



MLF 缩量续作，年内降准概率偏低

国联期货研究所

证监许可[2011]1773号

分析师:

王娜

从业资格证号: F3055965

投资咨询证书号: Z0001999

联系人:

吴昕玥

从业资格证号: F03124129

相关研究报告:

2024 年中期宏观经济展望:

虚云散尽见真章, 厚积薄发待春雷

2024 年宏观经济展望: 行稳

方致远, 温和渐进修复

国联期货宏观 9 月展望: 内

生动能亟待改善, 政策加码

正当时

宏观专题: 透过金融数据探

寻资金运转逻辑与效率

目录

1. 本周宏观观察
2. 国内重点事件及重要经济数据
3. 海外重点事件及重要经济数据
4. 下周重点数据/事件

## 1. 本周宏观观察

### 1.1 MLF 连续第五个月缩量续作，年内降准概率偏低

12月25日，中国央行开展3000亿元MLF操作，中标利率与上月持平。本月MLF大幅缩量11500亿元，已经是连续第五个月缩量续作，并且创下2014年以来最大净回笼规模。

针对此次MLF缩量续作，我们认为有三点值得关注：

首先，MLF中标利率的政策利率意义持续弱化。下半年以来央行不断完善货币政策操作框架，MLF明确采用利率招标，更多机构参考1年期同业存单利率进行投标，MLF操作更加市场化。

其次，当前央行的流动性投放渠道更加多样化，MLF缩量续作并不意味着央行缩减中期市场流动性投放。当前央行通过国债买卖、买断式逆回购操作可实现全月中长期资金的净投放，且期限品种更为灵活，可以适度平滑四季度集中到期的MLF带来的市场波动并保障流动性充裕。展望2025年，除了降准和7天期逆回购等传统流动性投放工具外，二级市场买卖国债和买断式逆回购将成为央行调控流动性环境的重要工具。

最后，MLF的大幅缩量续作侧面说明央行认为当前市场整体流动性偏充裕，进一步大规模投放流动性的必要性降低，2024年年内降准概率偏低。考虑到2025年1月末跨节资金面的压力，货币政策需保持适度宽松以配合积极财政，以及助力信贷开门红和银行加强资产负债管理等，1月央行降准仍有一定可能性。

### 1.2 国内专项债机制优化，2025年发行使用进度有望加快

12月25日，国务院办公厅发布《关于优化完善地方专项债务管理机制的意见》（下称“《意见》”）。

《意见》带来的重大变化之一是进行专项债券投向领域“负面清单”管理。这一举措意味着除了“负面清单”中明确禁止的项目外，其他项目均可申请专项债券资金，实际上扩大了专项债使用范围，从而为地方政府提供了更大的灵活性，有助于地方政府根据当地实际情况选择适合适宜的特色项目进行投资，有利于缓解近年来专项债资金面临的“资金等项目”现象并推动财政资金尽快转化为实物工作量。

同时《意见》还提出扩大专项债用作项目资本金范围并实行“正面清单”管理，信息技术、低空经济等新兴产业基础设施和传统基础设施智能化改造等领域有望获得更多资金支持。此外，项目建设专项债用于补充资本进的比例从25%提升至30%，有利于更好发挥财政资金的杠杆作用，撬动更大规模的投资并推进项目落地。对权益市场而言，这些变化可能带来相关行业结构性机会。

另一项重大变化是“自审自发”试点的推行，项目审核权的下放将增强地方政府自主性和灵活性，配合正负清单双向把控，有望提升明年地方专项债券的发行效率，并加快债券资金使用进度。预计在本轮增量积极财政背景下，2025年专项债发行节奏可能明显前倾，资金使用进度有望加快，有助于实物工作量的尽早形成，并更好发挥专项债稳增长、调结构、促发展和稳预期的作用。

### 1.3 债券投资稳健要求强化，国债行情进入休整

12月中央经济工作会议提到2025年“适时降准降息”，债市抢跑提前定价双降预期，债券到期收益率快速下降。央行对于债券交易风险一直保持高度关注，近期约谈了本轮债市行情中部分交易激进的金融机构，促使金融机构纷纷采取措施，压缩长期国债风险敞口，受此影响国债收益率下行趋势放缓，周内呈现震荡态势。

