

开年 MLF 操作利率“按兵不动”，短期内仍有降息降准可能

——2024 年 1 月 MLF 操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2024 年 1 月 15 日，央行开展 9950 亿元 MLF 操作，本月 MLF 到期量为 7790 亿元；本月 MLF 操作利率为 2.50%，上期为 2.50%。

一、近期经济修复势头边际减弱，物价持续负增长推高实际利率，市场对政策利率适度下调的预期升温；1 月 MLF 操作利率“按兵不动”，或显示政策面仍在观察前期稳增长措施效果，一季度 MLF 操作利率仍有下调可能。

主要受房地产行业下滑、消费需求不振等因素影响，2023 年四季度官方制造业 PMI 指数持续运行在收缩区间；11 月以来服务业 PMI 指数也连续两个月处于荣枯平衡线之下。这意味着在 2023 年三季度经济复苏动能转强后，四季度经济运行稳中见弱，货币政策实施逆周期调节的必要性上升。回顾历史可以看到，一旦官方制造业 PMI 指数连续 3 个月以上运行在收缩区间，宏观政策做出反应的可能性就会显著加大。另外，刚刚公布的物价数据显示，2023 年 12 月 CPI 同比为-0.3%，降幅较上月收敛 0.2 个百分点，连续三个月同比负增长；当月 PPI 同比为-2.7%，降幅较上月收敛 0.3 个百分点，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。由此，当前通过下调政策利率、引导名义贷款利率下行，缓解实际利率上升的迫切性较高。这是近期降息预期升温，市场利率持续下行，其中 10 年期国债收益率一度下破 2.50%的重要原因。

1 月 MLF 利率未如市场预期下调，或与政策面正在观察 2023 年 12 月 3500 亿新增 PSL 推进“三大工程、增发 1 万亿国债资金全面投放使用，以及以京沪楼市新政为代表的房地产支持政策加码等措施，对年初宏观经济运行的提振效果有关。这包括能否扩大有效需求，改善 PPI、CPI 持续负增长的态势等。我们判断，综合官方制造业 PMI 指数及物价走势，一季度 MLF 利率下调的可能性仍然较大。首先，这将释放稳增长政策前置发力的清晰信号，提振市场信心。其次，MLF 利率下调会带动 LPR 报价联动

调整，降低实体经济融资成本，激发市场需求，有助于扭转 2023 年四季度以来经济修复势头稳中偏弱的局面。最后，这将为引导居民房贷利率下行开拓空间，进而推动房地产行业尽快实现软着陆。后者是当前宏观经济牵一发而动全身的关键。

三、1 月 MLF 加量续作符合市场预期，后期不排除降准的可能。

1 月 MLF 到期量为 7790 亿，当月操作规模达到 9950 亿，即当月实施 2160 亿加量续作，较此前两个月 6000 亿和 8000 亿加量规模有所减小。首先，本月继续实施加量续作，符合市场预期。2024 年一季度已进入稳增长关键阶段，MLF 加量续作有助于增加银行体系中长期流动性，支持信贷投放保持合理增长，同时也能鼓励银行等金融机构按照市场化、法治化原则，通过展期、借新还旧、置换等方式，积极参与地方债务风险化解。

其次，1 月加量规模有所减小，主要是去年四季度规模高达 1.39 万亿的地方政府特殊再融资债券和 1 万亿增发国债大规模发行结束，进入 2024 年 1 月以来，政府债券发行规模显著下降；加之在监管层“信贷均衡投放”要求下，1 月新增信贷规模也将较为温和，当前市场资金面转入偏于充裕状态，银行对 MLF 操作的加量需求有所下降。

不过，预计短期内全面降准仍有可能落地。截至本月，MLF 余额已达 72910 亿。历史规律显示，当 MLF 余额超过 5 万亿，央行降准概率会相应增大。这主要是为了优化银行体系资金结构，增强银行经营稳健性。另外，接下来为支持银行继续保持必要的信贷投放力度，积极参与城投平台债务风险化解，也有必要扩大对银行体系长期流动性的支持。由此我们判断，降准仍有可能在 2 月落地，预计降准幅度为 0.25 个百分点，释放长期资金 6000 亿左右；同时这也可兼顾春节期间流动性安排。值得注意的是，此前 2023 年 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，考虑到 MLF 操作利率是 LPR 报价的定价基础，加之当前商业银行净息差承压，因此尽管近期商业银行启动新一轮存款利率下调，但综合考虑各类影响 LPR 报价加点因素，我们判断 1 月 22 日 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价都将保持不变。

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、引用或以其他方式传播。

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。