

## 11月流动性观察：连续操作稳定市场 年末利率下行空间难打开

作者：刁倩

蔡翔宇

电话：13488659604

邮箱：diaoqian@xinhua.org

编辑：刘琼

审核：范珊珊

官方网站：[cnfic.com.cn](http://cnfic.com.cn)

客服热线：400-6123115



11月央行在公开市场连续开展逆回购操作，并于月中和月末开展两次MLF操作，为市场注入中长期流动性，稳定市场。11月上旬信用债市场出现震荡，对货币市场造成扰动；中旬流动性主要是受缴税、MLF到期影响，规模均不大。11月公开市场实现净投放3100亿元。

11月资金利率走势保持在政策利率附近紧平衡。受到信用债市场影响以及跨月时点时，11月中旬资金利率有所高企，同时“银行-非银”流动性分层情况再次出现。11月21日，金稳委会议明确提及债券市场维稳工作，并部署“保持流动性合理充裕”，缓解了风险事件对市场情绪的冲击。资金利率在央行流动性加大投放，市场情缓和的情况下逐渐走稳。

今年的货币政策随着疫情形势的变化和经济增速的起伏表现出鲜明的阶段性特征，预计随着经济进一步回暖，未来央行将“长时间实施正常货币政策”，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，同时优化信贷结构以更好适应经济高质量发展的需要，而在支持实体经济、减少经济波动的同时，央行更加注重金融风险防范。

## 目录

一、流动性投放：超额续作 MLF，连续开展逆回购稳定市场 .....	3
二、资金利率走势：在政策利率附近保持紧平衡，下行空间难打开 .....	4
三、货币政策展望：把好货币供应总闸门，实施正常货币政策 .....	5

## 图表目录

图表 1：2020 年 11 月公开市场操作情况 .....	3
图表 2：2020 年来 R007 和 DR007 近期走势 .....	5

## 11月流动性观察：连续操作稳定市场 年末利率下行空间难打开

11月央行在公开市场连续开展逆回购操作，并于月中和月末开展两次MLF操作，为市场注入中长期流动性，稳定市场。11月上旬信用债市场出现震荡，对货币市场造成扰动；中旬流动性主要是受缴税、MLF到期影响，规模均不大。11月整月实现净投放3100亿元。

11月资金利率走势保持在政策利率附近紧平衡。受到信用债市场影响以及跨月时点时，资金利率有所高企，同时“银行-非银”流动性分层情况再次出现。11月21日，金稳委会议明确提及债券市场维稳工作，并部署“保持流动性合理充裕”，缓解了风险事件对市场情绪的冲击。资金利率在央行流动性大力投放，市场情绪缓和的情况下逐渐走稳。

今年的货币政策随着疫情形势的变化和经济增速的起伏表现出鲜明的阶段性特征，预计随着经济进一步回暖，未来央行将“长时间实施正常货币政策”，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，同时优化信贷结构以更好适应经济高质量发展的需要，而在支持实体经济、减少经济波动的同时，央行更加注重金融风险防范。

### 一、流动性投放：超额续作MLF，连续开展逆回购稳定市场

11月初，在逆回购集中到期、MLF操作时点错位（11月5日和16日均有到期MLF）以及大规模IPO缴款对流动性造成消耗下，流动性存在一定“抽水”效应。截至11月5日，央行续16个工作日开展7天逆回购操作，操作利率一直维持2.2%不变，累计逆回购操作量达1.25万亿元，为缓解11月初资金紧张注入流动性。

11月上旬信用债市场出现震荡，对货币市场造成扰动；中旬流动性主要是受缴税、MLF到期影响，规模均不大。为缓解影响，11月16日，央行开展8000亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对11月5日和16日两次MLF到期的续作），期限为1年，中标利率保持在2.95%。本次操作延续了央行7月以来“量增价稳”的常规作法。超量续作的主要原因是市场对MLF的需求较大。一方面，四季度银行需要继续压降结构性存款，作为替代产品的同业存单发行利率已高于MLF利率，这就需要央行通过加大MLF操作力度以缓解银行负债压力；另一方面，本月上旬信用债市场的震荡，整个货币市场和债券市场随之波动，亦需释放流动性以稳定市场。11月30日，央行在公开市场开展2000亿元MLF操作和1500亿元逆回购操作，单日实现净投放3100亿元，双管齐下呵护资金面。