展望后市，在2025年长期利率下行的政策基调下，国债市场牛市格局仍未发生根本性改变。但是，考虑到本轮债券行情已预支降息降准的定价，后期因政策落地带来的行情空间可能会受到影响；同时，2025年超长期特别国债和专项债券发行规模都将进一步提升，债券供应量增加将限制债券到期收益率下行空间；2025年债市行情的流畅性或弱于今年。

考虑到近期央行对债券投资稳健性要求的强调，债市行情在1月相关货币政策落地之前将进入休整状态。

## 2. 国内重点事件及重要经济数据

表 1: 国内重点事件表

货币	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>MLF 缩量续做 3000 亿，中标利率维持 2%，较到期量 1.45 万亿元大幅缩量 1.15 万亿元。</b> 缩量操作与 11 月央行提前释放中期流动性及近期资金面宽松有关。</li> <li>● <b>本周货币投放：</b>本周，中国央行共开展 5801 亿元逆回购操作和 3000 亿元 1 年期 MLF 操作，因本周共有 16783 亿元逆回购，因此本周实现净回笼 7982 亿元。</li> </ul>
财政	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>全国财政工作会议在北京召开。会议指出，2025 年要实施更加积极的财政政策，持续用力、更加给力，打好政策“组合拳”。</b> 一是提高财政赤字率，加大支出强度、加快支出进度。二是安排更大规模政府债券，为稳增长、调结构提供更多支撑。三是大力优化支出结构、强化精准投放，更加注重惠民生、促消费、增后劲。四是持续用力防范化解重点领域风险，促进财政平稳运行、可持续发展。五是进一步增加对地方转移支付，增强地方财力，兜牢基层“三保”底线。</li> <li>● <b>国务院办公厅表示，专项债项目资本金比例提高至 30%，范围扩至数字经济、低空经济等。</b> 中国国务院发布意见稿称，提高专项债券用作项目资本金的比例，以省份为单位，可用作项目资本金的专项债券规模上限由该省份用于项目建设专项债券规模的 25%提高至 30%。开展专项债券项目“自审自发”试点。打通在建项目续发专项债券“绿色通道”。建立“常态化申报、按季度审核”的项目申报审核机制。将低空经济、量子科技、商业航天等新兴产业基础设施纳入专项债券用作项目资本金范围。</li> </ul>
资本市场	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>央行约谈金融机构加强债券交易内控管理，</b> 银行理财子暂停委托货币经纪交易长债，保险资管压降持债久期同时增持超长期高评级地方债“替代”长期国债配置需求，满足保险产品的预期年化回报率。</li> </ul>
工业生产	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>1-11 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 4.7%；1-10 月为同比下降 4.30%。</b> 11 月份，随着政策效应持续释放，规模以上工业生产加快，带动工业企业当月营业收入由降转增，11 月同比增长 0.5%，上月为下降 0.2%。</li> </ul>
房地产	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>全国住房城乡建设工作会议 12 月 24 日至 25 日在北京召开。会议明确 2025 年重点任务，</b> 包括：持续用力推动房地产市场止跌回稳，推动构建房地产发展新模式，大力实施城市更新，打造“中国建造”升级版，建设安全、舒适、绿色、智慧的好房子。2025 年要大力实施城市更新，谋划实施一批城市更新改造项目，全面完成 2000 年底前建成的城镇老旧小区改造任务；鼓励地方探索居民自主更新改造老旧住宅。</li> </ul>
进出口	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>拜登政府在即将卸任前宣布对中国制造的“传统”半导体进行贸易调查，可能会让美国对来自中国的芯片征收更多关税。</b> 拜登政府官员表示，“301 条款”调查于特朗普 1 月 20 日就职前四周启动，将于明年 1 月移交给特朗普政府完成。此举可能为特朗普提供一条现成的途径，从而开始对中国进口产品征收他威胁的 60%高额关税中的一部分。</li> </ul>

