



温彬：1月MLF“加量平价”续作，降准降息仍需等待



意见领袖 | 温彬、张丽云



为维护银行体系流动性合理充裕，2023 年 1 月 16 日央行开展 7790 亿元中期借贷便利（MLF）操作，中标利率为 2.75%，与此前持平。央行当日还进行了 740 亿元 14 天期逆回购操作和 820 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率分别为 2.15% 和 2.00%，与此前持平。16 日共实现净投放 9330 亿元。

近日，伴随春节临近，流动性环境有所收紧，央行开始适度加大 OMO 投放力度，并提前布局了 14D 跨节资金。后续流动性环境收紧局面是否会延续，以及央行何时采取降准、降息政策，成为市场关注焦点。

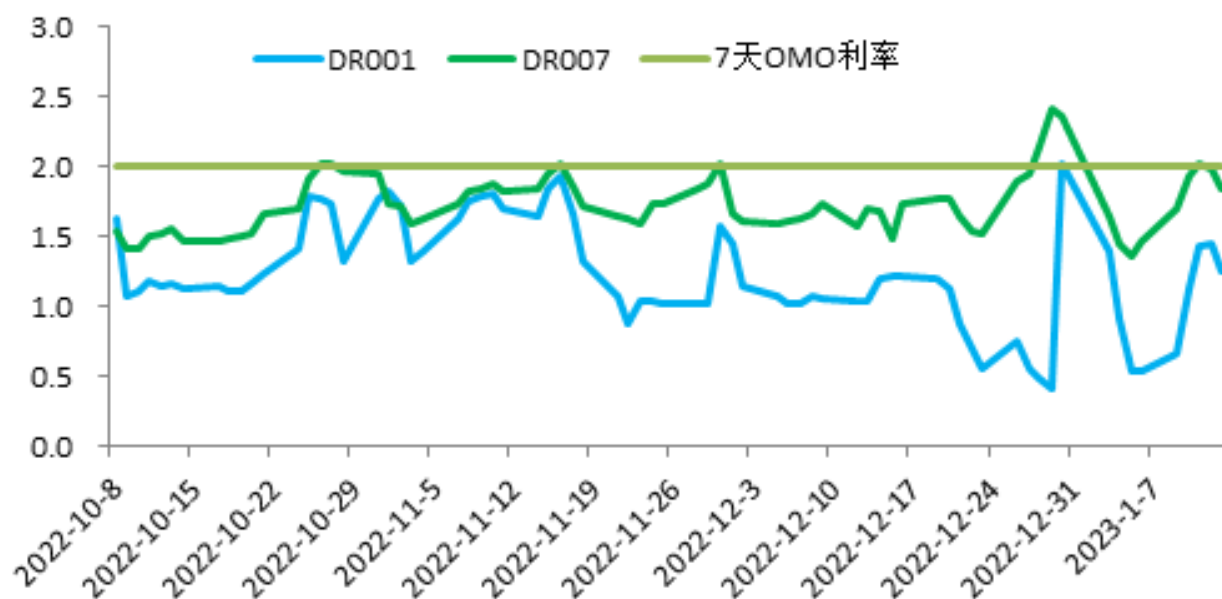
此次操作也表明，当前降准、降息未到合适时机。面对流动性季节性

收紧和年初稳增长任务，央行将灵活采取 7 天和 14 天 OMO+MLF 增量投放+结构性政策工具发力+其他临时工具组合等方式，来平抑资金面波动，支持银行机构加大贷款投放，并强化“精准滴灌”。政策呵护下，节前流动性尽管承压，但压力可控。通过降准深度释放流动性的下一次窗口期可能在 4 月，降息一季度或落地，具体时机仍需视信贷“开门红”投放情况和消费修复情况而定。

一、春节前流动性边际收紧，需要 MLF 加量进行呵护

近日，流动性环境边际收紧，资金利率和同业存单利率等均再度上行，波动加大。从短端资金利率看，截止 1 月 13 日，DR001 和 DR007 分别为 1.25%、1.84%，较 1 月上旬最低点分别上行约 72bp、49bp。从同业存单利率看，在经历 12 月末以来的阶段性下行之后，当前同业存单利率全线上行，1Y 同业存单一级市场发行利率已上行至 2.6%附近，银行负债成本提升。从债市利率看，10Y 国债收益率持续上行至 2.90%。此外，在货币市场利率上行的同时，银行与非银机构的流动性分层特征也表现的较为显著，GC 与 DR 的利差扩大，投资者对资金利率波动趋势性加大的担忧增强。

