

## 11月MLF大规模加量续作支持财政发力，年底前还有可能降准

——2023年11月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

**事件：**2023年11月15日，央行开展14500亿元MLF操作，本月MLF到期量为8500亿元；本月MLF操作利率为2.50%，上期为2.50%。

**一、11月MLF到期量达到年内最高峰，加量规模也显著上升，直接原因在于近期市场资金面持续收紧，银行对MLF操作需求增加。**

11月MLF到期量为8500亿，为年内最大规模；当月操作规模达到1.45万亿，即续作加量6000亿，加量幅度在上月2890亿的基础上显著扩大。直接原因在于，主要受信贷投放保持高水平、用于置换各类地方政府隐性债务的特殊再融资债券大规模发行等因素影响，10月以来市场利率继续上行，其中1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率月均值已升至MLF操作利率水平之上，达到2.52%，较9月均值上升9个基点（0.09个百分点）；进入11月以来，均值水平进一步升至2.57%。短端利率方面，8月以来DR007月均值更是持续运行在短期政策利率上方。这意味着尽管9月降准落地，释放长期资金5000多亿，但银行体系流动性水位仍在持续下降，特别是1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率持续高于MLF操作利率，会直接增加银行对MLF操作量的需求。

当前正处于推动经济复苏动能持续回升的关键阶段，需要保持市场流动性合理充裕，遏制市场利率过快上行势头。除灵活实施逆回购操作外，大规模加量续作MLF有助于缓解银行体系流动性压力。

**二、11月MLF大规模加量续作，释放稳增长政策继续用力信号，也能护航国债增发。**

9月降准落地，近期MLF操作持续大幅加量，显示政策面明确支持银行继续加大信贷投放。这已在10月贷款同比多增中得到印证。考虑到接下来经济复苏动能转强，以及促消费稳投资政策会带动融资需求上升，年底前两个月新发放贷款有望继续处于高位，11月大规模加量续作MLF将对此提供有力支持。这也在释放稳增长政策继续用力信号，有助于稳定社会预期，提振市场信心。

与此同时，本月 MLF 加量续作还将为增发 1 万亿国债营造有利的市场条件。继 10 月特殊再融资债券大规模发行逾 1 万亿后，进入 11 月以来，其发行量继续处于高位；与此同时，增发 1 万亿国债即将开闸发行，并在年底前发行完毕。这些债券主要由银行等金融机构购买，将大量消耗其中长期流动性，也是本月 MLF 大规模加量续作的一个直接原因。

### 三、年底前还有降准的可能。

在当前的市场条件下，我们预计 12 月 MLF 还会持续大幅加量续作。综合考虑接下来信贷投放、特殊再融资债券发行及增发国债带来的流动性需求，以及从优化银行流动性结构、降低银行资金成本等角度考虑，尽管近期 MLF 连续大规模加量续作，但年底前还有可能再次降准，预计降幅为 0.25 个百分点。可以看到，今年 3 月 MLF 续作加量规模高达 2810 亿，但为支持信贷投放，仍于当月实施全面降准。另外，此前 9 月最近一次降准后，当前金融机构加权平均存款准备金率约为 7.4%，距离市场普遍估计的 5.0% 的存款准备金率下限还有一定空间。

最后，尽管 8 月以来 MLF 到期量显著加大，但我们一直判断降准置换到期 MLF 的可能性较小。主要原因在于，当前及未来一段时间，银行会持续加大信贷投放力度，政府债券发行也会持续放量，银行体系中长期流动性吃紧，降准资金能起到有效“补水”作用。若降准置换到期 MLF，实际释放的资金规模会相应减少，不符合政策意图和操作目标，特别是在当前存款准备金率已经不高的背景下。另外，降准置换到期 MLF，稳增长政策发力的信号意义也会相应弱化，不符合当前的宏观经济背景。

### 四、降息也在政策工具箱内。

考虑到 6 月和 8 月 MLF 操作利率连续下调，加之三季度以来经济整体进入回升向好过程，因此包括本月在内，近期 MLF 操作利率不动符合市场预期。至于未来是否会继续降息，将主要取决于宏观经济运行态势及楼市走向，不能完全排除这种可能。10 月 CPI 再现同比负增长，PPI 还将在通缩状态持续一段时间，这意味着当前以名义贷款利率减去通胀率后的实际贷款利率较高。我们判断，未来不排除进一步下调政策利率，进而引导宏观利率水平与推动经济增速向潜在水平回归的要求相匹配。另外，伴随汇市运行趋于平稳，汇率因素也不会对国内政策利率灵活调整构成实质性障碍。

鉴于 11 月 MLF 操作利率不动，加之政策面正在引导银行降低实体经济融资成本，以及存量首套房贷利率较大幅度下调，银行净息差承压，报价行降低 LPR 报价加点动力不足，预计 11 月 20 日两个品种的 LPR 报价保持不变的可能性较大。

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。