货币政策并未大幅转向

——1 月 15 日央行发布会及 MLF 操作点评

1 月 15 日，国新办举行 2020 年金融统计数据新闻发布会，央行关于货币金融政策的表述成为市场焦点。同日，央行进行 5,000 亿 MLF 操作，本月 MLF 和 TMLF 到期量合计为 5,405 亿。

一、经济前景：经济稳步回暖，物价温和上涨

央行对国内经济前景持乐观态度，但仍对外部不确定性保持警惕。央行认为，目前我国经济已经回到潜在产出水平，内生动力增强，企业融资需求强劲。外部风险主要来自三方面：一是国际金融市场波动幅度加大；二是跨境资本流动方向易变、波动较大；三是低收入国家债务风险将进一步上升。政策思路上，央行将“以我为主”、“不转急弯”。

物价方面，央行判断今年全年 CPI 同比有望先升后稳。核心 CPI 有望随着消费需求的复苏继续回升，但考虑到猪肉价格将因供给改善而下行，今年我国物价水平大概率会保持温和上涨的态势。此外，虽然资产价格短期内不会纳入通胀，但央行仍会通过宏观审慎政策来防范资产价格大起大落带来的宏观金融风险。

二、金融市场：两大关注点

第一，房地产金融的监管力度将持续加大，住房租赁金融支持政策有望落地。随着房地产的金融调控加强，截至 2020 年末，房地产贷款增速 8 年来首次低于各项贷款增速，新增房地产贷款占各项贷款的比重降至 28%，较 2016 年末减少 16.6pct。同时，央行将加快研究金融支

持住房租赁市场的政策，并于近期公开征求意见。

第二，央行对人民币快速升值保持关注。2020 年三季度以来，美元兑人民币中间价已由 5 月末的高点 7.13 持续降至今年 1 月 15 日的 6.46。对此，央行表示“人民币将在合理均衡水平上保持基本稳定”，避免形成汇率升值的单边预期，且判断汇率变动对出口和经济的影响有限。

三、政策操作：稳步回归中性

数量型操作上，结合历史和国际比较，央行认为“目前的存款准备金率水平不高”[1]，指向一季度应再无降准。价格型操作上，央行认为“当前利率水平是合适的”，指向一季度 MLF 利率将保持不变。

近期央行的政策操作传递出稳步回归中性的政策基调。结合当前的市场利率水平，MLF 缩量续作并不意味着货币政策大幅转向。开年以来，央行每日均进行逆回购操作，但投放量由 1 月 4 日的 200 亿逐渐收缩至 1 月 15 日的 20 亿。一方面，信用违约事件的负面影响还未完全消散，央行仍有必要“维稳”；但另一方面，资金利率自 11 月下旬以来整体回落，并降至政策利率下方，不利于央行传递回归中性的政策信号。目前 DR007 已由 11 月末的 2.3%降至 1 月中旬的 2.01%，步入 7 天逆回购利率（2.2%）下方；同期 1 年期 AAA 同业存单利率由 3.25%降至 2.76%，亦位于 1 年期 MLF 利率（2.95%）之下。因此，1 月 15 日，央行结束了此前连续 5 个月超额续作 MLF，转而小幅缩量续作 MLF，实现净回笼 405 亿，避免资金利率继续下行。**观察货币政策立场，“价”比“量”更重要。**

[1] 目前金融机构平均存款准备金率为 9.4%，其中超过 4000 家的中小存款类金融机构的存款准备金率为 6%。

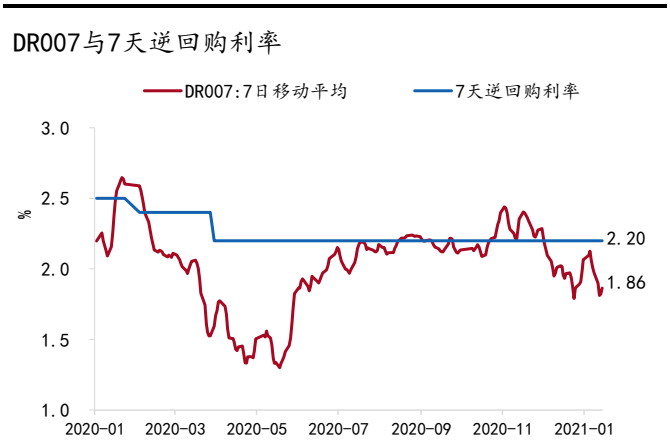
四、小结：货币政策并未大幅转向

总体来看，货币政策继续向中性回归。我国经济增长已经回到甚至短期超出潜在产出水平，物价水平有望呈现先升后稳走势。央行高度关注外部金融风险、房地产风险、汇率升值等问题。MLF 缩量续作并不意味着货币政策立场的跳跃性变化，呼应中央经济工作会议“不转急弯”的政策要求。央行“稳货币”“稳信用”的政策基调有望延续。

前瞻地看，货币政策的总量调节色彩正逐步淡化，结构性政策工具的重要性将继续上升。数量上，一季度应无降准，央行更倾向于通过 OMO/MLF 弥补商业银行短期/中长期资金缺口，使流动性处于合理充裕区间，**引导市场利率围绕政策利率运行。**结构上，再贷款再贴现、直达实体工具有望继续发力；央行亦可能新设针对科技创新领域的直达实体工具。价格上，一季度 MLF 利率和 1 年期/5 年期 LPR 均将保持不变；随着企业信贷需求继续走强，**贷款利率可能出现结构性分化**，其中小微企业贷款利率预计将继续下行，大型企业贷款利率或保持稳定。

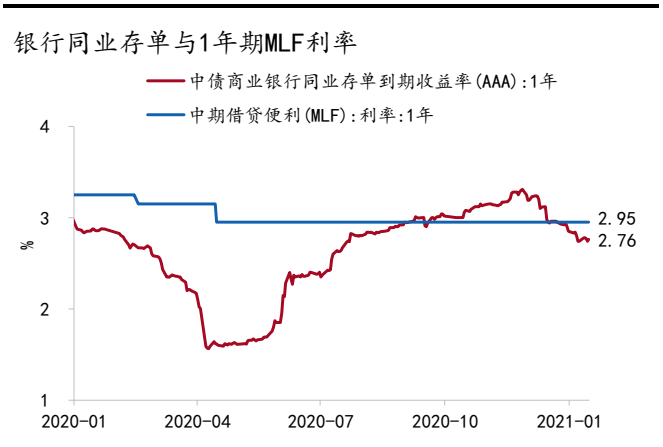
（评论员：谭卓 杨薛融）

图 1：DR007 已处于 7 天逆回购利率下方



资料来源：WIND、招商银行研究院

图 2：同业存单利率已处于 MLF 利率下方



资料来源：WIND、招商银行研究院