图表 1：2020 年 11 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
2020/11/30	3,100	1,500	400	2,000	0
2020/11/23-11/29	100	3,100	3,000	0	0
2020/11/16-11/22	-500	3,000	5,500	8,000	6,000
2020/11/9-11/15	2,300	5,500	3,200	0	0
2020/11/1-11/8	-1,900	3,200	5,100	0	0
<b>11月变化幅度</b>	<b>3,100</b>				

来源：中国人民银行，新华财经金融研报中心整理

本月央行在公开市场实现3100亿元净投放。11月26日，央行发布了第三季度货币政策报告。报告指出，完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门，根据宏观形势和市场需求，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点，保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社融规模增速同反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配。预计未来货币政策取向将落脚在控制信用投放总量以及调整融资结构方面，对银行间货币收紧不必过度担忧。

## 二、资金利率走势：在政策利率附近保持紧平衡，下行空间难打开

11月初，央行连续开展逆回购操作，为月初大量逆回购到期、较大规模IPO缴款等提供流动性。资金利率跨过10月末以后不断下行，11月5日7天银行间质押式回购利率（R007）下行到2.1%。但5日后，央行连续暂停逆回购操作，资金利率有所回升。

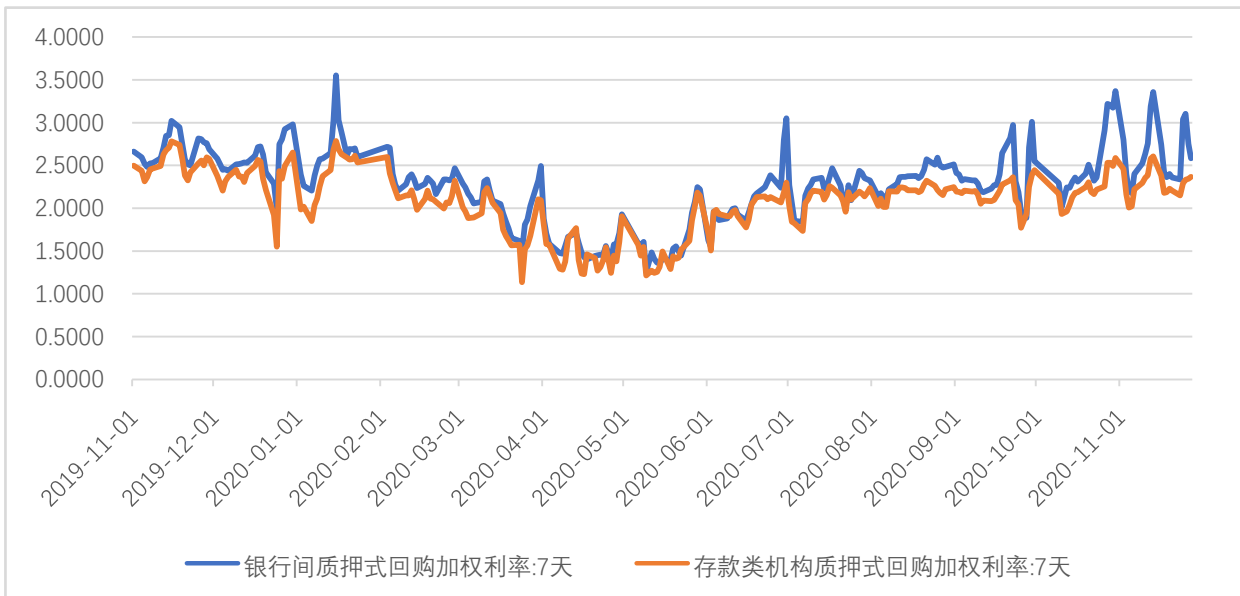
受信用债事件影响，市场风险偏好降低，流动性受到影响，再叠加MLF大额到期在即，13日7天银行间回购利率飙升至3.36%，存款类7天银行间回购利率仍保持在2.6%左右。在11月中旬资金利率紧张时刻，流动性分层情况也再度显现。分析人士指出，近期结构性存款压降、政府债券发行以及货币政策偏保守共同推升商业银行负债端压力，影响了商业银行的资金融出意愿，同时由于近期信用风险事件逐渐发酵，部分债基等产品面临一定的赎回压力，“银行-非银”的流动性分层有所加剧。

11月16日，央行开展8000亿元MLF操作，实现净投放2000亿元。从11月17日起，央行连续在公开市场开展逆回购操作，为市场注入流动性。资金利率紧张情况有所缓解，从11月13日高点不断回落。11月21日，金稳委会议明确提及债券市场维稳工作，并部署“保持流动性合理充裕”，缓解了风险事件对市场情绪的冲击。但临近月末，跨月资金利率稍有走高。

