



**温彬：央行缩量续作 MLF，
明年初再次降准必要性和概
率或更高**



意见领袖 | 温彬（民生银行首席经济学家）、张丽云（民生银行研究院金融市场研究中心主任）



——11月15日，央行平价缩量续作8500亿元MLF，同时逆回购投放1720亿元，叠加11月以来央行已通过PSL和科技创新再贷款等工具投放中长期流动性3200亿元，中长期流动性总体已超过本月1万亿元的MLF到期量。

——央行的此次操作，虽然使降准的预期落空，但兼顾了中长期和短期流动性供需的平衡，并强化了定向和结构性支持，显示出公开市场操作的精细化水平进一步提升，达到了维护流动性合理充裕、防止资金继续淤积和空转套利、以结构性领域发力拉动经济企稳回升，以及兼顾内外平衡的多重目的。

一是近期资金利率中枢快速抬升，释放足额中长期和短期流动性进行呵护有其必然性。9月以来，随着央行利润上缴以及留抵退税结束，财政支出力度放缓，加之10月是缴税大月、5000亿元专项债发行，流动性开始边际收紧。为此9月和10月下旬，央行分别净投放了9600亿元和9000亿元OMO维稳流动性，每个月近万亿元投放也仅使得月末资金面处于中性偏紧状态。进入11月，资金利率并未如期回落，资金面仍保持在偏紧状态，前两周R001均值在1.66%，R007均值1.76%，资金利率中枢较Q2、Q3明显抬升，质押式回购成交量也较前期大幅回落。此外同业存单利率快速上行，1Y期国股同业存单发行利率已向上突破2.2%，引发市场对于资金面的担忧。11月上旬资金利率快速上行，在财政支出退坡等因素影响外，还叠加缴税日期临近、月中1万亿元大额MLF到期（全年最高）以及全月OMO到期量较大（9910亿元）对市场预期的影响。因此，央行通过中长期MLF续做、PSL和再贷款工具投放、高额短期OMO投放相结合，有助于呵护流动性合理充裕，平稳跨越特殊时点。后续，预计央行仍将根据各时点的流动性和利率变化，灵活、精准的进行精细化调控，既不允许大水漫灌，也不允许市场利率大幅波动。

二是当前国内需求复苏仍偏弱，宽信用的持续性仍依赖于宽松流动性的支持，且以特定领域发力助力经济企稳回升仍是当前着力点。近期公布的10月金融数据、通胀等指标反映出国内需求复苏仍偏弱，微观主体融资意愿不强，且通缩特征更加明确（CPI回落至2%左右，PPI时隔21个月首度转负）。为此，央行通过多种工具保持流动性合理充裕，推进宽信用进

程；并以 PSL 等保证大行的中长期资金供给，进一步发挥政策性金融工具的作用，继续以基建、制造业、房地产等领域的信用扩张带动经济修复向上。此外，通过科技创新再贷款等工具为银行提供低成本、长期性的资金支持，也有助于激发微观主体活力、引导经济结构转型升级，有进有退、破立并举。

——而此次降准预期落空，或主要源于以下因素：一是引导资金利率逐步回归政策利率中枢符合央行意图。现在资金利率虽然明显回升，但仍在政策利率下方，降准的必要性不高。

二是高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源，央行要管住货币总闸门。前期资金利率过低下，市场杠杆率过高，会增加金融体系脆弱性，目前资金面边际收敛、杠杆率有所下降，如果再降准，会给市场释放持续宽松信号，再度引发高杠杆。

三是目前实体融资需求仍不强，政策驱动因素大，如果降准会造成资金的持续淤积，容易引发资金空转和套利行为，降低资金运行效率。

而且当前海外加息周期 人民币贬值压力 通胀韧性增强 内外均衡考虑

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_48866

