



作者：刁倩 蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：范珊珊

审核：杜少军

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



9月流动性观察：受季末及长假影响 “长短结合”操作平稳跨月

9月央行在公开市场开展7天期+14天期逆回购组合操作“长+短”结合，流动性投放合理充裕，实现净投放2200亿元。自9月18日以来，央行连续在公开市场开展14天期逆回购操作，为市场注入跨节流动性，呵护季末资金面平稳。

资金利率方面，9月资金利率在跨过8月末后保持平稳，但随着中下旬扰动因素增多资金利率不断走高；随着央行加大14天期操作以及增量续作MLF，资金利率有所企稳。分析人士指出，考虑到目前这些利率已分别达到或略高于相应的短期、中期政策利率水平，进一步上行的空间已经不大。但由于长假结束后有大量逆回购到期，10月初利率或仍将短暂保持高位。此外，在季末资金面偏紧情况下，流动性结构性分层现象有所显现。

随着疫情防控常态化及宏观经济稳步恢复，货币政策进一步回归常态，年内货币政策可能不会再加码宽松，而是继续侧重结构优化。预计未来中期借贷便利或成为增加长期流动性的手段，年内降准降息的可能性较小。

目录

一、流动性投放：临近季末及长假时点 加大 14 天期限操作呵护资金面.....	3
二、资金利率走势：利率上行空间已不大 季末结构性分层有所显现	4
三、货币政策展望：未来将保持常态化 降准降息可能性较小	5

图表目录

图表 1：2020 年 9 月公开市场操作情况	4
图表 2：2020 年来 R007 和 DR007 近期走势	5

9月流动性观察：受季末及长假影响“长短结合”操作平稳跨月

9月央行在公开市场开展7天期+14天期逆回购组合操作“长+短”结合，流动性投放合理充裕，实现净投放2200亿元。自9月18日以来，央行连续在公开市场开展14天期逆回购操作，为市场注入跨节流动性，呵护季末资金面平稳。

资金利率方面，9月资金利率在跨过8月末后保持平稳，但随着中下旬扰动因素增多资金利率不断走高；随着央行加大14天期操作以及增量续作MLF，资金利率有所企稳。分析人士指出，考虑到目前这些利率已分别达到或略高于相应的短期、中期政策利率水平，进一步上行的空间已经不大。但由于长假结束后有大量逆回购到期，10月初利率或仍将短暂保持高位。此外，在季末资金面偏紧情况下，流动性结构性分层现象有所显现。

随着疫情防控常态化及宏观经济稳步恢复，货币政策进一步回归常态，年内货币政策可能不会再加码宽松，而是将继续侧重结构优化。央行货币政策委员会第三季度例会也强调，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。预计未来中期借贷便利或成为增加长期流动性的手段，年内降准降息的可能性较小。

一、流动性投放：临近季末及长假时点 加大14天期限操作呵护资金面

9月流动性影响因素主要集中在政府债券发行、集中缴准缴税等，同时下旬资金面受中秋国庆双节临近取现需求增加影响。9月央行在公开市场开展7天期+14天期逆回购组合操作“长+短”结合，流动性投放合理充裕，实现净投放2200亿元。

9月初，随着资金面回暖，央行公开市场操作重现净回笼，表明近期资金密集投放已告一段落。但随着银行负债端承压，7日缴准开始、月中MLF到期（15日到期1700亿元，17日到期2000亿元）以及利率债供给高峰，央行加大公开市场资金投放为市场提供流动性。9月下旬随着长假即将来临、季末考核等因素影响，银行资金面偏紧。在此情况下，央行15日超额续作中期借贷便利（MLF）6000亿元，并同时加大14天期限公开市场操作。MLF操作规模已经连续两个月扩大，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有所扩大。

自9月18日以来，央行连续在公开市场开展14天期逆回购操作，为市场注入跨节流动性，呵护季末资金面平稳。但央行整体投放量不大，可以看出央行虽不希望资金面过紧，但也没有大额投放的意愿。同时，9月财政支出加大也将对9月银行流动性起到一定支撑作用。

在前期货币政策多次降准情况下，目前银行超额准备金率已经处于较低位置。同时随着经济逐渐复苏，银行信贷投放力度加大，货币乘数处于高位。在此情况下，货币政策已逐渐回归正常，央

