

## 三季度流动性观察：9月平稳跨过季末 四季度降准预期渐浓

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



9月资金面较为平稳，央行精准呵护流动性合理充裕。从资金面扰动因素来看，9月资金面主要受三个方面影响。一是季节性因素扰动；二是有大额的MLF到期；三是专项债发行加快以及财政支出不及预期。总体来看，三季度流动性合理充裕，7月全面降准支持实体经济，9月公开市场逆回购加量呵护跨季资金面。展望四季度，降准预期渐浓。资金需求压力以及近两月宏观经济指标的下滑或提升了降准的必要性。未来央行公开市场操作仍须密切关注。

三季度资金利率整体较为平稳，但受季末考核、MLF到期、地方债发行提速以及节假日等因素影响，9月跨季末利率有所走高。从DR007月度均值来看，三季度资金利率也较为平稳，9月平均利率继续位于7天公开市场政策利率2.2%下方。1年期政策利率MLF保持平稳，LPR报价也保持不变。考虑到国内外环境等因素，年内政策利率下调的概率较小。预计后续资金面的波动仍将保持在可控范围内，资金利率保持平稳。

央行货币政策委员会三季度例会未再次提及二季度例会公报中的我国经济稳中加固、稳中向好，而是强调国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，意味着下半年以来宏观经济下行压力加大。为此，会议提出要更加注意防控风险，强调政策协调，并且要把服务实体经济放到更加突出的位置，继续强调结构性发展。另外，碳减排支持工具值得持续关注。

## 目录

一、流动性投放：保持流动性合理充裕，平稳跨过三季度末 .....	3
二、资金利率走势：市场利率整体平稳，跨季利率走高 .....	5
三、货币政策展望：注重风险防控，结构性支持仍是重点 .....	8

## 图表目录

图表 1：2021 年 9 月公开市场操作情况 .....	4
图表 2：3 月份以来央行公开市场投放情况 .....	4
图表 3：3 月份以来央行公开市场净投放情况 .....	4
图表 4：今年以来资金利率走势 .....	6
图表 5：DR007 月度均值与公开市场 7 天操作利率 .....	6
图表 6：1 年期同业存单利率与 1 年期 MLF 操作利率走势 .....	7

## 三季度流动性观察：9月平稳跨过季末 四季度降准预期渐浓

9月资金面较为平稳，央行精准呵护流动性合理充裕。从资金面扰动因素来看，9月资金面主要受三个方面影响。一是季节性因素扰动；二是有大额的MLF到期；三是专项债发行加快以及财政支出不及预期。总体来看，三季度流动性合理充裕，7月全面降准支持实体经济，9月公开市场逆回购加量呵护跨季资金面。展望四季度，降准预期渐浓。资金需求压力以及近两月宏观经济指标的下滑或提升了降准的必要性。未来央行公开市场操作仍须密切关注。

三季度资金利率整体较为平稳，但受季末考核、MLF到期、地方债发行提速以及节假日等因素影响，9月跨季末利率有所走高。从DR007月度均值来看，三季度资金利率也较为平稳，9月平均利率继续位于7天公开市场政策利率2.2%下方。1年期政策利率MLF保持平稳，LPR报价也保持不变。考虑到国内外环境等因素，年内政策利率下调的概率较小。预计后续资金面的波动仍将保持在可控范围内，资金利率保持平稳。

货币政策方面，央行货币政策委员会三季度例会未再次提及二季度例会公报中的我国经济稳中加固、稳中向好，而是强调国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，意味着下半年以来宏观经济下行压力加大。为此，会议提出要更加注意防控风险，强调政策协调，并且要把服务实体经济放到更加突出的位置，继续强调结构性发展。另外，碳减排支持工具值得持续关注。

