

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年3月15日

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长  
王静文 中国宏观经济研究  
张丽云 货币政策与流动性研究  
应习文 国际宏观经济研究  
孙莹 财政政策研究  
李鑫 外汇商品研究  
杨美超 外资外贸研究  
韩思达 资产配置研究

## 【数据点评】

### 3月MLF延续“加量平价”续作， 短期降准降息迫切性不高

#### 【内容摘要】

3月15日，央行开展4810亿元MLF操作和1040亿元7天期公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中标利率分别为2.75%和2.0%，与此前持平。当日有40亿元逆回购和2000亿元MLF到期，MLF操作继续实现“加量平价”续作。

考虑到3月信贷需求仍较为旺盛、地方债发行规模大增，同时同业存单到期规模较高，资金面紧平衡料延续，银行中长期负债仍承压，MLF延续增量续作有助于维稳中长期流动性，减缓银行缺长钱的压力。同时，伴随税期到来，7天期回购利率上行至2.08%附近，7天期OMO单日净投放1000亿元，也有助于短期流动性的平衡。

后续，伴随信贷投放转入相对正常的节奏，同业存单到期量回落，资金面紧张程度将有所缓解，头部银行存贷款不匹配情况也将得到改善，叠加经济逐步企稳回升、央行更加强调稳健的政策基调，短期降准降息的概率下降，迫切性不高。但在结构性流动性短缺框架和稳增长背景下，后续通过降准适时投放中长期资金依然是可选项。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

### 3月MLF延续“加量平价”续作，短期降准降息迫切性不高

温彬 张丽云

#### 流动性数据

3月15日，为维护银行体系流动性合理充裕，央行开展4810亿元1年期中期借贷便利（MLF）操作和1040亿元7天期公开市场逆回购操作，充分满足了金融机构需求。中标利率分别为2.75%和2.0%，与此前持平。当日有40亿元逆回购和2000亿元MLF到期，单日净投放3810亿元，MLF操作继续实现“加量平价”续作。

央行已连续4个月实现MLF加量续作，去年12月、今年1月、2月分别超额1500亿元、790亿元、1990亿元，3月MLF加量进一步扩大至2810亿元。

考虑到3月信贷需求仍较为旺盛、地方债发行规模大增，同时同业存单到期规模较高，资金面紧平衡料延续，银行中长期负债仍承压，MLF延续增量续作有助于维稳中长期流动性，减缓银行缺长钱的压力。同时，伴随税期到来，7天期回购利率上行至2.08%附近，7天期OMO单日净投放1000亿元，也有助于短期流动性的平衡。

后续，伴随信贷投放转入相对正常的节奏，同业存单到期量回落，资金面紧张程度将有所缓解，头部银行存贷款不匹配情况也将得到改善，叠加经济逐步企稳回升、央行更加强调稳健的政策基调，短期降准降息的概率下降，迫切性不高。但在结构性流

动性短缺框架和稳增长背景下，后续通过降准适时投放中长期资金依然是可选项。

## **一、3月资金面紧平衡延续，银行中长期负债仍承压，MLF 延续增量续作符合预期**

### **（一）3月信贷需求预计仍较为旺盛，银行负债端延续承压**

开年以来信贷投放节奏明显加快，1-2月新增信贷合计6.71万亿元，同比多增达到1.5万亿元，创历史上1-2月同比多增规模新高，实现旺盛的“开门红”。过快的信贷投放，使得之前淤积在银行体系的流动性加速向实体传导，超储率快速下降，资金面加快收敛，市场利率快速上行、波动加大。

