



**东方金诚：10 月 MLF 连续第
二个月等量平价续作 四季度
会降准降息吗？**



文/新浪财经意见领袖专栏作家 东方金诚 王青、高级分析师 冯琳



事件：2021 年 10 月 15 日，央行实施 5000 亿元 MLF 操作，MLF 操作利率为 2.95%，与 9 月持平，连续 19 个月保持这一水平；10 月 MLF 到期量为 5000 亿元，因此本月 MLF 为等量平价续作。

具体解读如下：

一、10 月 MLF 到期量不小，央行连续第二个月等量续作，表明政策面继续支持银行中长期流动性适度宽松，四季度边际宽信用过程有望启动。10 月 MLF 到期量为 5000 亿，尽管环比上月下降 1000 亿，但仍是年初以来第三高的水平（作为对比，上半年到期量合计为 1 万亿）。7 月全面降准落地，其中释放的部分资金要被用来置换到期的 MLF，但央行并未明确置换规模。在 7 月、8 月分别置换 3000 亿和 1000 亿后，市场普遍关心接下

来是否还有置换操作——如果继续实施置换，则表明降准释放的增量长期资金会进一步减少，降准对银行中长期流动性的支持力度也会相应减弱。

10月MLF连续第二个月高额等量续作，意味着7月降准释放的增量长期资金为6000亿（10000亿-3000亿-1000亿）。这一增量资金规模不小，能够对接下来银行加大信贷投放提供一定支持。央行第三季度银行家问卷调查显示，当季贷款审批指数与上季基本持平，改变了自去年下半年以来的较快下行势头，表明银行放贷的意愿和能力边际企稳。

更为重要的是，本月MLF高额等量续作，表明政策面支持目前银行体系中长期流动性适度宽松，有助于四季度展开一轮边际宽信用过程。

7月7日国常会宣布降准决定以来，中端市场利率大幅下行。其中，作为中端市场基准利率的1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率月均值从6月的2.88%降至8月的2.66%，9月小幅反弹至2.70%，继续明显低于中期政策利率（MLF利率），且“倒挂”幅度变化不大。在此背景下央行选择等量续作MLF，表明政策面继续支持银行中长期流动性适度宽松；叠加三季度货币政策委员会例会公报重申“增强信贷总量增长的稳定性”，我们判断9月信贷、社融增速等金融数据基本触及本轮“紧信用”过程底部，10月起有望进入一轮小幅回升过程，边际宽信用进程即将展开。

二、10月MLF操作利率保持不变，政策性降息预期进一步降温。

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%，

短期政策利率持续处于稳定状态。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 10 月 MLF 利率不会发生变化。值得一提的是，尽管近期以 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率为代表的中端市场利率明显低于 MLF 利率，但该指标对预测政策利率走向的意义不大。

本月 MLF 操作利率未作调整，进一步打破了市场中部分存在的政策性降息预期，表明 7 月全面降准更多属于针对小微企业等实体经济的定向支持措施，当前货币政策并未转向全面大幅宽松，灵活精准、合理适度的政策基调未发生变化，监管层仍然注重在稳增长、防风险和控通胀之间保持平衡。

我们判断，今年四季度至明年一季度会存在一定经济放缓压力，央行需要选择适当的政策工具进行对冲。但政策性降息代表政策面做出强烈反应，而今年底明年初经济放缓压力可控，特别是城镇调查失业率升至 5.5% 控制目标之上的可能性不大（8 月该指标为 5.1%）。另外，当前政策面强调跨周期调节，央行多次强调要“珍惜正常的货币空间”，也意味着未来一段时间稳增长政策力度整体上会比较温和。由此，在诸多备选政策工具中，短期内实施政策性降息的可能性不大，四季度 MLF 利率有望继续保持不动。

我们判断，在 9 月 PPI 和 CPI 之间的“剪刀差”创新高，四季度仍难以明显收敛，中下游小微企业经营困难持续加剧的背景下，四季度央行可

能再次实施全面降准，并引导 1 年期 LPR 报价下行，进而带动企业实际贷款利率进一步下降，对冲原材料成本上升给小微企业带来的经营压力。一方面，若四季度 1 年期 LPR 报价下调，“市场化降息”在降低企业融资成本的实际效果方面可替代政策性降息，这也是四季度 MLF 利率料将保持不动的一个潜在原因。另一方面，若四季度全面降准落地，除了推动信贷、社融提速，助力宽信用进程外，也可部分置换 11 月和 12 月 MLF 大规模到期量（分别高达 1 万亿和 9500 亿），缓解地方债发行提速给银行体系带来的流动性压力。

三、10 月 MLF 操作利率不动，20 日公布的 LPR 报价有望保持不变。

1 年期 MLF 操作利率是 1 年期 LPR 报价的参考基础。自 2019 年 9 月以来，两者一直保持同步调整，点差固定在 90 个基点。10 月 MLF 利率不动，意味着当月 LPR 报价基础未发生变化。综合考虑到近期银行边际资金成本变化、信贷市场走势，我们预计 10 月 LPR 报价将大概率保持不变。

不过，7 月全面降准后，包括 3 月期 SHIBOR、银行同业存单利率在内的中端市场利率下行幅度较大，银行边际资金成本整体上有所下降。此

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_27827