数据来源：WIND、国联期货研究所

### 3. 海外重点事件及重要经济数据

表 2：海外重点事件表

美国	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>11 月 PCE 数据低于预期，缓解了部分投资者对明年降息次数减少的担忧。</b>美国商务部报告显示，美联储青睐的通胀指标——PCE 在 11 月份同比上涨 2.4%，低于预期的 2.5%；环比上涨 0.1%。核心 PCE 同比增长 2.8%，低于预期的 2.9%；环比上涨 0.1%。</li> <li>● <b>美国失业续请人数创新高，印证劳动力市场出现降温。</b>美国劳工部周四公布的数据显示，在截至 12 月 14 日的当周，作为领取救济金人数指标的持续申领人数升至 191 万，为三年多来的最高水平，表明失业人员找到工作所需的时间变得更长了。与此同时，在截至 12 月 21 日的当周，首次申领人数小幅下降至 21.9 万。今年以来，重复申领人数一直呈逐步上升趋势，这与其他显示失业人员找工作愈发困难的数据相符。</li> <li>● <b>美国 12 月谘商会消费者信心指数 104.7，低于前值的 111.7。</b></li> <li>● <b>美国新房销售上月反弹。</b>美国 11 月新屋销售总数年化 66.4 万户，前值 61 万户，原因是建筑商和消费者完成了因南部风暴而推迟的交易，并且买家利用了大量的销售激励措施。上个月，待售新房供应量增加至 2007 年底以来的最高水平。</li> </ul>	
	欧洲	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>欧洲央行行长拉加德表示，非常接近实现 2% 的通胀目标，仍然认为应对服务行业保持高度警惕，薪资赶超物价的过程即将结束；</b>导致美国增长与欧洲增长之间显著差异的主要有两个因素，其中之一是能源问题，第二个是欧洲的休假制度；全面的贸易限制随之而来的是报复和针锋相对的贸易冲突方式，这对全球经济总体来说是不利的。</li> </ul>
	日本	<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>日本央行 10 月会议纪要显示，部分委员表示，在决策政策时必须仔细审查过去加息对经济和物价的影响；</b>一名成员表示必须放慢步伐，对下一次加息的时机持谨慎态度；一名成员表示，如果基础通胀如预期加速，逐步加息是可取的；一名成员表示，市场利率可能低于日本央行基于其经济、价格预测及货币政策指引所认为的适当水平。</li> </ul>
		<ul style="list-style-type: none"> <li>● <b>日本央行行长植田和男表示，广泛范围内的商品和服务价格因工资增长而上涨；</b>预计到 2025 年良性循环将得到加强；预计日本将在稳定和可持续的方式下进一步接近实现 2% 的通胀目标；国外的不确定性仍然很高，特别是在当选总统特朗普的经济政策方面；日本央行应引导货币政策，使其不再陷入零利率下限；日本明年的工资谈判将是近期的关键问题。</li> </ul>

数据来源：WIND、国联期货研究所

## 4. 下周重点数据/事件

表 3：下周重点

<b>12.30</b> <b>星期一</b>	23:00 美国 11 月成屋签约销售指数环比
<b>12.31</b> <b>星期二</b>	9:30 中国 12 月官方制造业、非制造业、综合 PMI 22:00 美国 10 月 FHFA 房价指数月率 22:00 美国 10 月 S&P/CS20 座大城市未季调房价指数年率
<b>1.1</b> <b>星期三</b>	(暂无)
<b>1.2</b> <b>星期四</b>	9:45 中国 12 月财新制造业 PMI 终值 17:00 欧元区 12 月制造业 PMI 终值 21:30 美国 12 月 28 日当周首次申请失业救济人数(万人) 22:45 美国 12 月 Markit 制造业 PMI 终值
<b>1.3</b> <b>星期五</b>	23:00 美国 12 月 ISM 制造业指数

## 免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

## 联系方式

国联期货研究所无锡总部

地址：无锡市金融一街8号国联金融大厦6楼（214121）

电话：0510-82758631

传真：0510-82758630

国联期货研究所上海总部

地址：上海市浦东新区滨江大道999号高维大厦9楼（200135）

电话：021-60201600

传真：021-60201600