11月16日，央行续作MLF中标利率为2.95%，与10月持平。20日发布的11月贷款市场报价利率（LPR）报价也与前期持平，1年期LPR报价为3.85%，5年期以上为4.65%。LPR报价已经连续7个月未调整。LPR调降具有较强的政策调整的信号意义，在目前实体经济稳步向好和货币政策逐渐回归中性的状况下，LPR大概率不会轻易调整。报价行由于当下负债成本略升高也没有减少报价加点的动力。

此前，央行货币政策司司长孙国峰就LPR利率问题曾指出，今年前四个月央行因经济形势变化特别是疫情冲击，前瞻性引导公开市场操作中标利率、中期借贷便利中标利率下行30个基点，带动一年期的LPR同步下行，并推动贷款利率明显下行。近几个月来随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和LPR均保持稳定，市场利率围绕央行政策利率运行，利率水平与当前的经济基本面总体相匹配。

**图表 2：2020 年来 R007 和 DR007 近期走势**



来源：新华财经

**展望12月，资金利率走势或仍将在利率中枢附近保持紧平衡，下行空间较难打开。**当前货币政策基调回归正常化，央行公开市场操作仍将维持“削峰填谷”，保持货币市场资金利率紧平衡可提高银行及金融体系对货币操作的敏感度，有助于央行更好的发挥货币政策的调控作用，资金利率下行空间较难打开。此外，第四季度银行结构性存款压降的压力仍在，同业存单利率存在继续向上的空间。

### 三、货币政策展望：把好货币供应总闸门，实施正常货币政策

今年的货币政策随着疫情形势的变化和经济增速的起伏表现出鲜明的阶段性特征，从年初至5月份，采取宽松的货币政策应对疫情的影响；到了7月末政策开始回归常态化，引导市场利率回升；

从8月初至今，市场利率进入了平稳波动区间，货币政策转向了稳健中性。预计随着经济进一步回暖，未来央行将“长时间实施正常货币政策”，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，同时优化信贷结构以更好适应经济高质量发展的需要，而在支持实体经济、减少经济波动的同时，央行更加注重金融风险防范。

**尽可能长时间实施正常货币政策。**11月26日，中国人民银行发布《2020年第三季度货币政策执行报告》（以下简称“报告”），报告提出，要处理好内外部均衡和长短期关系，尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定。自中国人民银行行长易纲在2020金融街论坛年会上作出这样的表述以来，“正常货币政策”再次被强调。相对于上半年为对抗疫情而加大力度的宽松货币政策，特别是国外实施的负利率这些超常的货币政策，我国接下来的货币政策将力图保持常态化。“目前我国经济正在恢复，货币政策的总体基调要与实体经济发展相适应。”国家金融与发展实验室副主任曾刚表示，维持常态化货币政策，一方面能够更好地发挥货币政策对实体经济的支持作用，另一方面，能保证金融体系资源配置效率得到进一步发挥。报告还强调，“把好货币供应总闸门”和“保持宏观杠杆率基本稳定”，这意味着下一阶段的货币政策将转向稳健中性，明年整体信用增长将可能边际收敛。

**优化信贷结构，适应经济高质量发展需要。**从监管表态来看，支持实体经济发展仍是货币政策的重要目标。预计下一阶段以直达工具为代表的结构性货币政策仍是主要发力点，央行将继续积极推进两个直达实体经济的货币政策工具，引导金融部门完成向实体经济让利1.5万亿元的目标，引导金融机构加大对小微企业、民营企业、三农、制造业的信贷支持，助力稳企业、保就业，同时继续加强对房地产融资的审慎管理。

**注重金融风险防范。**此次政策执行报告对风险防范关注增加。一方面，报告对经济增速目标有所淡化，报告提出，当前经济潜力足、韧性大、活力强、回旋空间大，表明央行对国内经济持续修复信心较强。但是对于全球经济形势，央行仍旧对疫情持续时长、财政可持续风险、逆全球化等风险的担忧，因此这部分因素或许会是未来货币政策微调的主要原因。另一方面，报告提出将更加注重金融风险防范。考虑到疫情影响的滞后效应和当前出现的信用债违约问题，央行对金融风险更为警惕，提出要“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，“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”，牢牢守住不发生系统性风险的底线，有效防控金融风险。

## 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。