

## 11月MLF缩量平价续作，近期5年期LPR报价有下调可能

——2022年11月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

**事件：**2022年11月15日，央行开展8500亿元MLF操作，本月MLF到期量为10000亿元；本月MLF操作利率为2.75%，上月为2.75%。

**一、11月MLF到期量高达1万亿，央行缩量续作8500亿，但通过其它方式整体加量投放中长期流动性，有助于引导市场流动性处于合理充裕水平，支持金融机构加大对实体经济信贷投放。**

11月MLF到期量高达1万亿，创有历史记录以来最高峰，央行实施8500亿续作，缩量1500亿。不过，央行明确，“11月以来人民银行已通过抵押补充贷款(PSL)、科技创新再贷款等工具投放中长期流动性3200亿元，中长期流动性投放总量已高于本月MLF到期量。”这意味着11月中长期流动性合计加量投放1700亿。

我们认为，这有助于保持市场流动性处于合理充裕水平，支持金融机构增加对实体经济的信贷投放。近期，主要受大规模留抵退税基本结束等因素影响，资金面整体上呈较快收敛态势。其中，进入11月以来，最具代表的DR007(存款类机构7天期债券回购利率)均值为1.76%，较上月均值上升10个基点，低于相应政策利率(央行7天期逆回购利率)24个基点；隔夜利率DR001均值为1.66%，较上月均值上升32个基点。另外，11月以来1年期商业银行(AAA级)同业存单到期收益率均值为2.16%，较上月均值上升15个基点，低于相应政策利率(MLF利率)59个基点。

在MLF大额到期背景下实施缩量续作，但通过其它方式整体加量投放中长期流动性，首先有助于控制市场利率上行幅度，引导资金面继续处于合理充裕状态。可以看到，近期央行已在公开市场小幅增加了逆回购操作规模，也在释放类似信号。另外，受疫情波动、外需放缓等因素影响，四季度稳增长需求增加，监管层正在推动金融机构加大对实体经济的信贷投放——我们判断，10月人民币贷款同比少增，更多体现9月季末透支效应，四季度整体信贷投放仍将实现同比多增——本月整体加量投放中长期流动性，有助于银行体系中长期流动性

继续处于较为充裕水平，增强其信贷投放能力。

## 二、为何未降准置换到期 MLF？

考虑到 11 月 MLF 到期量巨大，此前有市场预期认为，央行有可能降准置换部分到期 MLF。一个原因是置换操作可以降低银行资金成本，推动 LPR 报价下行。我们认为，11 月之所以未实施降准置换到期 MLF，可能主要有以下原因：首先，降准置换到期 MLF 对降低银行资金成本作用有限，而引导银行下调存款利率在推动 LPR 报价下调方面的作用更为明显。据我们测算，即使通过降准全部置换 1 万亿到期 MLF，最多为银行节约成本 113 亿元（ $10000 \text{ 亿} \times (2.75\% \text{ (MLF 利率)} - 1.62\% \text{ (法定存款准备金利率)}) = 113 \text{ 亿}$ ），而银行下调活期存款利率 5 个基点，即可降低资金成本约 440 亿。可以看到，9 月商业银行启动新一轮存款利率下调，其中也包括了活期存款利率下调。这样来看，为推动 LPR 报价下调，当前动用降准工具的必要性不大。

其次，未来一段时间美国高通胀局面难现明显改观，2023 年二季度之前美联储有望持续加息，美元指数很可能继续处于强势运行状态。这意味着当前兼顾内外平衡、稳定人民币汇率在宏观政策权衡中的比重较高。降准一方面是“货币政策回归常态后的常规流动性操作”，但市场也易于将其理解为货币宽松的重要举措。由此，出于稳汇率角度考虑，当前监管层对实施降准或较为慎重。

最后，回顾 2017 年以来的历次降准，除 2018 年 4 月由央行率先正式公布外，其他 12 次降准均事先通过国常会等形式提前做出安排，央行后续正式宣布。而截至目前，公开渠道未出现类似安排。这实际上在很大程度预示了 11 月降准置换到期 MLF 的可能性已经不大。

**三、11 月 MLF 操作利率保持不变，或表明本轮疫情对经济运行的影响有待进一步观察，同时国内政策利率保持稳定，也能更好地兼顾内外平衡，稳定汇市预期。**

10 月中下旬以来，国内新增感染数量呈现较快上升势头，对经济运行的影响逐步体现。其中，10 月官方制造业 PMI 降至收缩区间，服务业 PMI 则在收缩区间进一步下行；预计疫情对 11 月经济运行的影响还会有所加大。不过，11 月 11 日国务院联防联控机制综合组发布进一步优化新冠肺炎疫情防控工作二十条措施，意味着同样规模的疫情，对生产、物流、消费、投资等经济活动的扰动效应会有所减轻。这会在一定程度上缓解四季度经济下行压力，不致出现类似二季度的大幅下行波动。当然，实际效果还要看各地的具体执行情况。由此，本轮

疫情对经济运行的影响有待进一步观察，当前下调政策利率的迫切性不高。

值得一提的是，近期受美元指数高位回落、国内疫情防控措施优化调整等因素影响，汇市单边贬值压力明显减轻，人民币汇率脱离美元走势快速贬值的风险下降，但稳汇市在宏观政策议程中仍占有重要位置。从这个角度出发，当前国内保持政策利率稳定，有助于遏制中美利差扩大势头，稳定汇市预期，在全球汇市剧烈动荡过程中增强人民币汇率韧性。

**四、11月MLF利率不动，但当月5年期LPR报价有可能再度下调15个基点；9月商业银行启动新一轮银行存款利率下调过程，为报价行下调5年期LPR报价加点提供动力，四季度居民房贷利率有望持续下行。**

11月MLF利率保持不变，意味着当月LPR报价基础未发生变化。不过，9月包括活期存款利率在内，商业银行启动新一轮存款利率下调，而且下调幅度整体上明显大于4月开启的年内首轮存款利率下调。这意味着近期银行资金成本会出现较大幅度的边际下行，增加报价行下调LPR报价加点的动力。

11月13日，落款为中国人民银行和银保监会联合发布的《关于做好当前金融支持房地产市场平稳健康发展工作的通知》在市场广为传播，引发广泛关注。这意味着以引导房地产行业尽快实现软着陆为目标，金融支持政策全面加码。背景是楼市“金九银十”成色不足，近期部分头部房企信用风险仍在持续暴露。当前房地产投资和涉房消费下滑较快，正在给宏观经济运行形成较大拖累。

着眼于四季度及明年初稳增长、控风险，推动楼市尽快出现趋势性回暖势头，我们判断监管层近期将引导报价行下调5年期LPR报价，其中最早有可能在本月21日落地；当前企业贷款利率明显低于居民房贷利率，且各类结构性支持政策工具丰富，都会引导企业贷款利率持续下行，由此年底前1年期LPR报价有望保持稳定。这也将一定程度上为5年期LPR报价更大幅度下调腾出空间。

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。