

3月MLF加量续作，有助于营造推动经济较快修复的货币金融环境

——2023年3月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2023年3月15日，央行开展4810亿元MLF操作，本月MLF到期量为2000亿元；本月MLF操作利率为2.75%，2022年8月以来连续8个月处于这一水平。

一、3月MLF延续加量续作，源于年初两个月信贷持续强劲增长，银行体系补充中长期流动性需求增加，另一方面，这也有助于控制市场利率上行势头，为推动经济较快修复营造有利的货币金融环境。

3月MLF操作量为4810亿，到期量为2000亿，这意味着本月央行实施了2810亿净投放，为连续第四个月加量续作。首先，年初两个月新增信贷强劲增长，合计同比多增达1.5万亿；着眼于以宽信用支持经济较快修复，短期内新增信贷仍有望保持同比多增态势——尽管出于保持信贷投资节奏平稳考虑，同比多增幅度会有所收窄——这意味着当前银行体系需要适度补充中长期流动性。可以看到，进入3月以来，1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率已升至2.70%上方，正在接近2.75%的MLF操作利率水平。这也表明商业银行对MLF操作的需求在增加。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。由此，本月MLF加量续作，将直接为银行补充中长期流动性，有助于保持信贷投放的稳定性和连续性，进而提振市场信心，巩固经济回升向上基础。

其次，受年初贷款高增、经济回暖预期升温等因素影响，近一段时间市场利率上行较快。其中，2月DR007月均值升至2.11%，已略高于相应政策利率（央行7天期逆回购利率，2.0%）水平；如上所述，1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值也已接近相应政策利率水平。央行2月24日发布的《2022年第四季度货币政策执行报告》重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，这意味着需要控制3月市场利率继续上行势头。其中，除了通过公开市场实施逆回购适时“补水”外，加量续作MLF也能起到缓解资金面收紧的作用，同时释放稳货币信号。这将有助于稳定市场预期，推动银行以较低成本向实体经济提供信贷支持。

最后，年初信贷高增，央行选择连续加量操作 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、3 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，今年初宏观经济已展开回升过程。其中，1 月官方制造业和非制造业大幅回升至扩张区间，2 月保持较快上升势头，意味着当前经济反弹过程具有较强的可持续性。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，全力推动实消费复苏，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。

我们也认为，在后期的经济回升过程中，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。

三、“硅谷银行危机”不会对国内货币政策操作带来直接影响。

前期美联储连续大幅加息的滞后影响开始显现，以硅谷银行倒闭为代表，美国中小银行风险正在暴露；美联储已推出有针对性的救助政策，但本轮美国中小银行危机是否继续蔓延扩散仍有不确定性。我们判断，本轮危机将会对美联储收紧政策节奏带来一定影响，但再现“次贷危机”级别冲击的可能性不大。更为重要的是，当前中、美通胀形势存在根本差异，宏观政策目标也有显著不同。因此，无论接下来美国中小银行危机对美联储加息过程有何影

响，都不会动摇国内货币政策保持独立性的基础。监管层或将主要关注该事件是否会引发人民币汇率大幅波动及跨境资金流动出现异常；与此同时，预计今年国内会加大对中小金融机构的风险监控和处置力度，防止形成区域性、系统性金融风险。

四、3月MLF利率不动，1年期LPR报价将保持不变，但5年期LPR报价仍有一定下调空间。

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围绕政策利率波动，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。

我们判断，尽管当前部分地区楼市出现小阳春，但可持续性有待进一步观察。着眼于推动房地产行业尽快实现软着陆，监管层仍有可能于上半年引导报价行下调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、引用或以任何方式传播。

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。