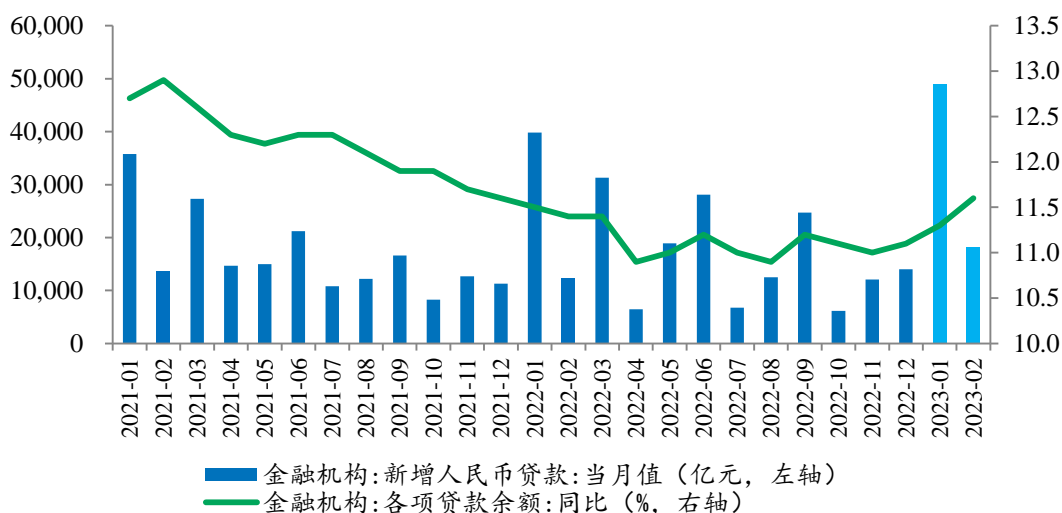
尤其是在大行充分发挥“头雁”作用，积极引导信贷投放，且中长期贷款在新增信贷中占比较高的情况下（1-2月中长期贷款占比73%），头部银行资产负债的匹配压力显著上升，NSFR等流动性监管指标可能承压，资金融出业务转向防御模式，对中长期同业存单等主动负债的发行需求显著加大。

3月为季末信贷大月，预计信贷需求仍比较旺盛。伴随复工复产和生产经营活动加快，制造业PMI连续两月回升，带动企业融资需求改善；同时，财政支出前置和项目加快落地，政策性开发性金融工具撬动的基建配套贷款，以及政策支持下的制造业贷款、房地产行业融资，仍是当前新增信贷的重要推动。

3月以来各期限票据转贴利率维持高位，也反映信贷需求较强，银行负债端压力仍大，需要中长期流动性的支持。因此，为

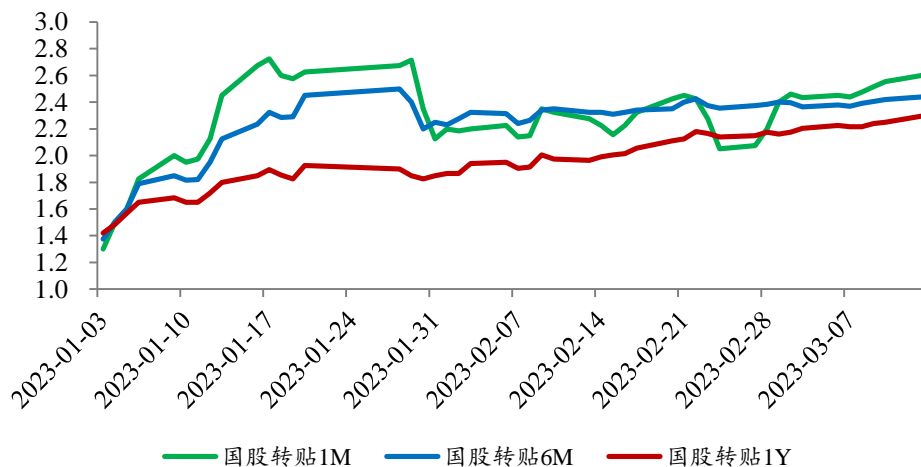
维护流动性合理充裕，缓解银行负债端压力，MLF 继续增量续作符合市场需求。

图 1：2023 年前两个月实现旺盛的“开门红”



