

宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年1月16日

温彬 民生银行首席经济学家
民生银行研究院院长
王静文 中国宏观经济研究
张丽云 货币政策与流动性研究
应习文 国际宏观经济研究
孙莹 财政政策研究
李鑫 外汇商品研究
杨美超 外资外贸研究
韩思达 资产配置研究

【数据点评】

1月MLF“加量平价”续作， 降准降息仍需等待

【内容摘要】

1月16日，央行开展7790亿元中期借贷便利（MLF）操作，当期有7000亿元MLF到期，实现加量续作；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。

此次操作表明，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。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

1月MLF“加量平价”续作，降准降息仍需等待

温彬 张丽云

流动性数据

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，当期有7000亿元MLF到期，实现加量续作；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”。

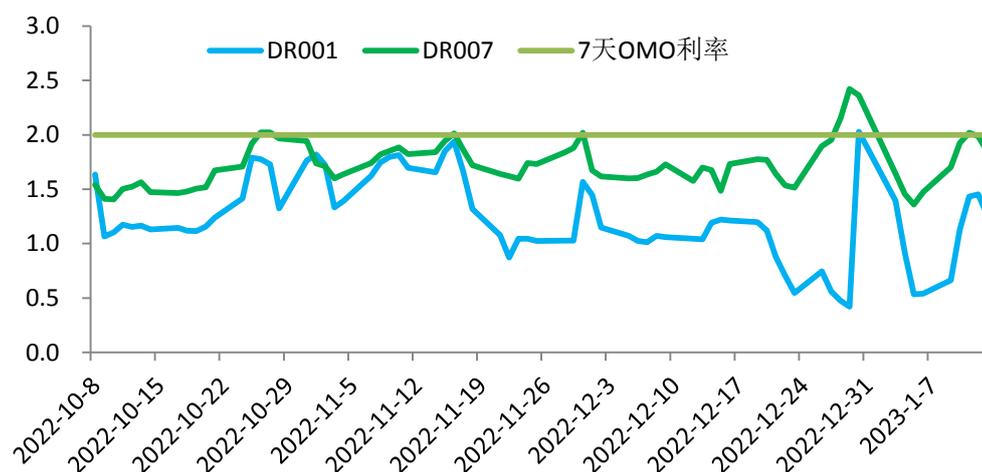
政策呵护下，节前流动性尽管承压，但压力可控。通过降准深度释放流动性的下一次窗口期可能在4月，降息一季度或落地，

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（%）



资料来源：Wind

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 月未出现降准的年份，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。

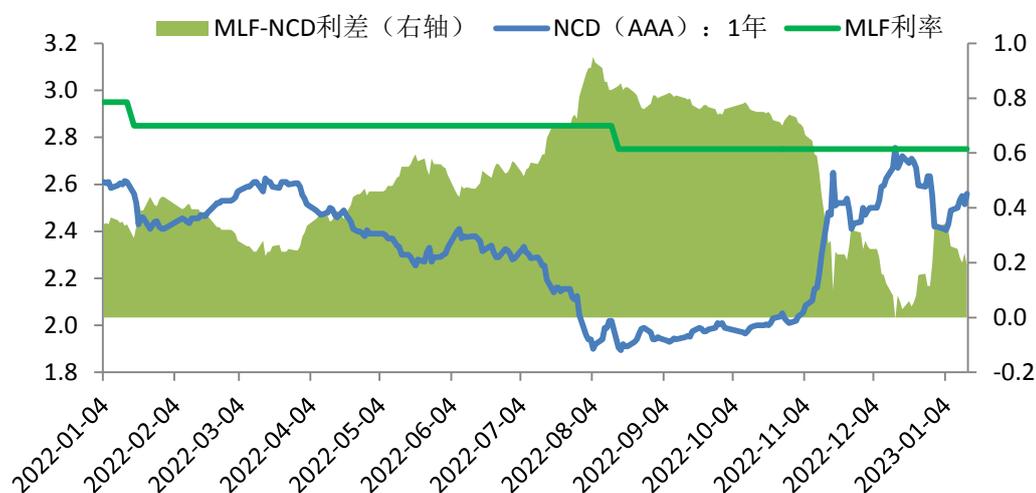
在信贷扩张的同时，同业存单发行难度加大、利率提升，银行负债端承压。一方面，在去年底理财赎回潮扰动下，同业存单收益率仍在高位震荡；另一方面，节前同业存单仍有超过 2000 亿元到期，受 1Y 同业存单集中到期、信贷投放发力等扰动，只要有发行需求就必须提价，NCD 利率仍存上行空间；此外，监管约束下，下一阶段同业存单的主力配置机构均会降久期，1Y 同业存单可能面临一定的“有价无市”局面。

