

央行政策利率曲线全面下移 ——2019 年 11 月央行货币政策操作点评

一、货币政策操作：11 月量价齐“松”

11 月以来，央行连续进行货币政策操作，宽松幅度超过市场预期：

11 月 5 日，央行开展 MLF 操作 4,000 亿元（略小于当日 4,035 亿元的到期量），期限 1 年，利率调低 5bp 至 3.25%。

11 月 15 日，对仅在省级行政区域内经营的城商行定向降准 1 个百分点的第二次调整落地，释放长期资金约 400 亿元。同日，央行开展 MLF 操作 2,000 亿元，期限 1 年，利率持平于 3.25%。

11 月 18 日，央行开展 1,800 亿元 7 天逆回购操作，中标利率较前值下调 5bp 至 2.5%。

11 月 19 日，央行进行 500 亿元 1 个月国库现金管理商业银行定期存款招投标，中标利率下降 2bp 至 3.18%。

11 月 20 日，1 年期 LPR 下行 5bp 至 4.15%，基本符合市场预期；5 年期 LPR 下调 5bp 至 4.80%，超出市场预期。

由此，整个政策利率曲线全面小幅下移，且 11 月以来央行已合计净释放流动性约 5,565 亿元。

二、货币政策立场：“稳增长”是第一要务，结构性通胀并非掣肘

近期中国经济呈现出“类滞胀”的格局，使得市场对货币政策预期出现分化。一方面，若精确到小数点后两位，三季度实际 GDP 当季值

的同比为 5.96%，已破“政策底”（年初《政府工作报告》中的 GDP 增长目标为（6%-6.5%），逆周期调节亟待加码。而另一方面，“猪通胀”持续发酵下，10 月猪肉分项价格同比增速超过 100%，驱动 CPI 同比增速上行 0.8pct 至 3.8%，市场普遍认为将制约货币政策宽松空间。

近期央行的一系列货币政策操作表明，“稳增长”是当前央行货币政策立场考量中的决定性因素。近期发布的三季度《货币政策执行报告》中删去了二季度“把好货币供给总闸门”的表述，强调“加强”逆周期调节，并新增“保持社会融资规模合理增长”的表述，表明了货币政策边际宽松的方向。

11 月 19 日，央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会上，指出“金融部门要提高政治站位”，“坚持发展是第一要务，坚持金融服务实体经济，实施好稳健的货币政策，加强逆周期调节，加强结构调整”，指向货币政策将持续结构性发力，支持实体经济。

另一方面，我们在此前的报告中反复强调，短期供给冲击导致的结构性通胀不会成为货币政策的掣肘因素。一是货币政策作为总量政策无法解决猪肉供给侧的问题；二是央行在三季度《货币政策执行报告》中也判断“猪通胀”所导致的食物价格冲击将逐步消退，CPI 同比增速将趋于回落。

三、“两个超预期”：OMO 和 5Y LPR

第一，自 2018 年 4 月起，7 天逆回购利率一直保持不变，且此次下调距 MLF “降息”仅半月，超出市场预期。我们认为，央行旨在通过引导货币市场利率下行，带动银行间市场的同业负债成本下行，配合

MLF 利率对中长期负债成本下行的引导，有助于银行综合负债成本的降低。

第二，5 年期 LPR 下调 5bp 超出市场预期。这指向在当前经济下行压力仍大的背景下，通过降低中长期信贷成本支持实体经济的重要性上升。同时，这也会带动房贷利率小幅下调，有利于降低刚需购房者的购房成本、稳定合理购房需求，这也会对房地产投资形成支撑。

四、结论：货币政策将持续发力

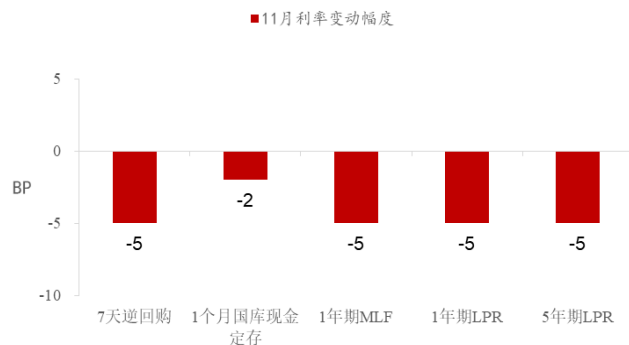
总体来看，11 月的一系列货币政策操作是央行对经济下行压力加大的迅速响应。未来货币政策边际宽松的大方向已经确定，结构性通胀并不会成为货币政策的掣肘因素。但与此同时，央行也将保持“政策定力”，坚决不搞“大水漫灌”，更多通过市场化的价格调控/改革来实现疏通货币政策传导机制的目标。

前瞻地看，考虑到央行近期一系列操作及结构性存款新规有望缓解银行负债端的压力，预计 12 月 1 年期 LPR 仍有望以压缩“加点”的方式继续小幅下行 5 bp，而 5 年期 LPR 预计保持平稳。MLF 利率方面，未来仍需进一步下调 MLF 利率以降低实体经济融资成本，考虑到 11 月 MLF 利率已下调 5bp，下一次下调 MLF 利率大概率将在明年落地，且 7 天逆回购利率也有望同步下行。降准方面，考虑到 11 月定向降准已落地，预计年内进一步降准的概率较低。

（评论员：谭卓 杨薛融）

附录

图 1：11 月各期限利率均有不同程度的下行



资料来源：WIND、招商银行研究院

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_8846