资料来源：央行、Wind

图 2：2023 年 3 月票据贴现利率仍延续高位运行（亿元）



资料来源：Wind

## （二）3 月地方债发行规模较大，继续对流动性形成消耗

为发挥投资对经济的托底作用，助力形成更多实物工作量，今年地方债发行继续前置。31 省市自治区公布的 2023 年地方债提前批额度合计 2.62 万亿元，较 2022 年同比增长 45.3%；其中专项债提前批额度合计 2.19 万亿元，同比增长 49.8%，一季度将

形成发行高峰。

根据已经披露的各省份债券发行计划，预计 3 月地方政府一般债和专项债共发行约 9000 亿元，较 2 月增加约 3200 亿元，净融资约 5900 亿元。

地方债发行规模较大，将继续对流动性形成挤压，需要 MLF 增量续作来呵护流动性相对平稳，缓解资金面压力。

表 1：2023 年 3 月已披露的各省份债券发行计划（亿元）

	新增一般债	新增专项债	再融资一般债	再融资专项债	合计
北京		215.52			215.52
上海	137	342			479
福建					0
广东					0
贵州		115			115
海南		50			50
河北		160		9.01	169.01
湖南		200			200
吉林	40	40			80
江苏		796.94			796.94
江西		182.3	122.57	45.02	349.89
山东（不含青岛）		300	204	40	544
青岛		147.4	17.18	6.65	171.23
山西	60		49.28		109.28
陕西		112.1	100	200	412.1
四川		688			688
云南		472	153	155	780
浙江	198	400			598
重庆		95	51	65	211
甘肃		300			300

资料来源：中国债券信息网

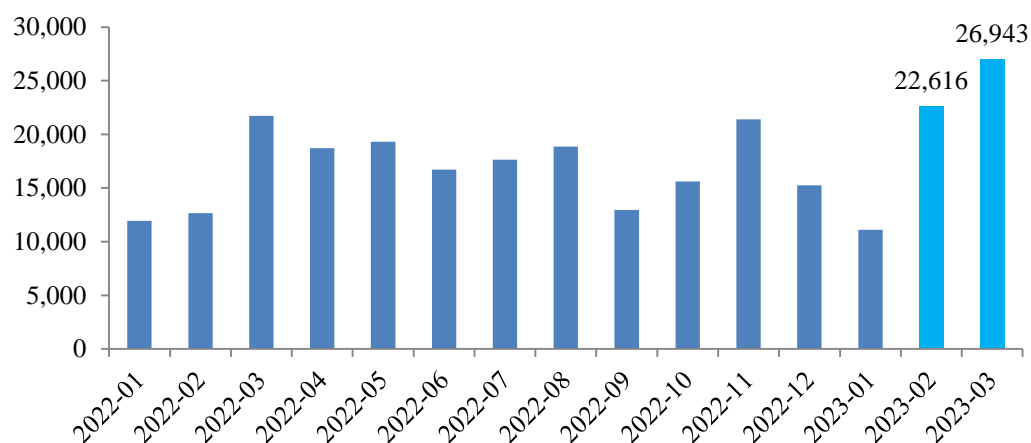
### （三）3 月 NCD 到期压力进一步上升，供需矛盾下对 MLF 需求增加

2 月同业存单到期 2.26 万亿元，存单发行规模大幅增加，股份行增加最为明显，主要发行 9M 和 1Y，规模高出季节性，可

见银行想要获取相对更长期限资金弥补资金缺口。

3月NCD到期压力进一步上升，到期规模达到2.7万亿元，规模创历史新高。1-2月累计到期近5万亿元，其中1Y品种到期2.25万亿元，占比较高。

图3：2023年2-3月同业存单到期规模较大（亿元）



资料来源：Wind

但在当前形势下，银行自营、现金管理类理财、货币基金等同业存单的主力配置机构，均面临对应的监管政策约束，导致NCD配置性需求出现结构性萎缩，供需矛盾增加下市场承接续发能力减弱。一是资管新规、现金管理类理财产品管理规定、公募基金流动性风险管理规定、重要货币基金监管规定等一系列约束下，货币基金和现金管理类银行理财配置较多的长期限NCD可能触及监管约束；且前期市场动荡引发赎回压力，理财规模收缩和机构行为更偏谨慎，均削弱较长期限NCD的配置需求，部分需求可能转向存款。二是近期出台的《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》，上调了3个月以上商业银行普通债权的风险权重系数，权重调整将明显提升银行持有NCD所对应的风险资

