

3月MLF延续量增价平走势，二季度降息概率增大

——2022年3月MLF操作点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2022年3月15日，央行开展2000亿元MLF操作，本月MLF到期量为1000亿元；1月MLF操作利率为2.85%，与上月持平。

对此，东方金诚解读如下：

一、3月MLF增量续作，释放继续推进宽信用过程的信号。

3月MLF到期量为1000亿，属年内“地量”规模，央行实施2000亿操作，意味着本月为增量续作。我们判断，本月增量续作的主要目标是加码宽信用，同时抑制市场利率上行势头。刚刚公布的2月金融数据显示，宽信用过程再现波折，当月信贷、社融同比少增，且月末存量增速下滑，其中受房地产市场降温影响，以房贷为主的居民中长期贷款出现有数据统计以来的首次环比下降，各项贷款余额增速续创近20年以来新低，而MLF加量操作能够直接补充银行中长期流动性，提升其放贷能力，能够“引导金融机构有力扩大贷款投放”。

与此同时，在去年12月全面降准、今年1月MLF降息后，市场利率出现一个较快下行过程。不过，2月中下旬以来，DR007、1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率、10年期国债收益率等市场利率都出现不同程度的上行走势。在当前局面下，仍需要通过引导市场利率适度下行，降低企业综合融资成本。我们认为，本月MLF增量续作，释放货币政策边际宽松信号，有助于稳定市场预期，遏制市场利率上行势头。

二、3月MLF利率保持不变，降息预期落空，二季度政策利率下调概率增大。

3月MLF利率连续两个月保持不变，意味着在1月政策性降息后，货币政策连续两个月进入观察期。可以看到，2月偏弱的金融数据出来后，市场开始朝这个方向移动；其中，债市反应尤为剧烈，十年期国债收益率连续两个交易日大幅走低。对于降息预期落空的原因，我们判断，当前经济存在下行压力，但其紧迫程度尚不足以促使监管层在三个月内两次动用降息“大招”。这也意味着3月LPR报价的定价基础保持不动，本月1年期和5年期LPR报价也将大概率保持不变。

不过，我们预计二季度 MLF 利率再度下调 10 个基点的可能性正在增加。主要原因包括：一是当前消费偏弱、地产遇冷局面仍在持续，这意味着去年下半年以来的经济下行压力尚未根本缓解。二是近期国内疫情又有抬头，多地强化防控，有可能在短期内对经济运行形成扰动。以上两点需要货币政策及时发力对冲，确保今年政府工作报告设定的“国内生产总值增长 5.5% 左右”的目标顺利实现。我们判断，降息仍在央行的政策工具箱内。最后，2 月金融数据不及预期，特别是贷款增速续创近 20 年以来新低，表明前期“加大货币实施力度，引导金融机构有力扩大贷款投放”尚未充分传导至贷款端。当前通过政策性降息，适度提升信贷、社融及 M2 等金融总量增速的迫切性增大。

需要指出的是，与海外通胀升温迫使美联储等央行货币政策收紧不同，2022 年国内 CPI 运行中枢仅会比上年温和抬升，并将继续保持在 3.0% 的控制目标之内；与此同时，尽管俄乌战争正在推高原油等国际大宗商品价格，但国内 PPI 同比涨幅高位回落仍是大趋势。通胀因素不会对接下来国内货币政策边际宽松形成掣肘。由此，尽管 3 月美联储将启动加息过程，但国内货币政策会“以我为主”，不仅不会跟进海外收紧，而且还有边际宽松空间。我们判断，二季度 MLF 利率有可能再度下调 10 个基点，同时实施全面降准的可能性也较大。这意味着短期内货币政策仍将处于集中发力期，持续推进宽信用和宽货币进程，货币政策稳中求进将是稳定宏观经济大盘的重要支撑点。

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。