

## MLF 连续四个月价平量升 货币政策将持续处于“观察期”

2020年11月16日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作8000亿元，中标利率为2.95%，与10月持平，11月MLF操作规模较到期规模多2000亿元。对此我们做如下解读：

**首先，11月MLF操作利率不动符合市场预期，预计20日公布的1年期LPR报价也将保持不变。**

近期监管层在多个场合表示，当前“我国经济比较强劲”，或“经济增长好于预期”，这意味着短期内没有下调政策利率的需求。同时，监管层也强调，未来经济复苏还将面临较大不确定性，不能出现“政策悬崖”，即政策突然收紧。这表明短期内也不存在上调政策利率的条件。由此，11月MLF操作利率不动符合市场普遍预期，而且未来几个月MLF利率调整的可能性都不大。

MLF操作利率是1年期LPR报价的参考基础。自去年9月以来，两者一直保持同步调整。另外，10月下旬以来，受地方大型国企信用债违约事件等影响，以DR007为代表的短期市场利率再现上行，且同业存单发行利率等中期市场利率也继续保持升势，这将对冲银行结构性存款、大额存单等负债成本下降带来的影响，意味着近期银行平均边际资金成本难现明显下行，报价行下调11月1年期LPR报价加点的动力不足<sup>1</sup>。我们预计，本月20日公布的1年期LPR报价将大概率保持不变。

**其次，MLF连续四个月超额续作，意味着央行正在向银行体系补充中长期流动性，避免中期市场利率过度偏离政策利率中枢。**

今日央行开展8000亿元1年期MLF操作，而11月MLF到期量为6000亿元。这意味着本月央行通过MLF超额续作，向银行体系投放2000亿元中长期流动性。这也是央行连续第四个月超额续作MLF。背后的主要原因在于，四季度银行压降结构性存款任务依然很重，亟需寻找替代性稳定资金来源。可以看到，6月监管层要求压降结构性存款以来，作为替代品种，银行同业存单发行“量价齐升”，10月1年期股份制银行同业存单发行利率均值达到3.15%，比9月上升13个基点；进入11月，该指标继续上扬，截至12日均值水平升至3.23%，已明显高于

<sup>1</sup> 去年8月LPR报价改革后，LPR改为按MLF利率加点形成的方式报价，加点幅度则主要取决于各行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。

1 年期 MLF 操作利率。受此影响，当前银行对 MLF 操作的需求很大，这是本月 MLF 超额续作的一个重要原因。<sup>2</sup>

我们认为，MLF 连续四个月超额续作，意味着央行有意调控以同业存单利率为代表的中期市场利率上行势头，避免中长期流动性过度紧张。一方面，根据第二季度货币政策执行报告，引导国债收益率曲线、同业存单利率等市场利率围绕 MLF 利率波动，是当前货币政策操作的重要目标之一。近期 10 年期国债收益率、1 年期股份制银行同业存单利率均已达到 3.20% 上方，明显高于 MLF 利率。央行开展 MLF 超量续作，可避免中期市场利率过度偏离政策利率中枢，有助于稳定市场预期。另一方面，中期市场利率持续上行，将不可避免地加大银行负债成本，不利于年底前银行继续下调企业实际贷款利率。当前境内外疫情演变对未来宏观经济修复的影响不容低估，降低实体经济融资成本是稳增长、保就业的重要支撑。

我们注意到，11 月 MLF 增量规模为在 2000 亿，连续两个月下调（9 月增量 4000 亿，10 月增量 3000 亿），或与近期同业存单利率升势渐缓相关。

年底前“紧货币”过程有望全面告一段落。在 8 月短期市场利率 DR007 均值升至政策利率（央行 7 天期逆回购利率）附近后，央行明显加大了公开市场操作力度。我们判断，伴随央行持续加大对银行体系中长期性流动性投放力度，加上银行压降结构性存款任务接近完成，年底前以同业存单为代表的中期市场利率也有望结束持续上升过程，“稳货币”效应有望在短期和中期市场利率方面得到全面体现。这意味着 5 月中下旬以来的“紧货币”过程有望告一段落，资金面将由“紧”转“稳”。

**最后，11 月 MLF 超额续作，意味着年底前实施降准的可能性进一步下降，未来一段时间货币政策将持续处于“观察期”。**

降准是向银行补充中长期流动性的最直接手段，但会释放较为强烈的货币宽松信号，与当前经济形势及政策目标不相符合。另外，结构性存款压降并不代表银行整体资金来源出现大幅萎缩，而更多的是相关资金在不同银行、不同金融机构之间的转移、腾挪，资金总量并没有发生大的变化。这就意味着一旦这类资金逐步腾挪到位，摩擦性供求错位现象就会有所缓解。由此我们判断，在这一过程中，央行会优先选择通过 MLF 操作，阶段性地向银行体系注入中长期流动性，而非实施全面降准，永久性地扩大银行中长期流动性水平。这意味着年底前降准的可能性几乎可以排除。考虑到接下来几个月政策利率调整的可能性也很小，未来

<sup>2</sup> 作为对比，4 月至 6 月同业存单利率大幅低于 MLF 操作利率，银行对 MLF 需求下降，MLF 曾连续三个月缩量续作。

一段时间货币政策将持续处于“观察期”。

东方金诚首席宏观分析师 王青      高级分析师 冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。