

3月MLF延续“量平价稳”，二季度通胀冲高会带动政策利率上调吗？

作者：东方金诚研究发展部 王青 冯琳

2021年3月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，中标利率为2.95%，与2月持平；本月MLF到期规模1000亿。这意味着本月MLF延续“量平价稳”。对此我们做如下解读：

一、3月MLF操作利率持平，连续12个月保持不变，符合市场普遍预期，体现货币政策“稳”字当头。

近期，央行延续去年11月17日以后每个交易日均实施逆回购的操作节奏，操作利率保持稳定。可以看到，一段时期以来，短期政策利率和中期政策利率之间存在固定的联动关系。由此，作为短期政策利率的央行7天期逆回购利率保持稳定，实际上已预示3月MLF利率（中期市场利率）将会保持不变。

3月MLF操作是今年两会后的首次操作，操作利率和规模直接体现今年政府工作报告确定的货币政策方向。在2021年政府工作报告中，货币政策部分延续了上年末中央经济工作会议确定的基调，即“今年要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，促进经济运行在合理区间。在区间调控基础上加强定向调控、相机调控、精准调控。宏观政策要继续为市场主体纾困，保持必要支持力度，不急转弯，根据形势变化适时调整完善，进一步巩固经济基本盘。”“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定……”

通过以上内容可以看出，今年货币政策的重心已从上年的及时有效对冲经济下行压力，转向把握好经济恢复与防范风险等目标之间的综合平衡。这意味着在今年全球疫情有望进入“下半场”、世界经济普遍进入反弹周期的前景下，伴随国内经济全面恢复，货币政策向常态化回归是大方向，政策重点也将随之切换，但整体的政策基调依然是“稳”字当头。

就3月而言，政策利率保持稳定的主要原因有两个：一是在上年低基数、近期经济恢复持续推进带动下，一季度乃至上半年GDP增速将出现一个快速冲高过程；不过，受消费复苏滞后、中小微企业经营景气水平偏低、就业质量有待进一步改善，以及全球疫情风险犹存等因素制约，国内宏观经济修复基础需要进一步

夯实。这意味着目前政策利率仍需保持低位，从而为市场主体纾困提供稳定有利的金融环境。二是当前物价仍处于明显偏低水平——2月CPI同比增速为-0.2%，核心CPI同比为0.0%，PPI同比为1.7%，房地产泡沫风险得到有效压制，人民币汇率保持强势。这意味着从控物价和防风险两个角度看，当前还没有上调政策利率的必要性和紧迫性。由此，3月MLF操作利率保持不动符合市场普遍预期，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。

操作规模方面，近期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）保持基本稳定，意味着当前中期市场利率整体上持续围绕中期政策利率上下波动，运行状况比较稳定，央行无须通过扩大或缩小MLF操作规模，调节中长期市场流动性。

二、二季度物价水平有望冲高，政策利率是否会“相机调整”？

年初以来，主要受疫苗加速推广、美国政府推动新一轮1.9万亿美元经济救助计划、全球经济前景改善等因素影响，国际大宗商品价格正在经历一个快速冲高过程。其中，3月上旬国际油价已回到疫情之前水平，伦铜更是接近历史高位。市场普遍预期，二季度国际大宗商品价格还有进一步上行空间，国内PPI同比将在二季度末升至5%至6%，CPI同比则有望从当前的微幅通缩状态快速回升至2.0%至3.0%之间。由此，二季度通胀快速上行是否会触发政策利率随之上调？

我们判断，二季度MLF利率因物价冲高而上调的可能性不大。主要原因在于，当前这一轮国际大宗商品价格上涨仍属疫情冲击的一部分——去年疫情爆发带动国际大宗商品价格在1-5月份快速下冲，今年疫情缓解则在大约相同的时间段内带动其快速上冲——可持续性不强。二季度后，全球经济改善及美国救助政策对国际大宗商品价格的刺激作用将会边际减弱，加之价格基数快速上行，国际大宗商品价格涨幅持续走高的可能性较小。这意味着国内PPI同比在5-6月冲顶后，下半年有望出现小幅回落态势。

另外，历史数据显示，通常CPI快速上涨且处于明显高于3.0%的水平时，才会触发国内政策利率上行（典型的如2006-07年和2010-11年）。二季度伴随PPI上行向CPI传导，CPI同比将经历一个较快上行过程，但绝对水平大幅超过3.0%的可能性不大。背后的主要原因在于，当前猪肉价格在CPI中占比较高，而猪周期正在进入绝对价格下行阶段，这将有效抑制二季度CPI上涨高度。进入下半年，在PPI涨幅回落、猪肉价格继续下跌带动下，CPI也将失去快速上涨的动

力，年末有望保持在 2.5%左右。我们判断，央行在决定政策利率过程中，不会过多受特定时点物价水平左右，而会主要参考一段时期物价的整体水平和总体走势。因此，二季度 PPI、CPI 涨幅冲高，不大可能触发政策利率上调。

最后，最近一轮 MLF 利率上调出现在 2017 年 1 月至 2018 年 4 月，背景是当时国内经济增速和 CPI 走势温和，PPI 涨幅较高，但主要触发因素是同期美联储连续大幅加息 100 个基点。着眼于把握宏观经济外部均衡、稳定人民币汇率，当时我国央行连续加息 4 次共 30 个基点¹。考虑到今年乃至明年美联储加息概率很低，未来一段时间也不存在触发国内政策利率上调的外部因素。

三、政策利率保持稳定，接下来市场利率会怎么走？

历史数据显示，10 年期国债收益率等市场利率与 PPI 走势相关性很高。这样来看，若接下来 PPI 同比冲高，中期市场利率有可能随之上行。不过，我们也认为，未来中期市场利率大幅上行的空间也较为有限。主要原因在于，央行在近期连续三个季度的货币政策执行报告中均明确表示，要“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”。当前主要市场利率均已回升至政策利率水平附近，或已处于略高于政策利率水平。这意味着在政策利率不上调的预期下，二季度中期市场利率上升空间较为有限。其中，10 年期国债收益率向上突破 3.5%的可能性不大。

四、预计本月 22 日公布的 1 年期 LPR 报价将会保持不变。

1 年期 MLF 操作利率是 1 年期 LPR 报价的参考基础。自 2019 年 9 月以来，二者一直保持同步调整。因此，3 月 MLF 利率不动，意味着当月 LPR 报价调整的概率较小。此外，我们注意到，今年政府工作报告明确要求“优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利。”这意味着 3 月商业银行上调 LPR 报价加点的可能性不大。与此同时，近期市场利率保持基本稳定，存款利率存在一定上行压力，银行也缺乏下调 3 月 LPR 报价加点的动力。²由此，本月 22 日公布的 1 年期 LPR 报价将大概率保持不变。³

¹ 当时 MLF 利率尚未成为主要政策利率，而作为当时主要政策利率的贷款基准利率并未调整。直到 2019 年 8 月 LPR 改革后，MLF 才取代贷款基准利率，成为主要政策利率。因此，2017-18 年 MLF 利率上调，不能视为政策性加息。

² 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。

³ 每月 LPR 报价在 20 日公布，遇节假日顺延。本月 20 日为周六，LPR 报价将顺延至周一（22 日）公布。