### 一、流动性投放：保持流动性合理充裕，平稳跨过三季度末

9月资金面较为平稳，央行精准呵护流动性合理充裕。9月上旬资金面较为宽裕，央行百亿逆回购滴灌操作，回收部分流动性。随着9月下旬各因素扰动以及跨季末资金需求加大，央行在公开市场连续开展千亿操作呵护资金面平稳跨季末。9月16日，央行足量续作到期6000亿元MLF，一方面呵护季末月末流动性，二是保持流动性合理充裕，不松不紧，强化了“把好货币总闸门”等信号。同时，央行于9月17日时隔15个月重启14天逆回购工具，为跨季资金面送来及时雨，缓解了月末较大的流动性压力。此外，财政部、央行9月26日继续以利率招标方式进行了国库现金管理存款招标700亿元，为市场再次输血。截止到9月30日，央行9月在公开市场实现了净投放6000亿元。

图表 1：2021 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)	资金投放：逆回购 (亿)	资金回笼：逆回购到期	资金投放：MLF/TM	资金回笼：MLF/TMLF 回笼	国库现金定存	国库现金定存到期	央行票据互换 (CBS)	央行票据互换 (CBS)
2021/9/27-9/30	2,800	4,000	1,200	0	0	0	0	0	0
2021/9/20-9/26	3,200	4,600	1,400	0	0	700	700	0	0
2021/9/13-9/19	2,000	2,400	400	6,000	6,000	0	0	0	0
2021/9/6-9/12	-800	500	1,300	0	0	0	0	0	0
2021/9/1-9/5	-1,200	300	1,500	0	0	0	0	0	0
9月	6,000	11,800	5,800	6,000	6,000	700	700	0	0
9月变化幅度	6000								

来源：中国人民银行，新华财经研报中心整理

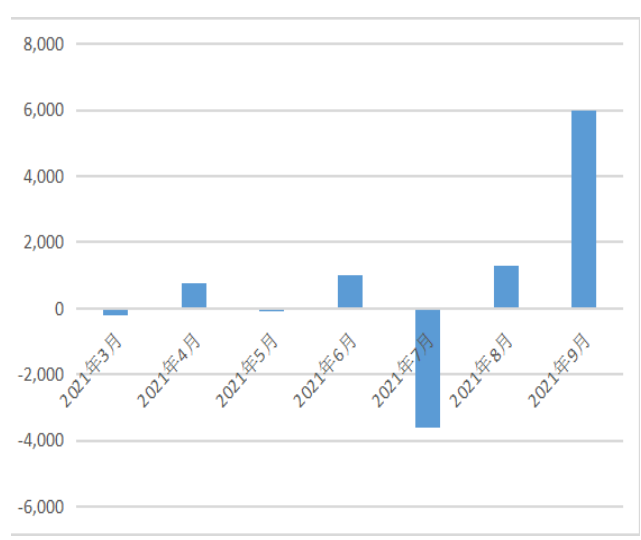
从资金面扰动因素来看，9月资金面主要受三个方面影响。一是季节性因素扰动。月末叠加三季度末税期来临，再考虑到中秋、国庆假期，都在一定程度上收紧了流动性。二是有大额的MLF到期。9月有6000亿元中期借贷便利（MLF）到期，但考虑到央行采取等量续作的方式，改变了7、8月份以来MLF净回笼操作趋势，也缓解了部分流动性压力。三是专项债发行加快以及财政支出不及预期。8月之后政府债务发行放量，但财政支出不及预期，形成了短期的资金缺口。目前统计到的9月地方债发行计划为6446亿元，而8月新增地方政府专项债券计划发行4884亿元。9月地方债发行明显提速，也对流动性形成扰动。

图表 2：3 月份以来央行公开市场投放情况

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	国库现金定存	国库现金定存到期
2021年3月	-200	2,300	2,500	1,000	1,000	0	0
2021年4月	739	2,200	2,100	1,500	1,561	700	0
2021年5月	-100	1,900	2,000	1,000	1,000	700	700
2021年6月	1,000	3,100	2,100	2,000	2,000	700	700
2021年7月	-3,600	2,600	3,200	1,000	4,000	700	700
2021年8月	1,300	4,200	2,600	6,000	7,000	700	0
2021年9月	6,000	11,800	5,800	6,000	6,000	700	700