本占用，拉低资本充足率，这对市场交易情绪构成影响，特别是长期限 NCD 交易需求下降。

为此，在同业存单到期规模较大，但市场承接续发能力减弱情况下，需要 MLF 增量续作来缓解当前银行中长端负债压力。

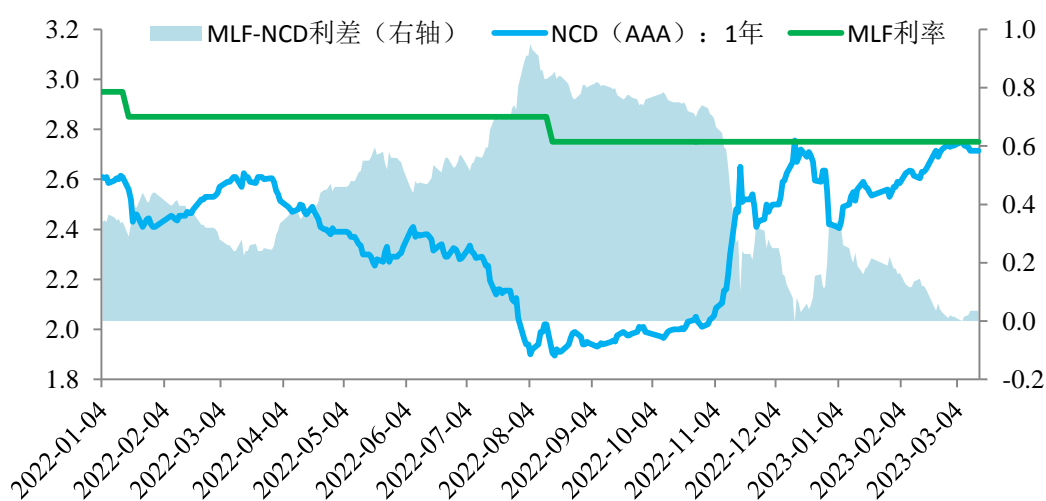
#### （四）NCD 与 MLF 的利差不断缩窄，MLF 仍有续作需求

今年 2 月以来，在资金面以及同业存单的供需影响下，同业存单利率持续上行，1Y 同业存单（AAA 级）到期收益率最高升至 2.75%，大型国股银行 1Y 同业存单发行利率最高达到 2.80%，NCD 发行和收益率曲线维持陡峭化高位运行，与 MLF 的利差不断缩窄。

去年 8 月，1 年期 MLF-NCD 利差曾高达 90bp 以上，当前二者利差已经降至历史低位，甚至一度出现倒挂。

二者利差的收窄，也使得银行机构对于 MLF 的需求增加，3 月央行继续加量续作 MLF 仍是市场供需平衡的结果。

图 4：1 年期同业存单与 MLF 的利差在不断缩窄（%）



资料来源：Wind

## 二、短期降准降息迫切性不高，但年内降准可能性仍在

前期市场对降准降息的预期较高，但伴随经济逐步企稳回升、信贷和社融数据延续放量，以及后续资金面和银行负债端压力有所缓解，叠加央行在两会期间的诸多表态，短期降准降息的概率下降，迫切性不高。但在结构性流动性短缺框架和稳增长背景下，后续通过降准适时投放中长期资金依然是可选项。

