

## 1月MLF操作符合市场预期，短期内货币环境有望保持稳定

作者：东方金诚研究发展部 王青 冯琳

2021年1月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作5000亿元，中标利率为2.95%，与2020年12月持平；本月MLF到期规模3000亿，另有2405亿TMLF到期。对此我们做如下解读：

**一、开年首次MLF操作利率持平，连续10个月保持不变，符合市场广泛预期，体现货币政策“稳”字当头。**

进入1月以来，在市场流动性较为宽松的背景下，央行连续实施20-50亿元的罕见地量逆回购操作。我们判断，该操作的主要目标并非是向市场补水，而是释放政策利率稳定信号。这实际上已预示了本月MLF利率会保持不变。可以看到，去年以来短期政策利率和中期政策利率之间存在明显的前后联动关系：

- 2020年2月3日开年首个交易日，央行率先下调7天期逆回购利率10个基点，随后在2月17日下调MLF利率10个基点；
- 3月30日，央行再度下调7天期逆回购利率20个基点，在随后的4月15日，央行下调MLF利率20个基点。

MLF利率保持稳定背后的原因在于，近期PMI及车市、楼市等先行或高频指标显示，当前国内经济修复势头良好；在低基数及经济动能增强推动下，一季度GDP有望出现18%-19%的高增长。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。另一方面，考虑到的近期全球疫情流行正在加速，国内多地报告本土散发病例和聚集性疫情，未来疫情走势及外部环境还有诸多不确定性，国内经济修复动能、特别是小微企业生产经营状况有待进一步修复，当前也缺乏上调政策利率的条件。由此，1月MLF操作利率不动符合市场普遍预期，也体现了近期监管层强调货币政策要“稳”字当头，持续激发市场体活力的基本内涵。

展望2021年MLF利率走势，未来经济增速及通胀走势是主要影响因素。主要受2020年低基数因素影响，今年GDP有望实现9.0%左右的增长水平，但从环比变化来看，实际经济增长动能不会显著高于潜在经济增长水平；而在全球通胀走势温和、国内“猪周期”下行，以及2020年货币扩张幅度有限等因素影响下，2021年通胀有望整体处于温和状态，CPI涨幅均值超过3.0%的可能性不大。这样来看，2021年出现经济过热、引发政策利率上调的风险较小。另一方面，在

经济增速反弹、监管层更加注重稳定宏观杠杆率的过程中，下调政策利率的可能性同样很小。由此，若不发生新的重大冲击，我们预计未来一段时间 MLF 利率将继续保持在当前水平。这也将缓解市场对未来货币政策大幅收紧的担忧。

## 二、1月 MLF 操作规模为何不再加量？

今天央行 MLF 操作的另一个关注点是操作规模。考虑到 1 月有 3000 亿 MLF 和 2405 亿 TMLF 到期，因此本月央行实施的 5000 亿规模操作相当于小幅缩量续作，从而结束了此前 5 个月连续超额续作的过程。背后的主要原因是，伴随 2020 年末银行压降结构性存款任务告一段落，市场中长期流动性紧张状况出现明显缓解。截至 1 月 14 日，代表性的 1 年期股份制银行同业存单加权平均发行利率较 11 月末的高点大幅回落约 59 个基点，至 2.79%，已低于 MLF 操作利率水平。由此，本月商业银行通过 MLF 操作向央行融资的需求下降，MLF 结束了连续 5 个月超额续作的过程。

## 三、政策利率保持稳定，市场利率怎么走？

央行在二季度和三季度货币政策执行报告中均明确表示，要“引导货币市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行。”其中，DR007 最重要的是短期市场利率，与之对应的短期政策利率是央行 7 天期逆回购利率；国债收益率曲线、同业存单等市场利率是主要中期市场利率，对应是中期政策利率是 MLF 操作利率。可以看到，从 2020 年 7 月开始，DR007 已进入围绕央行 7 天期逆回购利率小幅上下波动过程。截至 12 月，DR007 月均值与央行 7 天期逆回购利率最大上、下偏离幅度分别为 9 个基点和 21 个基点。我们预计，短期内这一运行态不大可能发生显著变化。

中期市场利率方面，受 2020 年下半年银行压降结构性存款任务较重影响，以同业存单利率和国债收益率为代表的中期市场利率前期持续大幅走高，一度曾高于 MLF 利率约 40 个基点左右，直至 11 月 30 日央行出手实施超常规 MFL 操作，中期市场利率才出现下行拐点。就目前而言，1 年期股份制银行同业存单加权平均发行利率已降至 MLF 利率之下，但 10 年期国债收益率仍明显高于政策利率水平。由此，我们预计未来一段时间同业存单利率下行空间有限，而 10 年期国债收益率存在向 MLF 利率方向回落的可能。

就全年走势而言，历史数据显示，社融增速下调往往会引导市场利率走低，而 GDP 增速上扬则会带动市场利率上行。2021 年这两个因素会同时出现，因此今年市场利率走向存在一定不确定性。我们判断，站在当前时点，未来中期市场

利率出现趋势性上行和下行的机会都不大，将大概率在一定幅度内围绕 MLF 利率上下波动。事实上，2020 年下半年以来，这种围绕政策利率的波动过程已在短期市场利率上有较为充分的体现。

#### **四、1 月实施全面降准的可能性较小，接下来一段时间货币政策将持续处于“观察期”。**

我们注意到，在 2019 年 1 月和 2020 年的 1 月，央行均根据当时经济形势及货币金融环境，实施了全面降准。不过，2021 年 1 月央行再度实施全面降准的可能性较小。一方面，在央行持续通过大规模 MLF 操作向银行体系注入中长期流动性的背景下，当前中长期流动性已进入较为宽松的状态，央行降准的迫切性下降。另一方面，春节前市场资金面趋紧，央行可通过加大逆回购操作规模、拉长期限等其它公开市场操作对冲。最后也是最重要的是，全面降准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。这样来看，尽管不排除短期内央行可能实施普惠金融定向降准动态考核，部分达标金融机构可享受一定幅度的存款准备金率优惠，但通过全面降准大规模释放中长期资金的可能性不大。考虑到接下来几个月政策利率调整的可能性也很小，未来一段时间货币政策将持续处于“观察期”。

#### **五、预计本月 20 日公布的 1 年期 LPR 报价也将保持不变。**

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，近期短期市场利率保持稳定，12 月以来同业存单利率大幅下行，但绝对水平仍然偏高，我们估计银行下调 1 月 LPR 报价加点的动力不足<sup>1</sup>，本月 20 日公布的 1 年期 LPR 报价将大概率保持不变。经历 2020 年金融系统（主要是商业银行）大幅让利 1.5 万亿之后，今年银行有可能迎来一个“休养生息”阶段，其中净息差再度明显压缩的可能性不大。由此，在存款利率刚性较强的背景下，未来企业贷款利率将经历一个由降到稳的过程。

<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。