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（%）



资料来源：Wind

三、当前降息的必要性不高，两会前后是重要观察期

2023 年 1 月 MLF 利率继续维持不变，使得市场关于降息的预期落空。主要源于：

一是去年 12 月刚刚实施全面降准，且疫情防控优化、稳地产等一揽子政策持续加码，政策频率不需要太频繁。

二是临近春节，此时降息的政策效果不强，降息时点未到。

三是 2023 年 1 月以来信贷投放节奏较快，且存在应投尽投大幅降价、FTP 补贴分行以及贷款重定价效应（去年 1 年期、5 年期以上 LPR 分别下调 15bp、35bp），预计 1 月信贷有望呈现“量增、价降”特点，已实际起到降息的效果，需继续观察经济修复和实体融资需求效果。

四是近期央行、银保监会宣布建立首套住房贷款利率政策动

态调整机制，在该机制下，房价连续下行的城市按揭贷款利率下限可以突破或取消。目前已有城市按照 LPR-50bp 进行定价，使得按揭定价与 LPR 不再锚定，房贷利率下行空间较大。

考虑到降息主要是为了配合宏观调控政策的整体发力，因此两会前后降息落地概率和必要性更高。此时，在疫情第一波冲击结束后，为确保“开门红”平稳，需加大需求端刺激政策的接续和对冲。届时，OMO、MLF 政策利率可能下调 5-10bp，并带动 LPR 下调；为缓解房地产市场下行压力，预计 5 年期以上 LPR 降幅更大。但相较于 2022 年，整体政策利率调整空间相对有限。

四、短期内再次降准的空间收窄，4 月或为下次窗口期

自 2018 年以来，已累计实施 14 次降准，平均法定存款准备金率从 15% 降至 7.8%，离 5% 的默认底线仅差 2.8 个百分点。为避免当利率到零后，传统的货币政策传导机制失效，货币政策的空间尚需珍惜。

当前金融机构实际执行的存款准备金率已相对偏低，政策回旋余地减弱。通过降准释放长期流动性，适宜用于缓解持续的流动性紧张或结构性矛盾，而非短期季节性压力。当前，央行将继续灵活采取 OMO 加量投放+结构性政策工具发力+其他临时工具组合等方式，来平抑资金面季节性波动，并支持宽信用进程。