图 1：春节前流动性边际收紧，资金利率再度上行，波动加大（%）



节前流动性的边际收紧，受到以下多重因素影响：

一是春节前居民提现需求增多。从历年经验看，临近春节，居民提现需求增加，会造成 M2 中的储蓄存款向 M0 进行迁徙，导致存款出现流失，流动性暂时脱离银行体系。2023 年，防疫政策优化落地后各地的流动限制解除，居民返乡过年概率加大，且线下消费场所恢复，预计提现需求会较疫情流行以来的几年出现一定提升，使得 M0 出现超季节性走款，并对银行体系存款形成分流。

二是缴税高峰期。1 月是传统缴税大月，因元旦因素，2023 年 1 月的报税截止时间是 16 日，在缴税截止日前后的 2-3 个工作日，是流动性环境承压时期。春节取现叠加缴税高峰，使得流动性进一步承压。

三是补缴法定存款准备金。一般而言，1 月是存贷款“开门红”时点，存款基数高增会导致补缴的法定存款准备金规模较大。过去 5 年时间里，

在 1 月末出现降准的年份，平均补缴规模为 3351 亿元。考虑到 2022 年 11-12 月理财回表导致居民存款高增（11、12 月居民存款分别增长 2.25、2.89 万亿元），预计 2023 年 1 月较高的存款基数将导致补缴规模增加。

由于 2023 年是早春，会导致流动性压力在 1 月中旬集中出现，且 1 月 MLF 到期量 7000 亿元，为年内次高。为平抑流动性季节性波动，当前央行已提前重启 14 天逆回购，并加量投放资金，短端放水使得资金利率抬升压力边际缓解，但未完全扭转资金面收紧预期。

为此，央行进一步加量续作 MLF，尽显对资金面的呵护之意，可有效平稳市场预期，更好发挥货币和债券市场在降低市场主体融资成本中的作用。整体看，节前流动性尽管承压，但压力可控，无需担忧变盘风险。

二、信贷靠前发力，存单发行难度加大，MLF 需求增强

2023 年，为开好局、起好步，提振信心，巩固经济回稳向上基础，1 月 10 日，主要银行信贷工作座谈会即召开，提出“各主要银行要合理把握信贷投放节奏，适度靠前发力，进一步优化信贷结构，精准有力支持国民经济和社会发展重点领域、薄弱环节”。在政策加力提振和疫情扰动逐步减弱下，2023 年信贷开门红可期，资金加快流向实体，流动性边际收敛。

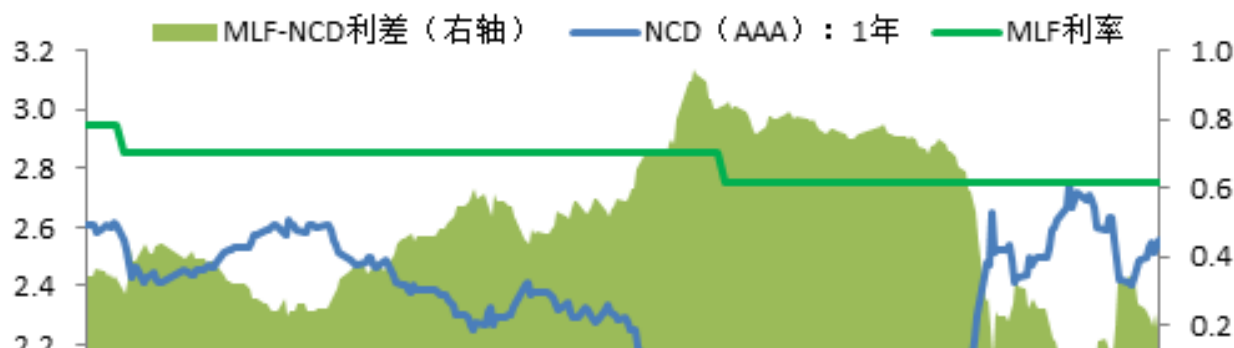
在信贷扩张的同时，同业存单发行难度加大、利率提升，银行负债端承压。一方面，在去年底理财赎回潮扰动下，同业存单收益率仍在高位震荡；另一方面，节前同业存单仍有超过 2000 亿元到期，受 1Y 同业存单集

中到期、信贷投放发力等扰动，只要有发行需求就必须提价，NCD 利率仍存上行空间；此外，监管约束下，下一阶段同业存单的主力配置机构均会降久期，1Y 同业存单可能面临一定的“有价无市”局面。

在此背景下，对央行而言，在明确支持信贷开门红的态度下，不会在这个时点选择增加银行负债端成本，加量续作 MLF 可减轻银行发行同业存单的压力；并在一季度经济仍面临一定下行压力的背景下，助力银行加大贷款投放，以宽信用支持稳增长。

对银行而言，当前 NCD 与 MLF 的利差收窄，银行对于 MLF 操作的需求增强。

图 2：NCD 与 MLF 的利差收窄，MLF 吸引力增强（%）



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_51346