行主要通过公开市场调节流动性，呵护银行间资金面合理充裕即可。

图表 1：2020 年 9 月公开市场操作情况

时间	公开市场操作:货币 净投放 (亿元)	资金投放: 逆回购 (亿)	资金回笼: 逆回购 到期 (亿)	资金投放: MLF/TMLF 投放	资金回笼: MLF/TMLF 回笼
2020/9/28--9/30	-2,100	1,900	4,000	0	0
2020/9/21-9/27	5,000	9,200	4,200	0	0
2020/9/14-9/20	900	4,800	6,200	6,000	3,700
2020/9/7-9/13	2,300	6,200	3,900	0	0
2020/9/1-9/6	-3,900	2,600	6,500	0	0
9 月变化幅度		2,200			

来源：中国人民银行，新华财经整理

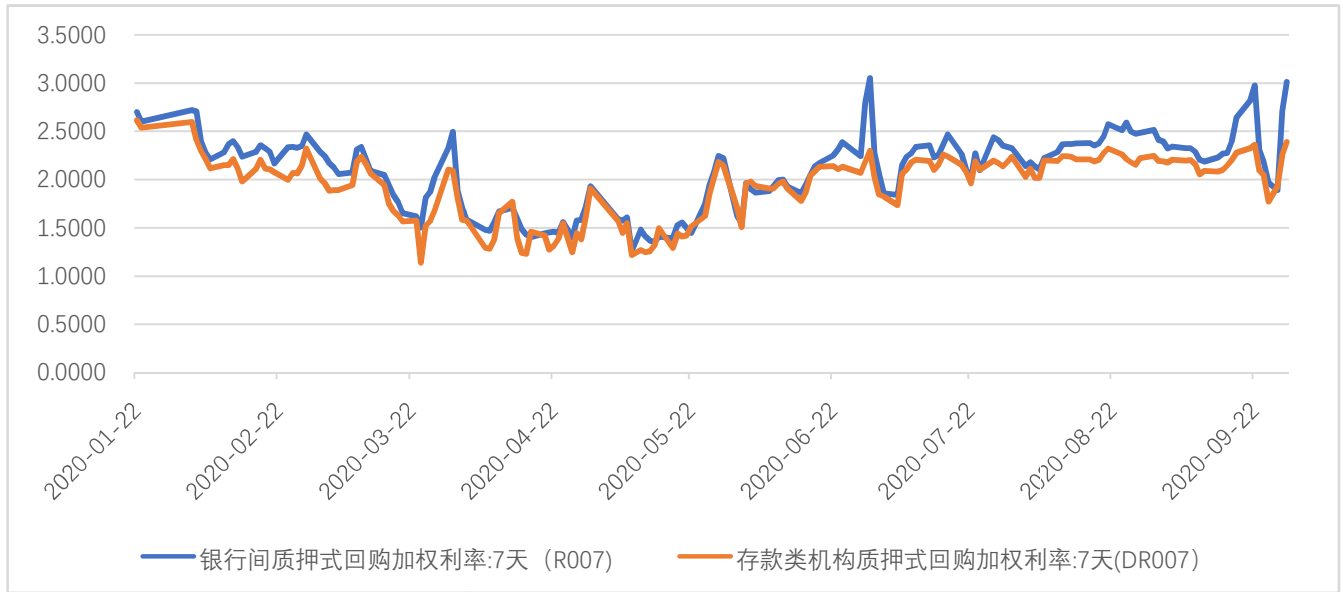
二、资金利率走势：利率上行空间已不大 季末结构性分层有所显现

9月资金利率在跨过8月末后保持平稳，但随着中下旬扰动因素增多资金利率不断走高。9月中下旬以来，银行间资金需求冰火两重天。月内资金需求很弱，隔夜回购利率（DR001）一度跌破0.6%创纪录新低，但跨季需求旺盛，银行间存款类金融机构7天期质押式回购利率（DR007）和14天期利率（DR014）不断走高。为保证资金面平稳跨季，央行从9月18日起即开展14天期逆回购操作，为跨季需求提供流动性。

分析人士指出，无论是以DR007为代表的短期市场利率，还是以十年期国债收益率、1年期股份制银行同业存单发行利率为代表的中期市场利率，都有望结束5月以来的持续上行过程。主要原因有两点：一是这些利率目前已分别达到或略高于相应的短期、中期政策利率水平，进一步上行的空间已经不大。二是为引导四季度经济增速向潜在增长水平回归，短期内货币政策不会全面转向收紧。

9月21日，央行公告9月LPR报价，1年期贷款市场报价利率（LPR）为3.85%；5年期贷款市场报价利率（LPR）为4.65%。这是自今年5月以来，LPR连续五个月保持不动。9月LPR不变，符合市场预期。业内人士表示，9月LPR报价未做下调，但企业贷款利率下行趋势仍将会延续。

图表 2：2020 年来 R007 和 DR007 近期走势



来源：新华财经

此外，在季末资金面偏紧情况下，流动性结构性分层现象显现。一是短期和跨季资金利率出现较大利差；二是存款类金融机构以及非存款类金融机构资金利率出现较大利差。央行日前在《中国货币政策执行报告》增刊中表示，在结构性流动性短缺框架下，央行通过每日在公开市场开展逆回购操作提供短期流动性持续培育短期政策利率，通过每月固定时点开展MLF操作提供中期流动性持续培育中期政策利率，在始终保持结构性流动性短缺的前提下，实现结构性流动性短缺的货币政策操作框架。

本次期限利差扩大以及R007与DR007利差走阔，主要是由于资金面出现季节性收紧。随着跨季末时点，结构性分层的现象将有所缓和。同时，也有业内人士预计称，央行会维持这样的结构性流动性紧张环境至年底，既不让加杠杆，也不会让流动性紧张。

三、货币政策展望：未来将保持常态化 降准降息可能性较小

随着疫情防控常态化及宏观经济稳步恢复，货币政策进一步回归常态，年内货币政策可能不会再加码宽松，而是将继续侧重结构优化。9月25日召开的央行货币政策委员会第三季度例会也强调，稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。有效发挥结构性货币政策工具的精准滴灌作用，提高政策的“直达性”，继续用好1万亿元普惠性再贷款再贴现额度，落实好两项直达实体货币政策工具，确保普惠小微贷款应延尽延，切实提高普惠小微信用贷款发放比例。预计未来中期借贷便利或成为增加长期流动性的手段，年内降准降息的可能性较小。

中期借贷便利（MLF）或成为增加长期流动性的手段。央行9月15日发布公告称，当日开展6000

亿元MLF操作，再加上2000亿元MLF到期，9月份MLF净投放量可达4000亿元，创单月纪录新高。如此大额的资金投放，主要是为了解决银行负债端的问题。数据显示，同业存单发行量自5月以来逐月增加，8月共计发行1.9万亿元，创今年以来新高。监管压降违规高息结构性存款是造成本轮银行“负债荒”的主要原因之一。从数据来看，中长期流动性需求也不尽相同，因为同业存单的需求较多来自于股份行和城商行等中小银行，大型银行流动性总体不缺。方正证券首席经济学家颜色认为，在货币政策常态化的背景下，缓解长期流动性紧张，央行的主要手段是超量续作MLF，同时伴随常规化的、以逆回购为主要形式的短期流动性调节。大型银行获得MLF流动性支持后，可以通过同业存单传导至中小银行。定向降准的可能性并不大，中期借贷便利（MLF）或成为增加长期流动性的手段。

货币政策或将常态化，年内降准降息的可能性较小。根据中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的信息，9月21日的一年期LPR为3.85%，5年期以上LPR为4.65%。9月贷款市场报价利率（LPR）如期与上月持平，这已经是连续第5个月保持不变。LPR持稳符合市场预期，一方面，LPR锚定的中期借贷操作利率也连续多月未变；另一方面，我国宏观经济进入较快的修复过程，利率也没有进一步下行的必要。除此之外，LPR持稳也和银行体系流动性紧张有关。在目前银行中长期负债非常紧张的情况下，只有降准才能推动银行的负债成本下行，而银行负债成本不下行，那么LPR也不太可能下调。但是只有当政策需要刺激实体需求而打开扩表空间时，降准才有必要生效。而在当前中国宏观经济好于预期的表现及监管部门打击金融空转套利、防范流动性过度流向房地产等领域的诉求下，货币政策重新启用降准、降息等总量宽松工具的可能性很低。因此，从目前的情况来看，预计未来货币政策将会保持常态化，年内降准降息的可能性较低。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。