### （一）经济运行逐步企稳回升，短期政策继续宽松空间有限

随着疫情防控较快平稳转段，经济循环加快畅通，市场预期加快好转，经济运行呈现企稳回升态势。

统计局最新发布的数据显示，我国生产需求明显改善，工业生产恢复加快，企业预期好转。1-2月，全国规模以上工业增加值同比增长2.4%，比2022年12月加快1.1个百分点。2月制造业PMI为52.6%，比上月上升2.5个百分点；企业生产经营活动预期指数为57.5%，上升1.9个百分点。服务业明显回升，接触型聚集型服务业改善。1-2月，全国服务业生产指数同比增长5.5%，2022年12月为下降0.8%；两年平均增长4.8%。固定资产投资稳定增长，高技术产业投资增长较快。1-2月，全国固定资产投资（不含农户）53577亿元，同比增长5.5%，比2022年全年加快0.4个百分点；两年平均增长8.8%。

此外，开年以来信贷和社融超预期放量，人民币贷款连续两个月较去年同期大幅多增，M2增速连续两个月超过12.5%，贷款利率延续下行，表明整体流动性充裕，融资需求有效激发，宽



信用进程加快。

在此背景下，短期政策继续宽松的必要性和迫切性不高，各项政策效果发挥和经济修复可持续性仍待观察。

## （二）信贷投放节奏或回归常态，同业存单到期量回落，减缓银行资负错配压力

年初以来过快的信贷增长，造成头部银行负债端承压，银行间市场流动性加快收紧，且在低利率和规模竞争性增长下，银行净息差和营收端压力也在加大，并可能存在一定的资金空转套利行为。

为此，《2022年第四季度中国货币政策执行报告》指出“保持货币信贷合理平稳增长，增强信贷总量增长的稳定性和持续性”，近期央行也表态“不盲目追求信贷高增长”，银保监会近期展开对不法贷款中介的专项治理行动，要求各银行业金融机构要不断提升贷款质效，避免“唯指标论”和粗放式发展。

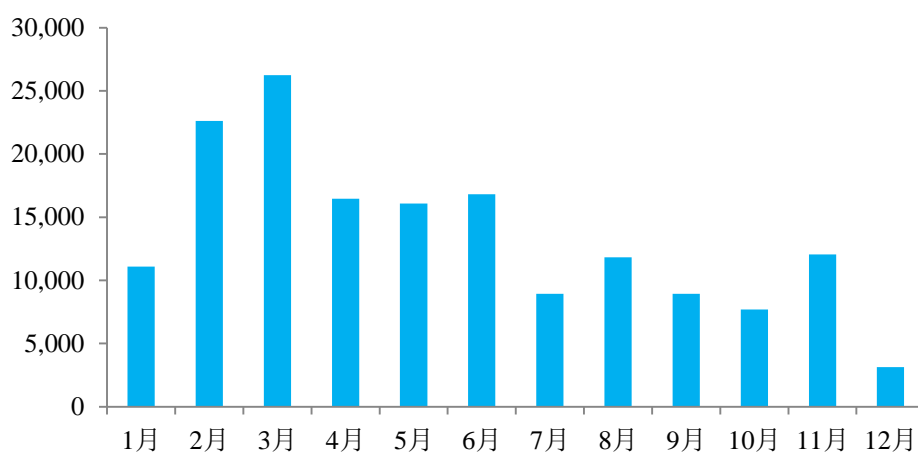
为处理好稳增长和防风险的关系，保持货币信贷合理平稳增长，满足“有效”需求，二季度信贷投放或转入相对正常的节奏，对流动性的消耗减弱，资金面紧张程度缓解，头部银行存贷款不匹配情况也将得到改善。

且作为传统的存款吸收大月，国股银行势必在3月加大揽储力度，并通过上调存款FTP的方式稳存增存。若信贷过热现象能够尽快得到有效控制，国股银行存贷差有望转正，这也将降低国股银行对长钱的需求。

