

“滞”与“胀”的取舍

——2019 年 11 月 5 日 MLF 操作点评

2019 年 11 月 5 日，人民银行开展中期借贷便利(MLF)操作 4,000 亿元，略小于当日到期量 (4,035 亿元)，期限 1 年，中标利率 3.25%，较上期下降 5 个基点。今日央行未开展逆回购操作。

一、背景：海外迎来降息潮，国内步入“类滞胀”

本次 MLF 操作利率的下调基本符合市场预期，但时间点的选择略超预期。一方面，经济下行压力加大背景下，货币政策需加大逆周期调节力度。但另一方面，近期“猪通胀”压力持续上升，叠加 8、9 月金融数据明显改善，使得货币政策边际放松的必要性有所下降。我们认为，央行选择这一时点降息可能基于下述三方面的考虑：

第一，随着全球经济放缓，海外“降息潮”来临。7、9、10 月美联储三次“保险式”降息，共计降低联邦基金利率 75bp，为我国央行的货币政策操作打开了空间。美联储前两次降息央行均未跟随，体现了我国货币政策“以我为主、保持定力”的特征。或考虑到美联储年内大概率不会进一步降息，央行顺势跟随美联储小幅降息 5bp。

第二，10 月以来中美贸易摩擦阶段性缓和，市场风险偏好有所回升，人民币汇率贬值压力下降，对货币政策的制约有所减弱。10 月以来人民币汇率有所企稳，美元兑人民币中间价由 10 月初的 7.07 降至目前的 7.04。

第三,当前经济下行压力仍大。10 月制造业 PMI 呈现出供需双降、盈利承压的特征,指向政策仍有“稳增长”的必要性。由于财政收支矛盾凸显,货币政策的重要性相对上升。

而此次 MLF 利率下调表明当前对央行而言“滞”相对于“涨”更重要,猪肉供给侧因素所导致的结构性通胀并非货币政策操作的重要掣肘。

二、影响：进一步降低实体经济融资成本

由于经济下行压力仍大,降企业融资成本仍迫在眉睫。二季度末的贷款加权平均利率为 5.66%, 仅较一季度末的 5.69% 下降 3bp。

MLF 操作利率的小幅下降有助于进一步引导 LPR 下行,推动实现降低企业融资成本的目标。8 月 17 日,央行改革完善 LPR 形成机制,改革后的 LPR 在 MLF 操作利率的基础上加点报价,加点幅度主要取决于银行自身资金成本、市场供求、风险溢价等因素。

1 年期 LPR 报价在 8 月相较之前的贷款基准利率 4.35% 小幅下降 10bp, 9 月进一步下降 5bp, 但 10 月的报价持平于 9 月。前两次 LPR 报价的下降均通过压缩银行加点的方式进行,而商业银行负债端资金成本、由企业基本面决定的风险溢价等因素均未发生明显变化,因此通过下调 MLF 利率推动 LPR 利率下行成为当前央行的合理选择。

三、结论：货币政策进一步宽松的概率降低

总体来看,央行此次降息的主要目的是进一步降低实体经济融资成本,本次 MLF 操作利率的下降大概率将带动 11 月 LPR 同步下行

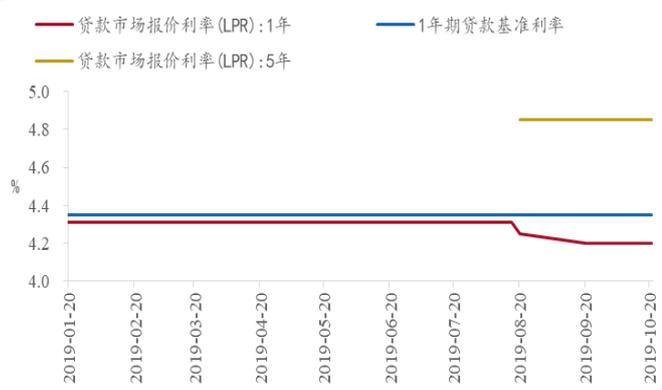
5bp。此次降息后，短期内货币政策进一步放松的概率下降。近期将发布三季度货币政策执行报告，需重点关注央行对四季度货币政策的定调。

前瞻地看，后续 12 月 6 日和 12 月 14 日还将分别有 1,875、2,860 亿元的 MLF 到期，考虑到通胀预期管理、金融数据好转、稳房价等因素，年内 MLF 利率进一步下调的概率较低。而降准方面，考虑到 11 月中旬还将有一次定向降准落地，年内进一步降准的可能性不大。

（评论员：谭卓 杨薛融）

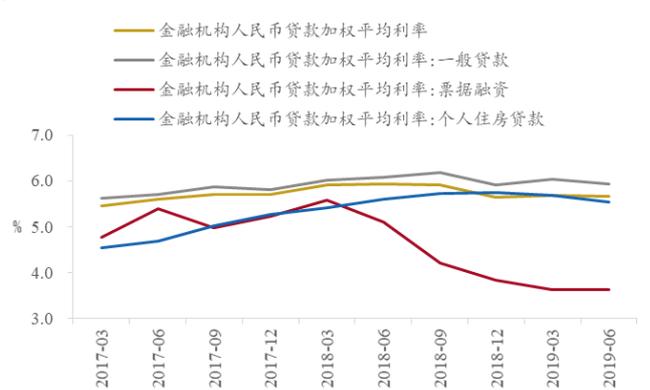
附录

图 1: LPR 与贷款基准利率



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 2: 金融机构人民币贷款加权平均利率



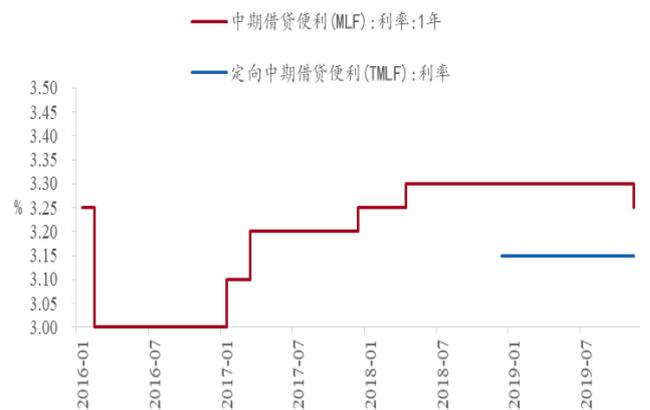
资料来源: WIND、招商银行研究院

图 3: MLF 到期日与到期量



资料来源: WIND、招商银行研究院

图 4: MLF 与 TMLF 操作利率



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_9178



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn