

11月MLF等量续作，后续降准依然可期

分析师 王青 冯琳

2021年11月15日，央行开展1万亿MLF操作。本月MLF操作利率为2.95%，与10月持平，连续20个月保持这一水平；当月MLF两批合计到期量合计为1万亿，因此本月MLF为等量平价续作。就我国央行每月开展的MLF操作而言，其数量和价格结果的重要性不亚于美联储每年举行的8次议息会议，因而备受市场关注。回顾过往3年，四季度往往会进入货币政策敏感期。在当前宏观经济运行态势出现一定变化，以及市场流动性扰动因素增加的背景下，11月央行实施高额等量平价续作，我们做如下解读：

一、11月MLF到期量为年内最高水平，央行实施等量续作，表明政策面继续支持银行中长期流动性适度宽松，后续降准依然可期。11月有两批MLF到期，分别为11月15日的8000亿和11月30日的2000亿，合计到期量为1万亿，为年内最高水平。作为对比，上半年合计到期量为10000亿。今日央行开展1万亿元MLF操作，意味着本月为MLF连续第三个月高额等量续作。我们判断这背后有以下信号意义：

首先，MLF巨额等量续作有助于商业银行备战新增地方政府专项债发行高峰。11月中下旬将进入新增地方政府专项债高密度发行阶段，估计发行量将在9000亿元左右，显著高于上月全月的5135亿。在“财政后置”安排下，今年专项债发行在收官阶段进入高峰期。我们注意到，7月央行降准后，银行体系中流动性进入偏于宽松状态，以1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率为代表的中端市场利率低于中期政策利率（MLF利率）20个基点左右。在这一局面下，11月央行依然选择巨额等量续作MLF，有助于商业银行应对即将到来的新增地方政府专项债发行高峰，避免市场利率超预期上行。这一方面体现了货币政策和财政政策之间的配合，也有助于为四季度稳增长创造较为有利货币金融环境。

其次，11月MLF净投放量未见加大，或预示后期降准概率增加。上周公布的10月金融数据显示，信贷、社融增速低位企稳，M2增速连续两个月上扬。我们判断，接下来一段时间房地产融资环境边际回暖，信贷、社融增速将进入一个持续上扬过程。这是稳定今年底明年初宏观经济运行，有效控制系统性金融风险的重要支撑点。伴随信贷投放规模加大，银行体系补充中长期性流动性的需求随之增加。7月降准后，以1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率为代表的中端市场利率开始明显低于MLF利率，这有助于企业融资成本持续下行，在一定程度上抵消了PPI高增给中下游小微企业带来的成本下力，助力稳增长；不过，在中期市场利率明显低于MLF利率背景下，银行通过MLF补充中长期流动性的动力也随之下降。

下一步为激励银行以较低利率向企业发放贷款，通过降准渠道向银行提供低成本中长期流动性的需求将有所增大。

最后我们判断，面对年底前流动性波动加大、稳增长需求上升的局面，若单纯从流动性管理角度出发，年底前央行阶段性加大逆回购操作规模，以及适度加量续作 MLF，即可应对各类流动性扰动；若在兼顾流动性管理的同时，着眼释放温和稳增长信号，推动信贷、社融增速较快回升，并引导实体经济融资成本下行，年底前央行也可能再次实施降准。

二、11月 MLF 操作利率保持不变，短期内实施政策性降息的可能性不大。

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%，短期政策利率处于稳定状态。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 11 月 MLF 利率不会发生变化。

我们认为，在跨周期调节背景下，央行将慎用政策性降息这样的“大招”，而优先选用类似支小再贷款等结构性政策工具，辅以加大公开市场操作规模、加量续作 MLF、乃至降准等数量型政策工具，推动货币政策向稳增长方向微调。近期央行打破惯例，持续在公开市场实施 1000 亿元逆回购操作，一方面体现了流动性管理灵活精准的政策目标，同时也体现了在经济下行期，优先选用数量型工具引导市场利率适度下行的政策意图。

我们认为，当前经济放缓压力可控，特别是城镇调查失业率短期内升至 5.5% 控制目标之上的可能性不大（9 月该指标降至 4.9%）。由此，在诸多备选政策工具中，短期内实施政策性降息的概率不大，四季度 MLF 利率有望继续保持不动。

三、在 MLF 操作利率保持稳定的预期下，未来 LPR 报价仍有可能下调。

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，点差固定在 90 个基点。11 月 MLF 利率不动，意味着当月 LPR 报价基础未发生变化。综合考虑到近期银行边际资金成本变化、信贷市场走势，11 月 LPR 报价有可能继续保持不变。

不过，考虑到 7 月央行降准后 1 年期 LPR 报价下调动能正在累积，若年底前央行再次实施降准，不排除在 MLF 利率保持不动的同时，1 年期 LPR 报价单独下调的可能——2019 年 9 月降准就曾引导 1 年期 LPR 报价单独下调。可以看到，11 月 12 日最新一年期 LPR 利率互换（IRS）为 3.8749%，较 7 月降准前下行约 9 个基点，正在接近现值水平（3.85%），显示这段时间市场对 1 年期 LPR 下调的预期正在增强。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。