此外，自4月起，同业存单到期量将呈现较大幅度回落，供给端压力减轻，同业存单利率也将趋于稳定，整体围绕政策利率中枢波动。

因此，考虑到二季度MLF到期规模处于全年低位，企业贷款增速已接近历史高位，长端流动性压力峰值或已过，在此次MLF超额投放量已较大情况下，短期降准落地必要性降低。

图5：2023年4月起同业存单到期规模将有所回落（亿元）



资料来源：Wind

### （三）央行强化稳健的政策基调，降准降息整体空间收窄

结合两会货币政策要点及“权威部门话开局”中的表述，今年货币政策基调整体由“灵活适度”转变为“精准有力”，或意味着总量工具仍在，但更强调保持货币信贷的合理平稳增长，着眼于信贷结构优化，并在稳定流动性合理充裕的前提下支持其更有效地流向实体经济。

央行行长易纲在3月3日的新闻发布会上表示，目前我们货币政策的一些主要变量的水平是比较合适的，实际利率的水平也是比较合适的。至于降准，过去五年，通过14次降准，不到8%

的法定存款准备金率，不像过去那么高了，但是用降准的办法来提供长期的流动性，支持实体经济，综合考虑还是一种比较有效的方式，使整个流动性在合理充裕的水平上。

央行副行长刘国强表示，目前看国内经济好转是肯定的，但也存在一些不确定因素，下一步人民银行将加强调研，统筹经济发展和物价稳定，根据经济形势变化适时适度调整货币政策。坚持正常的货币政策，保持正利率和向上的收益率曲线，不“大水漫灌”、不“大收大放”。央行非常重视物价问题，判断 2023 年我国通胀水平总体保持温和是主基调，短期看通胀压力是可控的，当前我国经济处于恢复发展过程，有效需求不足仍然是主要矛盾，供给端充足，居民通胀预期平稳；但从更长期看，外部环境还有难以预料的事情，需求也在逐步恢复，虽然通胀的概率不大，但不大不等于没有，要树立底线思维，对通胀保持警惕。

据此，可以判断，经过持续的降成本努力，当前实际利率水平已较为合适，继续通过降息引导 LPR 下降的意义有限。伴随我国经济运行企稳回升，经济循环更为顺畅，在“坚持以我为主”“统筹短期和长期”以及“统筹国际与国内”的原则下，进一步降息的必要性降低。

但考虑到降准对于提供长期流动性、降低金融机构资金成本和支持实体经济比较有效，且在结构性流动性短缺框架下，央行每隔 7-8 个月时间就会实施一次降准。因此，结合历史规律、银行负债压力以及稳经济需要，年内降准可能性仍在。

## 近期研究成果

1. 1月信贷大幅放量，“开门红”成色如何？（2023年2月11日）
2. 美加息预期再生变数，全球汇市何去何从（2023年2月11日）
3. 经济修复预期叠加流动性变局，2月债市怎么看？（2023年2月13日）
4. 2月MLF“加量平价”续作为哪般？（2023年2月15日）
5. 2月LPR报价为何继续“按兵不动”？（2023年2月20日）
6. 2.22国常会有哪些新关切（2023年2月22日）
7. 外汇都去哪儿了？——解析近3年国际收支平衡表（2023年2月24日）
8. 当前货币政策有哪些新的关注点——四季度货币政策执行报告解读（2023年2月26日）
9. 对当前经济形势的几个判断（2023年3月1日）
10. 地方债发行迎“开门红”（2023年3月2日）
11. 今年《政府工作报告》有哪些新看点？（2023年3月5日）
12. 出口降幅超预期收窄——1-2月进出口数据点评（2023年3月8日）
13. 美国就业通胀数据频超预期，全球汇市震荡延续——外汇市场回顾与展望（2023年3月8日）
14. 怎么看通胀超预期回落？——2月CPI、PPI点评（2023年3月10日）
15. 经济如期复苏，关注三大短板（2023年3月15日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

