

5 月 MLF 等额平价续作，货币政策继续处于观察期

2021 年 5 月 17 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 4 月持平，连续 14 个月保持不变。本月 15 日 MLF 到期规模 1000 亿，由此 5 月 MLF 操作为等额续作。对此我们做如下解读：

一、5 月 MLF 操作利率持平，连续 14 个月保持不变，符合市场预期，显示近期通胀升温没有动摇货币政策“稳”字当头的基调。

近期，央行每日开展 7 天期逆回购，操作利率始终保持在 2.20% 的水平。这意味着短期政策利率持续处于稳定状态。由于在利率走廊中短期政策利率和中期政策利率之间存在较为固定的联动关系，这实际上已预示 5 月 MLF 利率（中期政策利率）不会发生变化。

受国际大宗商品价格新一轮急升，以及上年同期基数走低推动，5 月国内 PPI 同比大幅上冲至 6.8%，包括美国在内的全球物价读数也在快速冲高，通胀风险对货币政策的潜在影响引发广泛关注。5 月 12 日国常会要求，“要跟踪分析国内外形势和市场变化，做好市场调节，应对大宗商品价格过快上涨及其连带影响。加强货币政策与其他政策配合，保持经济平稳运行。”由此，如何判断未来物价走势就成为决定货币政策取向、乃至政策利率变化的一个关键因素。

5 月 11 日，《2021 年第一季度货币政策执行报告》（以下简称“报告”）发布，其中，央行以专栏形式，对“如何看待近期国内外物价走势”进行了分析。《报告》认为，近期国际大宗商品价格上涨是阶段性供求“错位”的表现，加上去年同期基数很低，以及 PPI 数据本身具有高波动性的特点，共同导致近期工业品价格同比读数偏高。央行判断，这些因素“可能在今年二、三季度阶段性推高我国 PPI 涨幅”。不过，《报告》预测，“若未来全球疫情能得到全面有效防控、新兴经济体生产供应能力恢复正常，则生产资料价格涨势可能放缓，PPI 有望趋稳。”

《报告》还认为，近年来我国 PPI 向 CPI 的传导关系明显减弱，国际大宗商品价格起伏波动对我国 CPI 走势的影响也相应较低，加之今年猪肉价格总体趋于下行，国内民生商品供应充足，“初步预计今年 CPI 涨幅较为温和”。

由此可以看出，当前物价升温、特别是 PPI 冲高已引发监管层高度关注，后续可能在工业品供需两端出台措施，恢复市场平衡。这包括灵活安排煤炭、钢铁、水泥等主要工业品产能控制，适当放缓基建投资进度等。在货币政策方面，基于

央行对工业品价格上涨具有“阶段性”特征，以及今年 CPI 涨幅将较为温和的判断，货币政策为此大幅收紧、甚至上调政策利率的可能性基本可以排除。我们认为，这是 5 月 MLF 利率保持不变的重要原因，也体现了当前监管层着眼于把握经济修复与防范风险等目标之间综合平衡。考虑到未来一段时间 PPI 仍有上升势头，接下来货币政策会加强与产业政策、财政政策等其他政策配合，在“稳”字当头的基调下，适时适度实施数量型边际收紧操作，释放稳物价信号，稳定市场预期。

二、5 月 MLF 等额续作，主要源于新增地方政府专项债发行仍未大规模放量，当前市场中长期利率在政策利率附近小幅波动，整体处于“不松不紧”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 5 月 14 日，新增专项债发行规模仍未出现大规模放量迹象。这直接导致近期以 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稳中有降。可以看到，4 月 1 年期商业银行同业存单到期收益率（AAA）均值为 2.98%，较上月下降 9 个基点；截至 5 月 15 日，该指标月内均值进一步降为 2.89%。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。由此，在今年宏观政策强调“相机调控”的背景下，5 月央行等额续作 MLF，符合当前市场中长期流动性合理充裕、“不松不紧”的状况。

我们预期，若后期新增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 6 月或 7 月实施 MLF 加量续作的可能。不过，在当前物价升温背景下，未来央行在实施类似加量操作过程中将保持克制，接下来市场利率存在一定上行风险，但大幅向上偏离政策利率的可能性很小。

三、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，5 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 5 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。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