来源：新华财经

图表 3：3 月份以来央行公开市场净投放情况



来源：新华财经

三季度流动性合理充裕，7月全面降准支持实体经济，9月公开市场逆回购加量呵护跨季资金面。7月15日，央行下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含已执行5%存款准备金率的金融机构)，释放约1万亿长期流动性。降准之后，银行流动性更加充裕，资金成本更低，进一步支持实体经济。8月份央行延续了MLF缩量续作的趋势，小幅回笼了中长期流动性；但在短期逆回购操作中及时补充金融机构所需，整个月公开市场净投放了1300亿元。9月份由于资金面扰动因素较多，央行一改年初以来逆回购滴灌操作的风格，连续实施千亿逆回购。

**10月资金面压力不小，四季度降准预期渐浓。**9月平稳跨过季度末，但是10月资金面仍面临不小压力。一方面10月是四季度最大的税期，主要税种缴税规模或达到1.2万亿。其次9月下旬的千亿逆回购操作都将在10月上旬到期，规模达到8400亿元。而四季度有超2万亿元MLF到期，其中10月有5000亿元MLF到期、11月到期1万亿元、12月到期9500亿元。此外，2021年地方债发行整体速度较慢，发行高峰或将集中在9月及12月。面对如此大规模的MLF到期以及缴准需求、地方债资金需求，中长资金的预期并不乐观。市场上关于四季度降准的呼声再起。

**资金需求压力以及近两月宏观经济指标的下滑或提升了降准的必要性。**一方面资金需求压力加大，7月降准的流动性或已经完全消化。后续资金面宽松状态的维持，有赖于央行对于中长期流动性的再次投放。降准的必要性在提升。另一方面，央行第三季度货币政策例会指出国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，要“增强信贷总量增长的稳定性”。在局部疫情反复、地产调控加码以及能耗双控的因素影响下，7月和8月份宏观指标都有所下滑，经济复苏进度或有掉头向下的趋势。在当前宏观数据“边际变化”之际，四季度央行有可能再一次实施全面降准，助力宽信用进程。

**未来央行公开市场操作须密切关注。**9月央行货币政策司司长孙国峰表示，7月降准后，金融机构运用降准释放的长期资金归还了一部分中期借贷便利，金融机构流动性需求得到充分满足；今后几个月流动性供求将保持基本平衡，不会出现大的缺口和大的波动。若央行采取公开市场操作工具为市场提供流动性，须密切关注逆回购操作以及MLF续作情况。“加强跨周期调节”要求货币条件稳中偏松，但是在多重内外因素影响下，货币调控不会轻易释放强烈宽松信号。

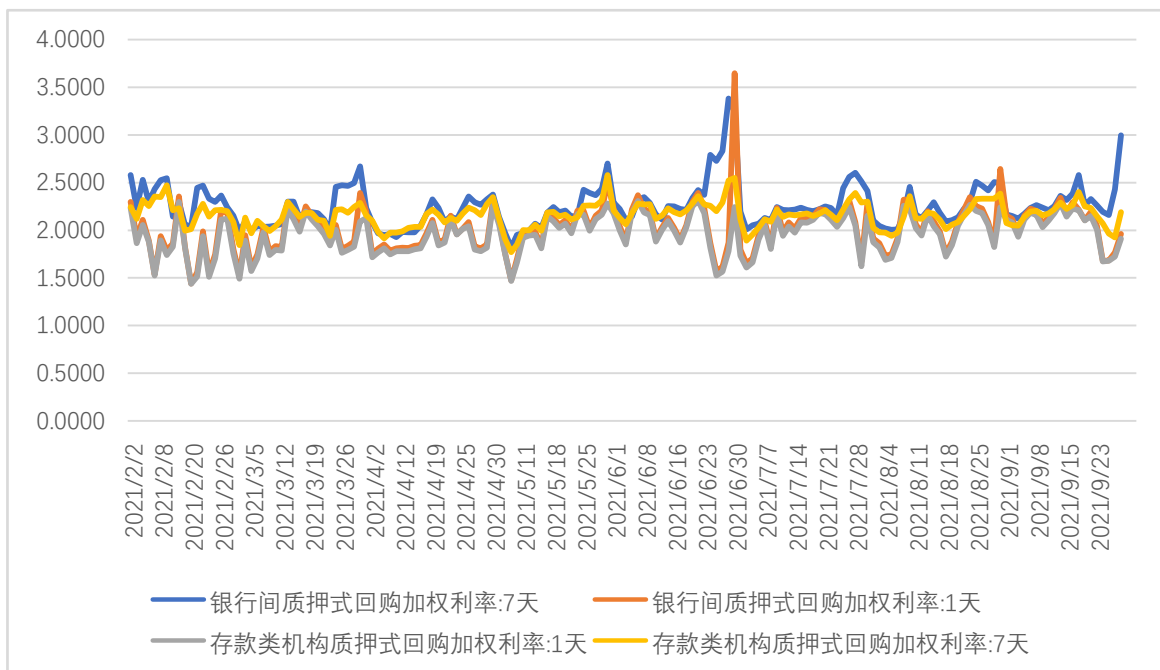
同时，9月人民银行安排3000亿元支小再贷款额度，是落实国务院常务会议部署、进一步加大对小微企业支持力度的重要举措，有利于保障小微企业正常生产经营，也将增强信贷总量增长的稳定性。可能一定程度削弱降准的概率。

## 二、资金利率走势：市场利率整体平稳，跨季利率走高

三季度资金利率整体较为平稳，但受季末考核、MLF到期、地方债发行提速以及节假日等因素影响，9月跨季末利率有所走高。7月、8月资金利率波动较小，整体平稳。9月资金利率也较为平

稳。9月17日，由于前期逆回购到期以及MLF到期，银行间质押式回购加权7天利率（R007）报2.5814%，达到自6月28日以来的高点。但随着MLF的续作以及央行开启14天逆回购操作（可跨季末），资金面逐渐缓和，短期利率保持平稳。9月24日银行间质押式回购加权利率（R001）跌至1.68%，为两个月来低点。随着临近节日，7天期跨季末资金利率逐渐走高，9月28日R007报2.9986%，接近6月季末资金利率高点。

