

总量宽松落地，逆周期政策发力

——1月MLF操作点评

分析师：祁宗超
证书编号：S0500519010001
Tel: 021-50295364
Email: qizc@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

□ 事件：

央行1月17日公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，开展7000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1000亿元公开市场逆回购操作。中期借贷便利（MLF）操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点，中标利率分别为2.85%和2.10%。

□ 总量宽松落地，政策信号有迹可循

政策意愿方面，三季度GDP当季同比和两年平均复合增速均录得4.9%，虽然有汛情、疫情等因素的影响，但已经低于央行测算的我国“十四五”期间潜在增速5.0%-5.7%。其次，社融增速及M2增速探至历史低位，结构性货币政策效力有限。在逆周期调节的背景下，需要宽松的货币政策来配合积极的财政政策。从政策信号来看，我们也可以看到货币政策从四季度以来的逐渐转宽的趋势。四季度货币政策委员会例会中提到要将总量与结构性货币政策相结合，因此一季度调降MLF利率符合此前的政策倾向。

□ 海内外周期错位，存在政策宽松空间

首先，从中美两国十年期国债利差来看，当前仍高于80至100BP的舒适区间。其次，从人民币汇率来看，人民币兑美元汇率持续升值，已达到了近几年的高位水平。相对强势的人民币兑美元汇率增加了汇率的弹性，在海内外宏观经济周期错位的背景下，给予了货币政策一定的宽松空间。此外，海外趋紧、国内偏宽的货币政策错位下，可以避免人民币兑美元的单边升值预期，也可以为出口提供支撑。最后，PPI-CPI剪刀差的缩小，宏观杠杆率连续4季度的下降，都放松了对于总量宽松货币政策的掣肘。

□ 利率下调幅度超预期，逆周期政策发力

冬季新冠肺炎疫情的多地散发难免会对春节假期的消费产生拖累，使得原本疲弱的消费数据修复更加艰难。其次，从房地产行业的数据来看，其下跌趋势并未止住，可能会继续对一季度的经济数据产生拖累。超额续作的原因，我们考虑一方面是为了应对节前的流动性紧张，保持市场流动性合力充裕。另一方面，超额续作叠加调低中标利率能够使得银行获得更低成本的资金，以便进行一季度“开门红”的信贷投放，降低实体企业融资成本，为经济逆周期调节提供支撑。

□ 风险提示

海外政策紧缩超预期；通胀超预期；疫情发展超预期。

1 政策性利率下调，总量宽松政策落地

1月17日，央行超量续作到期MLF和7天逆回购，二者中标利率分别为2.85%和2.10%，均较前值下降10bp。总量政策性利率的下调符合我们的预期，但下调幅度超出我们及市场的预期。

我们此前从政策意愿、政策空间及政策信号三个维度出发，论证了一季度大概率会见到总量宽松货币政策的落地，即政策性利率下调。政策意愿方面，首先，下半年以来经济增长压力加大，三季度GDP当季同比和两年平均复合增速均录得4.9%，虽然有汛情、疫情等因素的影响，但已经低于央行测算的我国“十四五”期间潜在增速5.0%-5.7%。在房地产投资持续下行，疫情扰动下消费延续疲软的背景下，四季度和2022年一季度的经济增长压力仍存。其次，社融增速及M2增速探至历史低位，结构性货币政策效力有限。在逆周期调节的背景下，需要宽松的货币政策来配合积极的财政政策。

图1 M2及社融增速在下半年探至近年底部(%)

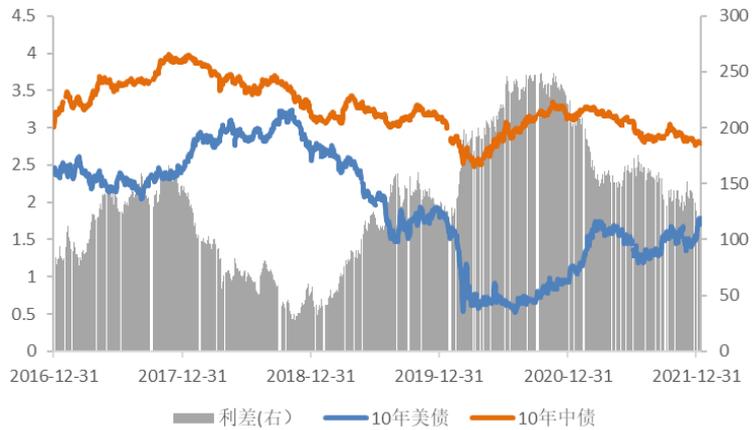


资料来源：湘财证券研究所、Wind

在海外主要发达国家货币政策收紧的背景下，我国也存在不跟随其行动的政策空间。首先，从中美两国十年期国债利差来看，虽然因为12月份美联储加速TAPER，中美十年国债利差有所收窄，但当前仍高于80至100BP的舒适区间。其次，从人民币汇率来看，由于疫情以来我国出口表现强劲，持续积累的贸易顺差支撑人民币兑美元汇率持续升值，已达到了近几年的高位水平。相对强势的人民币兑美元汇率增加了汇率的弹性，在海内外宏观经济周期错位的背景下，给予了货币政策一定的宽松空间。此外，海外趋紧、国内偏宽的货币政策错位下，可以避免人民币兑美元的单边升值预期，也可以

