

2月MLF加量续作，将助力信贷延续多增势头

——2023年2月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2023年2月15日，央行开展4990亿元MLF操作，本月MLF到期量为3000亿元；本月MLF操作利率为2.75%，2022年8月以来连续7个月处于这一水平。

一、2月MLF延续加量续作，显示在1月信贷“开门红”之后，政策面继续支持银行信贷投放“适时靠前发力”，以宽信用巩固经济回升向上势头。

2月MLF操作量为4990亿，到期量为3000亿，这意味着本月央行实施了1990亿净投放，为连续第三个月加量续作。首先，这将补充银行体系中长期流动性，增加银行贷款投放能力。可以看到，1月PMI指数全面大幅升至扩张区间，经济回升势头已经出现。在企业融资需求增加、稳增长政策发力共同作用下，1月实现信贷“开门红”，也对银行体系流动性形成较大消耗。接下来为拓展经济回升势头，需要银行信贷投放继续“适时靠前发力”。本月MLF加量续作，将直接为银行补充中长期流动性，增加其放贷能力。我们预计2月人民币贷款将继续同比多增。这将有效提振市场信心，巩固经济企稳向上基础。

其次，受贷款高增、经济回暖预期升温等因素影响，近期银行同业存单利率上行较快。其中，进入2月以来，商业银行（AAA级）1年期同业存单到期收益率均值升至2.61%（2月1日至14日），较上月同期上行0.12个百分点，向着1年期MLF利率进一步靠拢。这会增加银行对MLF操作的需求。历史规律显示，商业银行（AAA级）1年期同业存单到期收益率上行至接近或高于MLF利率的水平，MLF往往会加量操作，反之亦然。

第三，本月MLF加量续作，加之近期央行持续通过大额逆回购“补水”，也有助于遏制2月初以来的市场利率上行势头，引导DR007、商业银行（AAA级）1年期同业存单到期收益率等基准市场利率中枢较为稳定地运行在相应政策利率下方。这将有效稳定市场预期，有利于银行以较低成本向实体经济提供信贷支持。

最后，在1月信贷放出“天量”之后，央行选择加量续作MLF，也意味着短期内降准的概率在下降。MLF加量操作和降准都能补充银行体系中长期流动性，支持银行放贷。其中降

准还可小幅降低银行资金成本。不过，尽管央行将降准定位为常态化的流动性调节工具，但市场仍普遍将其视为货币政策放宽、逆周期调控加力的重要政策信号——2022年4月和12月两次降准，分别对应两轮疫情高峰冲击。当前经济转入回升阶段，历史上看，这一阶段实施降准的概率较低，特别是在当前存准率已经不高的背景下。

二、2月MLF操作利率不变，符合市场预期，背后是一季度宏观经济转入回升过程，当前下调政策利率的必要性不高。

经历了2022年底前后的感染高峰后，今年一季度疫情影响已经显著减弱。中国疾病预防控制中心指出：“春节假期，疫情未出现明显反弹，在整个流行过程中，未发现新的变异株，我国本轮疫情已近尾声。”这意味着无论是春节期间居民消费旺盛，还是1月PMI全面回升至扩张区间，都具有较强的可持续性，宏观经济正在展开一轮较快反弹过程。我们预计，一季度GDP同比有望升至4.0%左右，较前一季度加快1.1个百分点。

作为逆周期调节的重要政策工具，降息往往在应对重大冲击、托底经济运行的时点推出，发挥“雪中送炭”作用；在经济进入回升过程后，无论我国历史上的货币政策操作还是其他国家货币当局的政策实践，都极少通过实施降息来“锦上添花”，助力经济更快上行。由此，在一季度经济回升势头已经确立的背景下，下调政策利率的必要性不高，对此市场已有预期。我们判断，一季度政策面将主要通过推动基建投资保持两位数高增，出台较大规模促消费措施，以及加大对房地产行业支持力度等方式，引导经济企稳向上过程。

鉴于近年来疫情、国际地缘政治局势等重大外部冲击较多，货币政策“相机决断”特征明显，加之我国货币政策在“数量工具和价格工具都有空间”，我们判断，着眼于应对可能发生的重大意外事件冲击，2023年降息的大门没有完全封闭。我们也认为，在二季度之后的经济回升过程中，考虑到今年物价有望继续处于整体温和状态，加之房地产低迷、外需放缓等因素还会对宏观经济运行形成一定扰动，因此年内上调政策利率的概率也不大。

值得一提的是，近期受美元指数反弹影响，2月初以来人民币出现一定贬值势头。当前国内保持政策利率稳定，有助于在美联储延续加息背景下，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。

三、2月MLF利率不动，1年期LPR报价将保持不变，但5年期LPR报价有一定下调空间。

当前宏观经济回升势头初显，基础还不稳固，一季度监管层会继续“推动降低企业综合融资成本和个人消费成本”，提振经济内生增长动能。特别是年初楼市仍在延续低迷状态，也需要进一步引导居民房贷利率下行。我们判断，在 MLF 利率不动的背景下，当前的重点是充分挖掘存款利率市场化调整机制潜力，降低银行存款成本；同时保持市场流动性处于合理充裕水平，引导 DR007、商业银行（AAA 级）1 年期同业存单到期收益率等基准市场利率较为稳定地运行在相应政策利率下方，控制银行在货币市场上的批发融资成本。鉴于当前银行净息差已处于历史低位，降低或控制银行各类负债成本是“推动降低企业综合融资成本和个人消费成本”、引导居民房贷利率下调的主要驱动力。

2022 年 9 月以来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 2022 年 4 月开启的首轮存款利率下调，2022 年 12 月降准落地也会降低金融机构资金成本每年约 56 亿元。我们认为，这些因素会抵消前期市场利率上升的影响，增加银行下调实际贷款利率，乃至报价行下调 5 年期以上 LPR 报价加点的动力。

我们判断，着眼于年初稳增长、控风险，推动楼市尽快出现趋势性回暖势头，监管层有可能于一季度引导报价行下调 5 年期以上 LPR 报价。趋势上看，2023 年上半年新发放居民房贷利率还将经历一个持续下调过程。这是改善楼市需求的关键所在。

1 年期 LPR 报价方面，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保持较低水平。由此，2 月 1 年期 LPR 报价有望保持稳定。这也将一定程度上为 5 年期以上 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。