

4月MLF等额平价续作，继续释放货币政策“稳”字当头信号

作者：东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

2021年4月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作1500亿元，中标利率为2.95%，与3月持平，连续13个月保持不变。本月15日MLF到期规模1000亿，另有561亿TMLF在25日到期。综合来看，本月MLF为连续4个月等额续作¹。对此我们做如下解读：

一、4月MLF操作没有加量，主要源于当前市场中长期流动性处于相对宽松状态。

此前市场有预期，伴随地方政府新增专项债在二季度全面开闸，市场中长期流动性将面临较大压力，央行有可能采取加量续作MLF等方式予以对冲。不过，截至4月14日，新增专项债发行规模并未出现放量迹象，前两周地方债发行额和净融资规模与上月同期相比也没有出现显著变化。这直接导致近期以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）为代表的中期市场利率稳中略降。可以看到，3月10年期国债收益率均值为3.23%，而4月1日至14日均值为3.20%，其中14日为3.17%；相应的1年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）数据分别为3.07%和3.02%，14日为2.99%。这意味着到目前为止，新增地方专项债发行尚未对市场中长期流动性产生明显的“抽水”效应。

此外，刚刚发布的金融数据显示，在企业融资需求强劲，政策支持力度较高等因素推动下，3月人民币信贷保持较高增长水平。这意味着当前在银行对实体经济的信贷供给中，并不存在突出的流动性约束。由此，在今年宏观政策强调“相机调控”的背景下，4月央行等额续作MLF，符合当前市场中长期流动性合理充裕的状况。

不过我们预期，若后期地方政府专项债发行高峰到来，市场中长期流动性转向趋紧，也不排除央行会在5月或6月实施MLF加量续作的可能。这将有助于控制中期市场利率升幅，引导其围绕中期政策利率（MLF操作利率）在适度范围内波动，进而稳定市场预期，控制企业融资成本，为经济稳健复苏提供有利的金融环境。

¹ 2020年8月至12月，MLF均为增量续作，主要为支持地方债发行及缓解银行压降结构性存款带来的中长期流动性压力；2021年1月MLF操作5000亿，当月分别有3000亿MLF和2405亿TMLF到期，基本上也属于等额续作；2月和3月则属完全等额续作。

二、4月MLF操作利率持平，连续13个月保持不变，符合市场预期，体现货币政策“稳”字当头；短期内通胀升温触发政策利率上调的可能性不大。

近期，央行每个交易日开展的7天期逆回购利率保持在2.20%的水平，短期政策利率持续处于稳定状态。考虑到短期政策利率和中期政策利率之间存在联动关系，这实际上已预示4月MLF利率（中期市场利率）将会保持不变。

截至4月，MLF操作利率已连续13个月保持稳定。其间，宏观经济经历了较快修复过程，去年四季度经济增速已回到潜在增长率附近，货币政策重心也从去年的及时有效对冲经济下行压力，转向把握好经济修复与防范风险等目标之间的综合平衡。但目前政策利率“加息”的必要性和迫切性仍然不高：

首先，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度偏低、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尚需进一步夯实。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。

其次，当前通胀升温，但未来一段时间CPI涨幅超过控制目标的可能性不大。3月CPI同比增速为0.4%，较上月加快0.6个百分点，核心CPI同比为0.3%，加快0.3个百分点，均仍处于明显偏低水平。尽管受前期国际大宗商品价格上涨带动，3月PPI同比大幅升至4.4%的高位，但考虑到未来一段时间国内终端消费将处于温和复苏过程，PPI向CPI传导效果较弱，预计6月CPI涨幅最高仅会触及2.5%左右，仍低于今年3.0%的控制目标。更为重要的是，目前市场普遍认为，当前全球范围内的通胀升温是疫情进入“下半场”、世界经济全面反弹引发的暂时现象，下半年国内外通胀形势有望缓和。

最后，当前国内正在通过宏观审慎措施控制房地产泡沫风险，房价较快上涨仍属局部现象，而人民币汇率也处于正常偏强波动状态。这意味着从控物价和防风险两个角度看，当前也没有上调政策利率的必要性和紧迫性。由此，4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，把握好经济修复与防范风险等目标之间综合平衡的基本内涵。

展望未来，二季度国内物价将经历一个较快上冲过程，但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间内的CPI走势及未来走向。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，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。考虑到今年乃至明年美联储加息概率很低，加之“双循环”新发展格局下国内货币政策独立性增强，未来一段时间外部因素触发国内政策利率上调的可能性也很小。

三、政策利率保持稳定，未来市场利率上行空间有限。

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，考虑到二季度 PPI 同比还有继续冲高态势，接下来中期市场利率仍有可能随之上行——我们判断这一过程可能滞后，但不会缺席。不过，我们也认为，未来中期市场利率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将较为有限。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 20 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，两者一直保持同步调整。因此，4 月 MLF 利率不动，意味着当月 LPR 报价基础未发生变化。另外，近期以 DR007 为代表的货币市场利率稳中略降，但存款利率或存在一定上行压力。综合考虑银行资金成本边际变化情况，报价行恐缺乏调整 4 月 LPR 报价加点的动力，本月 20 日公布的 1 年期 LPR 报价将大概率保持不变。