图表 4：今年以来资金利率走势

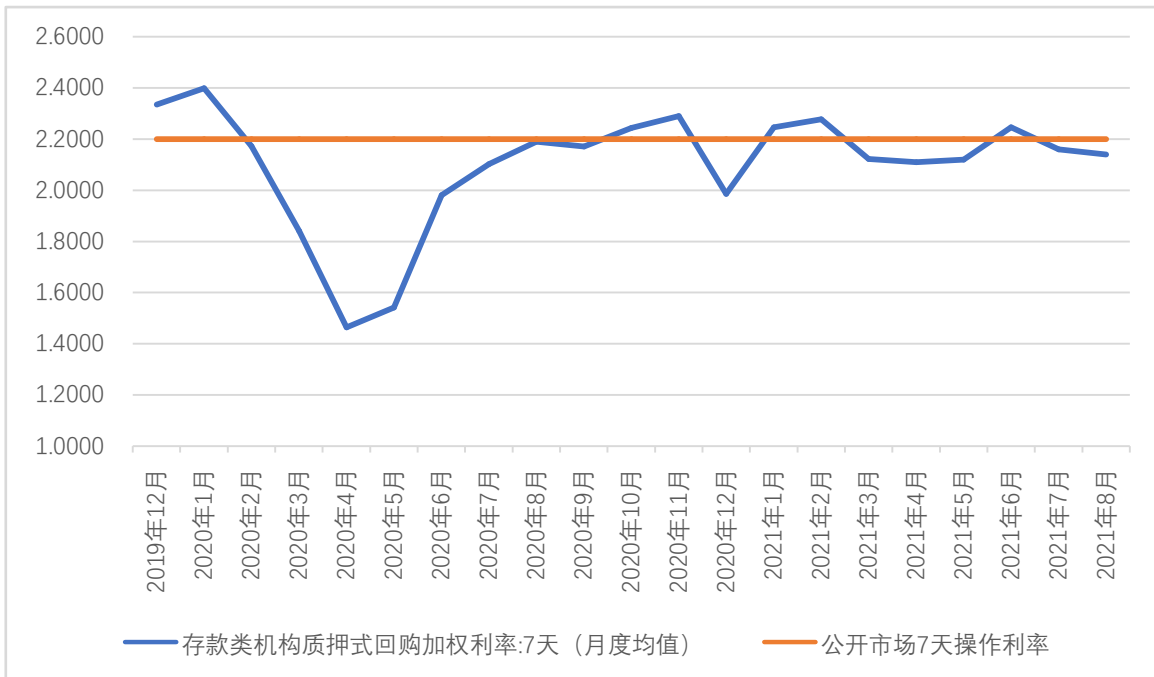


来源：新华财经

从DR007月度均值来看，三季度资金利率仍较为平稳，9月平均利率继续位于7天公开市场政策利率2.2%下方。今年以来，央行通过公开市场操作以及降准等多货币政策工具操作，维持了资金面的低波动。9月尽管面临多重因素扰动，尤其是季末考核、节假日等因素，流动性有所收紧。央行也一改前期百亿滴灌的操作风格，在9月末不仅重启14天逆回购操作，更是连续投放千亿逆回购呵护季末资金面。预计后续资金面的波动仍将保持在可控范围内，资金利率保持平稳。

图表 5：DR007 月度均值与公开市场 7 天操作利率

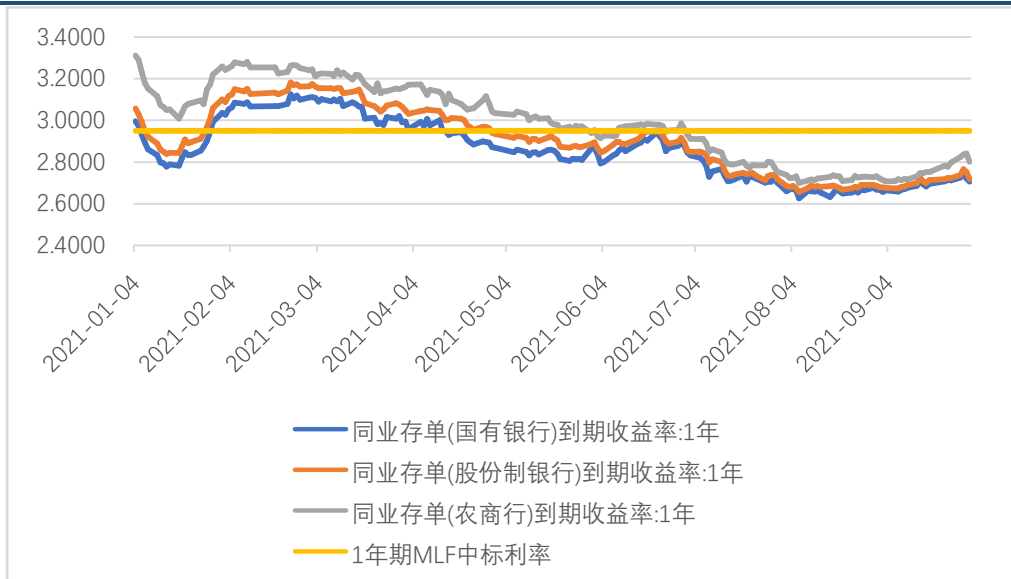




来源：新华财经

1年期MLF利率维持在2.95%；贷款市场报价利率（LPR）1年及5年期自去年5月份以来，均已连续17个月保持不变。虽然LPR已连续多月保持不变，但实际贷款利率仍稳中有降。未来央行仍将继续加大对实体经济重点领域和薄弱环节的支持力度，推动实际贷款利率进一步降低。同时，考虑到目前的货币政策基调，以及国内外环境的影响下，年内MLF利率下调的可能性不大。但是加大流动性操作以及降准，则有可能打破1年期LPR报价与MLF利率点差固定局面，推动实际贷款利率进一步下降，支持实体经济发展。

图表 6：1 年期同业存单利率与 1 年期 MLF 操作利率走势



来源：新华财经

1年期同业存单利率与MLF政策利率倒挂幅度正进一步收窄，但利率倒挂可能会致使MLF扩量操作受限。从4月起，1年期国有银行同业存单利率就与1年期MLF利率开始倒挂。这一轮同业存单利率下行或反映出中长期资金面较宽松以及对降准带来的中长期宽松预期浓厚。但随着地方债发行等因素对冲中长期流动性宽松，同业存单利率将有所回升。四季度MLF到期量较大，若利率仍然倒挂，可能会影响MLF扩量操作补充流动性。预估在流动性充裕合理的情况下，未来3个月MLF操作仍然将以等量对冲为主。

### 三、货币政策展望：注重风险防控，结构性支持仍是重点

9月24日，央行货币政策委员会2021年第三季度例会在北京召开。会议认为，今年以来我国统筹推进疫情防控和经济社会发展工作，有效实施宏观政策，经济总体延续恢复态势。稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，努力服务实体经济，有效防控金融风险。贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率稳中有降，人民币汇率预期平稳，双向浮动弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。

下半年以来宏观经济下行压力加大。本次例会并未再次提及二季度例会公报中的“我国经济稳中加固、稳中向好”，而是强调“国内经济恢复仍然不稳固、不均衡”，新增“增强信贷总量增长的稳定性”表述，并首次提出“要加强国内外经济形势‘边际变化’的研判分析”。

从具体宏观数据来看，受到多地偶发疫情影响、地产调控政策加码、原材料成本上升等影响，7月及8月的投资、消费、工业生产增速等经济指标一改上半年整体改善的势头，持续下滑。而为了稳定今年以及明年初经济运行，四季度货币政策或将向稳增长方向适度发力。在持续紧信用背景下强调“增强信贷增长稳定性”，意味着当前信贷、社融增速基本触底，因此可以预期四季度信贷及社融增速会有小幅回升。

**更加注意防控风险**，强调政策协调。央行在发布的《中国金融稳定报告（2021）》中提到，要“健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系”，强调“稳妥推进各项风险化解任务，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。加快健全金融风险处置责任体系，压实股东、各类债权人、地方政府和金融监管部门责任”，应是针对近期债券违约事件，旨在健全风险预警体系，避免发生系统性风险。而在三季度例会上，提出要“加强与财政、产业、监管政策之间的协调”，结合“统筹金融支持实体经济与防风险，保持经济运行在合理区间”来看，货币、财政政策、产业政策等在防风险方面更需提高协作能力。综合来看，央行降准及近期的逆回购加量主要考虑的仍然是对流动性市场的呵护，而非经济下行压力下的普遍宽松，预期未来央行维持流动性合理充裕不变。



**货币政策继续强调结构性发展，碳减排支持工具值得持续关注。**三季度货币政策例会强调要把服务实体经济放到更加突出的位置，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。具体来看，不仅要“进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具等措施的牵引带动作用”，而且提到“用好新增3000亿元支小再贷款额度，支持增加小微企业和个体工商户贷款”，还提出落实好普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划延期工作，综合施策支持区域协调发展。碳减排支持工具方面，例会指出，要有序推动碳减排支持工具落地生效，以促进实现碳达峰、碳中和为目标完善绿色金融体系。

## 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。