示：**货币政策转向中性速度快于预期风险。

分析师

秦泰

SAC执业证书编号：S0910523080002

qintai@huajinsec.cn

报告联系人

周欣然

zhouxinran@huajinsec.cn

相关报告

所有选项都已摆上桌面——9.24货币政策

“大礼包”点评 2024.9.24

地方化债速度越快，中央扩张空间越大——

财政数据点评（2024.8） 2024.9.23

LPR为何不降？降准是否仍可期待？——华

金宏观·双循环周报（第75期） 2024.9.20

50BP首降之后，美元为何不降反升？——

美联储FOMC会议点评（2024.9）

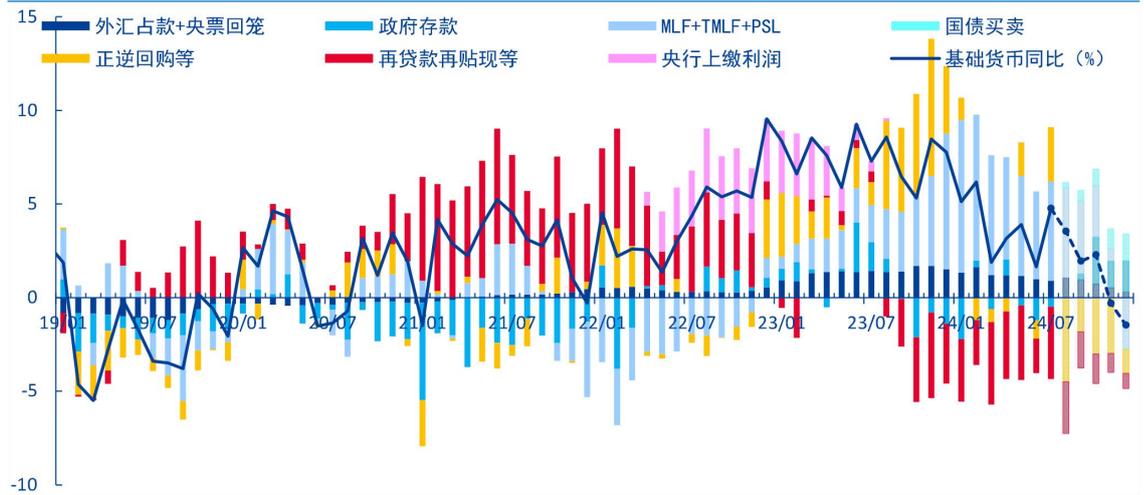
2024.9.19

去杠杆和结构升级：深水区的“阵痛”——

经济数据点评（2024.8） 2024.9.14

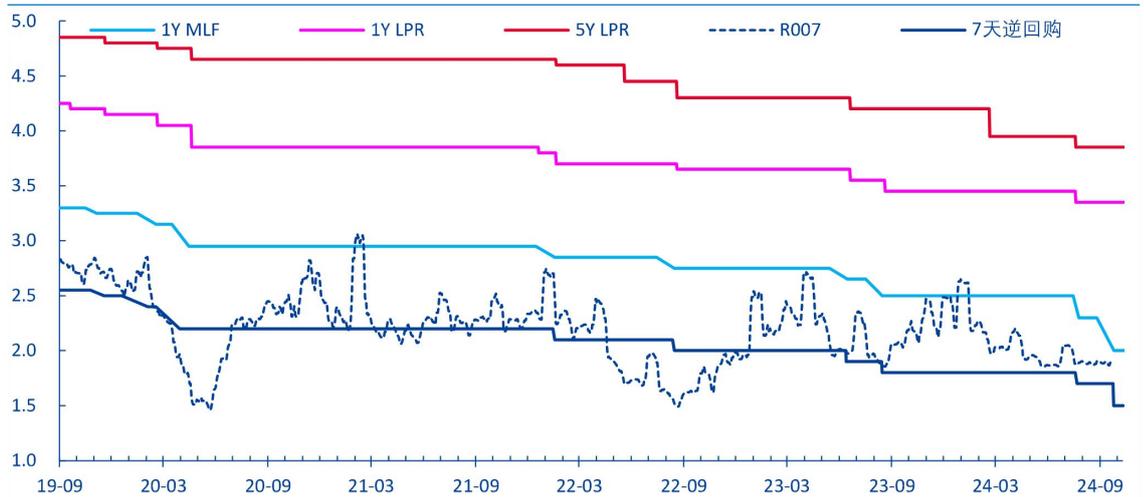


图 1：基础货币同比预测及贡献结构（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

图 2：7 天逆回购利率和政策利率（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所

分析师声明

秦泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn