

降准了，会降息吗？

——2021 年 12 月 MLF 操作点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2021 年 12 月 15 日，央行开展 5000 亿元 MLF 操作，本月 MLF 到期量为 9500 亿元；本月 MLF 操作利率为 2.95%，与 11 月持平，连续 21 个月保持这一水平。

对此，东方金诚解读如下：

一、15 日全面降准落地，部分资金用来置换到期 MLF，12 月 MLF 缩量续作。12 月 MLF 到期量达 9500 亿，仅次于上月 1 万亿美元的到期规模，为年内次高。与此同时，今日央行全面降准落地，共计释放长期资金约 1.2 万亿。央行此前已明确表示，本次降准“释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF）”。由此，本月 MLF 操作量为 5000 亿，意味着当月有 4500 亿到期量被降准资金置换，因此 MLF 缩量续作并不代表资金净回笼。

我们认为，使用部分降准资金置换 MLF 有以下含义：首先，这意味着降准释放的增量资金规模“打折”，有助于避免后续银行信贷增速过快冲高。其次，银行通过 MLF 向央行融资，需要提供合格质押品（如国债等），降准置换 MLF 后，能够减轻银行因大额 MLF 质押而带来的资产占用压力，改善流动性。最后，MLF 操作对手方主要是国有大行和股份制银行，资金要通过同业存单等渠道才能传导到中小银行。这一方面拉长了传导链条，也增加了中小银行的资金成本，进而抬高了主要由中小银行提供贷款的小微企业的融资成本。这样来看，降准置换 MLF 具有一定的“直达”效应，对小微企业的支持效果更为明显。

二、12 月 MLF 利率保持不变，短期内实施政策性降息的可能性不大，但明年上半年下调 MLF 利率将是货币政策实施逆周期调控的重要备选工具之一。

近期，央行每日开展 7 天期逆回购操作，操作利率始终保持在 2.20%，短期政策利率处于稳定状态。由于在利率走廊中短期政策利率和中期政策利率之间存在较为固定的联动关系，这实际上已预示 12 月 MLF 利率不会发生变化。

展望未来政策利率走向，12 月 10 日发布的中央经济工作会议公报指出，“在充分肯定成绩的同时，必须看到我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力”，要求“跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合”，即再度提出“逆周期宏观调控”要求；12 月 13 日央行强调，“明年稳健的货币政策要

灵活适度，保持流动性合理充裕。做好跨周期和逆周期政策设计，提高货币政策的前瞻性针对性”。这表明 2022 年在继续强化支持小微企业融资、发挥结构性货币政策定向滴灌功能等跨周期政策的同时，逆周期调控也将适度发力。

主要受房地产市场处于“寒潮期”等因素影响，明年经济下行压力将主要集中在上半年。由此，货币政策逆周期调控的主要发力时点也将在上半年。其中，在当前经济金融形势下，小幅下调政策利率（OMO 利率和 MLF 利率）将是货币政策逆周期调控的重要备选工具之一（其他政策工具包括降准、增量续作 MLF 等数量型工具）。我们判断，未来 MLF 利率能否下调，将主要取决于明年上半年经济增速是否再度逼近 5.0% 的潜在经济增长区间下限，而房地产市场运行态势将是一个重要观察点。其他方面，2022 年我国通胀整体将继续处于温和水平，同时，在中美经济和政策周期错位、国内货币政策坚持以我为主背景下，美联储加快 TAPER、甚至启动加息等都不会对我国货币政策灵活调整形成掣肘。

就短期一至两个月而言，我们认为政策利率下调的可能性不大。主要原因在于，今日降准落地后，叠加 7 月降准在降低银行资金成本方面的累积效应，20 日公布的 LPR 报价很可能小幅下调（2019 年 9 月降准就曾引导 1 年期 LPR 报价在 MLF 利率不变的情况下单独下调），从而在降低企业贷款利率方面起到代替政策性降息的作用。这同时也将为监管层提供一段政策观察期。可以看到，12 月 9 日最新 1 年期 LPR 利率互换（IRS）为 3.85%，较 7 月降准前下行约 11 个基点，已与现值持平，显示这段时间市场对 1 年期 LPR 下调的预期明显增强。

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。

我们的产品



大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31230