结合各因素综合考量，预计 2023 年有两次降准操作，二季度和四季度概率较高，窗口期分别在 4 月和 10 月。

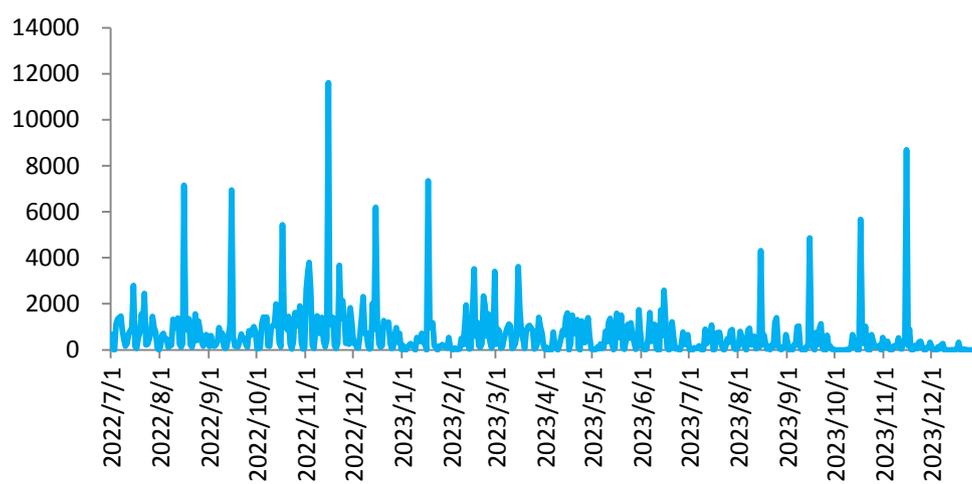
一是为应对结构性流动性短缺框架，为银行定期提供长期稳

定资金，降准仍有必要。在结构性流动性短缺下，银行资产投放会派生存款，伴随存款基数做大，补缴央行的法定存款准备金也会越来越多，进而消耗自身超储。在没有外部流动性注入情况下，银行运行一段时间后，流动性会逐步收敛。若完全依靠央行短端资金滚动续作来补充基础货币，则会加大央行流动性管理压力，也使得银行流动性管理难度提升。因此，每隔一段时间，央行会通过再贷款、超额续作 MLF、降准等方式，深度释放一次中长期流动性。自 2021 年以来，央行宣布全面降准的时点分别为 2021 年 7 月、2021 年 12 月、2022 年 4 月、2022 年 11 月，即每间隔大概半年左右，央行会深度释放一次流动性。

二是稳增长政策集中发力显效和信贷“开门红”之后，若一季度经济数据显示经济修复的可持续性和斜率弱于预期，不排除二季度初会适时通过降准等操作进一步加大逆周期调节，巩固经济回稳向上态势。

三是 2023 年银行司库负债在 10-11 月迎来到期峰值，需要降准等操作来减缓负债端压力。2022 年 10-11 月，同业存单利率非理性上行，就是在司库负债集中到期压力下，市场“有价无量”，造成机构竞相提价，形成羊群效应，最终伴随央行降准等外力介入才逐步稳定。

图 3：2023 年司库负债在 10-11 月迎来到期峰值（亿元）



资料来源：Wind

近期研究成果

1. 2023 年展望系列之一：霾开雾散，冬尽春来—2023 年中国经济形势展望（2022 年 12 月 26 日）
2. 2023 年展望系列之二：通胀未散，衰退已近—2023 年全球经济形势展望（2022 年 12 月 27 日）
3. 2023 年展望系列之三：2023 年利率走势展望（2022 年 12 月 28 日）
4. 2023 年展望系列之四：2023 年全球外汇市场展望（2022 年 12 月 29 日）
5. 2023 年展望系列之五：2023 年人民币汇率展望（2022 年 12 月 30 日）
6. 2023 年展望系列之六：2023 年财政政策展望（2022 年 12 月 30 日）
7. 2023 年展望系列之七：2023 年信贷与金融市场运行展望（2022 年 12 月 31 日）
8. 2023 年展望系列之八：2023 年房地产市场发展趋势展望（2022 年 12 月 31 日）
9. 发行明显前置，规模再创新高——2022 年地方债发行数据点评（2023 年 1 月 5 日）
10. 2022 年“平稳收官”，2023 年信用扩张有望继续发力提效（2023 年 1 月 11 日）
11. 2022 年 12 月通胀数据点评与 2023 年展望（2023 年 1 月 13 日）
12. 外需收缩持续施压出口增速（2023 年 1 月 16 日）

声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：yjy@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

