

## 2月MLF“量平价稳”，短期内市场流动性再度收紧的可能性不大

作者：东方金诚研究发展部 王青 冯琳

2021年2月18日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作2000亿元，中标利率为2.95%，与1月持平；本月MLF到期规模2000亿。这意味着本月MLF“量平价稳”。对此我们做如下解读：

**一、2月MLF操作利率持平，连续11个月保持不变，符合市场预期，体现货币政策“稳”字当头。**

节前央行连续实施逆回购操作，操作利率保持稳定。这实际上已预示本月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联动关系。

2月MLF利率保持稳定背后的原因在于，尽管受疫情因素影响，近期经济运行略有波动，但并未显示脱离修复轨道迹象；与此同时，在低基数及经济动能增强推动下，一季度GDP同比有望出现18%-19%的冲高过程。这意味着短期内没有下调政策利率需求。另一方面，鉴于当前全球疫情仍处于高位平台期，外部环境存在较大不确定性，国内经济修复基础需要进一步夯实，当前也缺乏上调政策利率的条件。由此，2月MLF操作利率保持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，“不会过早撤出支持政策”的基本内涵。

展望未来MLF利率走势，国内经济修复及通胀走向将是主要影响因素。受2020年低基数影响，今年GDP同比有望达到9.0%左右的高增长，但从环比来看，今年实际经济增长动能不会显著高于潜在经济增长水平。通胀方面，在全球物价走势整体温和、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年国内通胀有望整体处于温和状态，CPI涨幅均值超过3.0%的可能性很小。这样来看，2021年出现经济过热、引发政策利率上调的风险不大。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，今年下调政策利率的空间基本封闭。由此，若不发生新的重大冲击，预计年内MLF利率将保持在当前水平。我们判断，今年货币政策回归常态化是大方向，这将主要体现在M2和存量社融增速向名义GDP增速回落，而非以MLF操作利率为代表的政策利率上调。

**二、2月MLF操作规模未延续上月出现的小幅减量势头。**

央行 MLF 操作的另一个关注点是操作规模。考虑到 2 月有 2000 亿 MLF 到期，因此本月央行实施的 2000 亿规模操作相当于等量续作，未延续 1 月的小幅减量势头。背后原因主要包括两个方面：一是节前以 1 年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）为代表的中期市场利率再度升至中期政策利率之上，为稳定市场预期，央行有必要通过中期流动性注入，引导市场利率围绕政策利率平稳波动。二是前期国内部分地区出现聚集性疫情，加之“就地过年”也会在短期内给经济运行带来一定影响，需要央行在货币政策操作过程中为经济修复提供必要支持。我们认为，此次等量续作 MLF，有助于避免中期市场利率持续大幅高于中期政策利率，体现今年货币政策要“灵活精准、合理适度”的基调。

### 三、政策利率保持稳定，市场利率怎么走？

央行在近期连续三份季度货币政策执行报告中均明确表示，要“引导市场利率围绕公开市场操作利率平稳运行”，“引导市场利率围绕央行政策利率波动，有效发挥政策利率的中枢作用”。其中，7 天期存款类机构质押式回购加权利率（DR007）是当前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；10 年期国债收益率、1 年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）是主要的中期市场利率，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 2020 年 1 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，短期内这一运行态势不大可能发生显著变化。也就是说，1 月底之前市场资金面大幅收紧，主要是受春节因素影响，并不代表新一轮“紧货币”过程再度启动。对此，央行在 2 月 8 日发布的《2020 年第四季度货币政策执行报告》中明确表示，“观察市场利率时重点看市场主要利率指标（DR007）的加权平均利率水平，以及 DR007 在一段时期的平均值，而不是个别机构的成交利率或受短期因素扰动的时点值。”

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 年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）略高于 MLF 利率，10 年期国债收益率仍明显高于 MLF 利率。我们预计，接下来同业存单利率上行空间有限，而 10 年期国债收益率则存在向 MLF 利率回落的可

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走高。2021 年这两个因素会同时出现，因此未来市场利率走向确实存在一定不确定性。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。

#### 四、预计本月 20 日公布的 1 年期 LPR 报价将会保持不变。

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，考虑到节前市场利率出现一定幅度的上行波动，银行下调 2 月 LPR 报价加点的动力不足。<sup>1</sup>由此，本月 20 日公布的 1 年期 LPR 报价将大概率保持不变。<sup>2</sup>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，今年商业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。这样来看，在政策利率保持稳定、存款利率刚性较强的预期下，未来企业一般贷款利率将经历一个由“降到稳”的过程。今年信贷政策的要点将从上年的“量升价降”转向引导资金重点流向科技创新、小微企业和绿色发展等领域，而房地产行业以及地方政府平台融资环境则会有不同程度的收紧。

<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。

<sup>2</sup> 央行在《2020 年第四季度货币政策执行报告》中强调，要“巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降。”由此，短期内银行上调 LPR 报价加点的可能性很小。