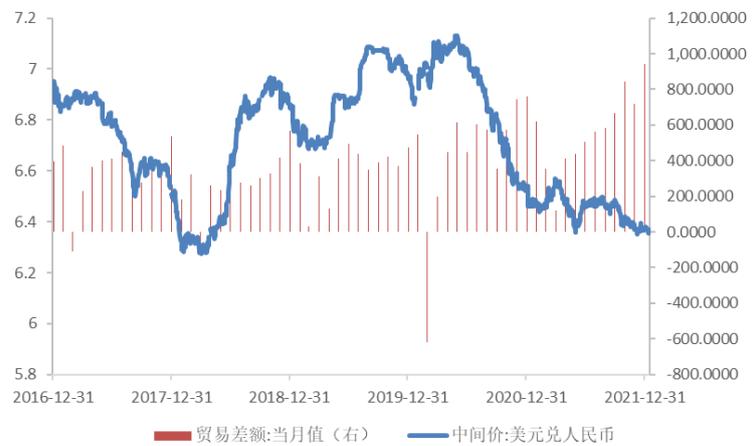
为出口提供支撑。最后，PPI-CPI 剪刀差的缩小，宏观杠杆率连续 4 季度的下降，都放松了对于总量宽松货币政策的掣肘。

图 2 中美十年国债利差仍在舒适区间之上（%，BP）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

图 3 人民币兑美元汇率升值到近年高位水平（亿美元）



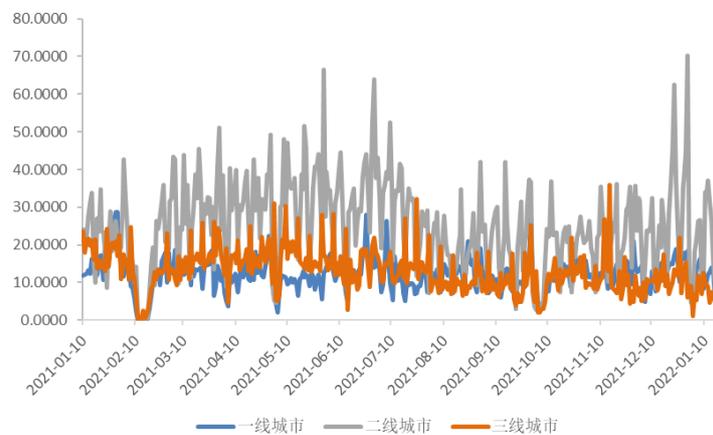
资料来源：湘财证券研究所、Wind

从政策信号来看，我们也可以看到货币政策从四季度以来的逐渐转宽的趋势。首先，在三季度货币政策执行报告中删去“不搞大水漫灌”，随后 12 月便进行了全面降准及定向降息操作，而非是进行 MLF 的到期续作，随后在两次降准的基础上，通过降低加点的方式下调了一年期 LPR 利率 5BP，在四季度货币政策委员会例会中提到要将总量与结构性货币政策相结合。因此，一季度调降 MLF 利率符合此前的政策倾向。

2 利率下调幅度超预期，逆周期政策发力

此次政策性利率下调 10BP 而不是 5BP，下调幅度超出我们及市场的预期，稳增长信号明显。首先，近期全国多个城市出现了新冠疫情散发的情况，其中一些本土病例确诊为奥密克戎毒株。为了有效防控疫情，不同城市采取了相应的社交隔离措施，部分城市也鼓励就地过年。冬季新冠肺炎疫情的多地散发难免会对春节假期的消费产生拖累，使得原本疲弱的消费数据修复更加艰难。其次，从房地产行业的数据来看，其下跌趋势并未止住，可能会继续对一季度的经济数据产生拖累。

图 4 30 大中城市商品房成交面积（套）



资料来源：湘财证券研究所、Wind

在此背景下，超量续作到期 MLF 的同时，调低了中标利率 10BP。超额续作的原因，我们考虑一方面是为了应对节前的流动性紧张，保持市场流动性合力充裕。另一方面，超额续作叠加调低中标利率能够使得银行获得更低

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_36321

