

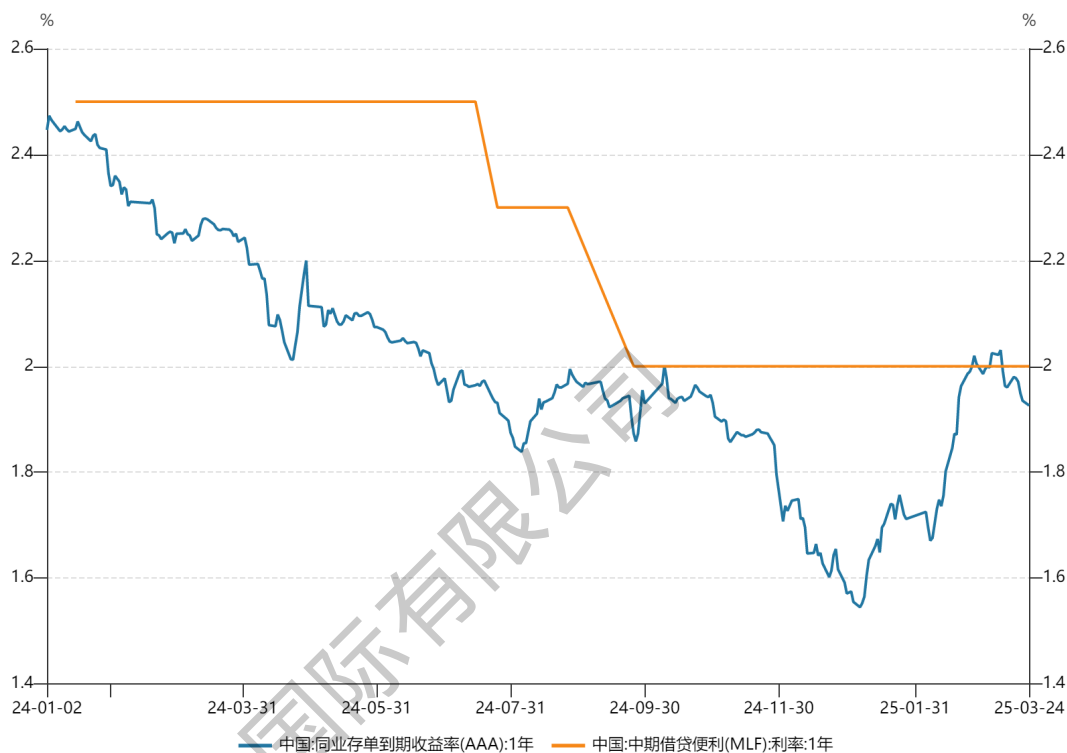
## 20250324—宽货币的左侧信号启动观察，央行正式择机定向降息

1. 在上周五不同寻常地提前召开一季度货币政策例会后，今日央行再次**不同寻常地提前剧透明日MLF操作**：不仅在2024年7月之后首次净投放，更是改变了MLF利率的投标形式：以前每个月就一个统一招标价，因此这个算政策性利率；以后MLF不再有统一的中标利率，**标志着MLF利率的政策属性完全退出**。之前这么火急火燎，还是在23年6月那次：首次让OMO利率提前于MLF降息。

The screenshot shows the official website of the Monetary Policy Department of the People's Bank of China. The page title is "2025年3月中期借贷便利招标公告" (Notice of Tender for Medium-term Lending Facility in March 2025). The notice text states: "为保持银行体系流动性充裕，更好满足不同参与机构差异化资金需求，自本月中期借贷便利（MLF）将采用固定数量、利率招标、多重价位中标方式开展操作。2025年3月25日（周二），中国人民银行将开展4500亿元MLF操作，期限为1年期。" (To maintain ample liquidity in the banking system and better meet the differentiated funding needs of various participants, from this month, the MLF will be conducted using a fixed quantity, interest rate tender, and multiple price bidding method. On March 25, 2025 (Tuesday), the PBOC will conduct a 450 billion yuan MLF operation with a 1-year maturity.)

2. 在过去半年里，每个月的MLF投放数量都不足。原因是这个利率降得慢，目前在2.0%一线维持了两个季度。

大部分银行发同业存单成本更低，没必要管YM借这个钱。而据YM主管的《金融时报》表态：“采用多重价位中标后，MLF资金成本将总体下降，缓解银行净息差压力。机构投标MLF通常参考市场化的融资成本，目前国股行1年期同业存单利率在1.95%左右，其他中小型银行利率可能更高一些。采用多重价位中标可以更好反映机构差异化的资金需求，发挥机构市场化自主定价能力。”



数据来源: Wind

言外之意是什么?是多重价位中标的核心并非部分机构的 MLF 成本会高于 2.0%，而是一批银行后续的 MLF 中标成本要低于 2.0%。在全面降准降息之前，这是一个比较明确的定向降息暗示——在目前存款利率继续下行可能引起储户反感的状态下，MLF 定向降息引导银行同业存单成本下行，这对银行净息差企稳、和后续房贷利率继续下行都有较好的引导作用。这是个明确利好银行的国内分母预期改善，或是降准的前奏。

3. 如何理解这个择机?从提前召开货币政策例会、到提前剧透 MLF 改革，或许传达了一个左侧政策操作的思路:目前地产小阳春转淡的风险开始显现，而外需回落可能随时到来。如何理解今日多个西部钢厂的限产公告?我倾向于这是对出口下行风险做提前应对。YM 天天揍债狗的时候说明国内分子没事，而 YM 松口的时候，反而应该开始担心分子的问题了。房地产和出口，这两架马车谁先谁后减速都有可能。宽货币和财政发力，应该都到了放下手刹、踩离合挂一档的时候。

逆周期调节强化，可以交易“强化”，也可以交易“逆”。本轮 10 年中债调整顶部 1.9%或已探明，在降准正式落地前可能在 1.8-1.9%间窄幅震荡。而同业存单利率下行空间可能更大，这将带动短债继续占优、利率曲线继续陡峭化修复。

