

5月MLF等量平价，6月存在“双降”可能

——2022年5月MLF操作点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2022年5月16日，央行开展1000亿元MLF操作，本月MLF到期量为1000亿元；本月MLF操作利率为2.85%，与上月持平。

对此，东方金诚解读如下：

一、5月MLF没有加量续作，主要源于4月25日实施降准，近期市场流动性处于较为充裕状态，无需MLF加量补水。

4月MLF到期量为1000亿，央行实施1000亿操作，意味着本月为等量续作，为连续第二个月等量续作。我们认为，主要原因在于受近期央行上缴结存利润、降准等影响，市场流动性已处于较为充裕的状态。4月，1年期商业银行（AAA级）同业存单收益率平均值为2.45%，5月以来进一步降至2.30%至2.39%区间。这已与2.85%的MLF利率形成较为明显的“倒挂”，意味着银行在货币市场的融资成本整体上已显著低于通过MLF从央行融资的成本。历史数据显示，在“倒挂”期间，MLF操作多以等量或减量续作为主，主要原因是商业银行对MLF操作的需求下降。

就当前金融领域而言，主要问题并非市场流动性不足，而是受疫情及地产下滑等因素冲击，企业和居民贷款需求明显偏弱。因此，接下来的着力点是谋划新的政策工具组合，切实提振实体经济融资需求，推动各项贷款余额增速尽快由降转升。这是增强下半年宏观经济增长动能、实现全年GDP“5.5%左右”增速目标的关键。

二、5月MLF利率保持不变，降息预期再次落空。

5月MLF利率连续四个月保持不变，意味着在1月政策性降息后，货币政策在价格型工具方面持续处于观察期，也意味着继3月和4月之后，市场降息预期再次落空。我们分析背景后认为可能有两个原因：首先，受疫情冲击及地产下滑等因素影响，当前经济下行压力进一步加大，但以5月美联储加息提速、公布缩表计划为代表，近期海外金融环境明显收紧。受此影响，4月下旬之后人民币汇率波动幅度明显加大，整体上出现一定程度贬值。从兼顾

内外角度考虑，现阶段国内货币政策采取大幅宽松措施比较谨慎。二是当前经济下行压力主要来自疫情冲击，具有阶段性特征，逆周期调控主要以结构性政策定向发力为主。针对地产下滑对宏观经济的拖累，央行已于昨日（5月15日）下调首套房房贷利率下限。这表明针对楼市的定向调控措施也在推进。这些都在一定程度上降低了5月下调政策利率的迫切性。

三、6月实施“双降”的可能依然存在。

考虑到本轮疫情持续时间、波及范围及对宏观经济的冲击效应较大，增量政策工具或不会仅限于“支小再贷款规模扩大”等结构性政策加力。为切实提振实体经济融资需求，通过降准降息更大幅度地引导贷款利率下调，尽快推动各项贷款余额增速由降转升，进而为下半年经济有力复苏创造条件，有可能成为接下来货币政策操作的另一个重要着力点。另外，尽管5月15日央行下调首套房房贷利率20个基点，但历史规律显示，为了助力楼市尽快企稳回暖，还需要房贷利率出现较大幅度下调。这意味着接下来仍可能通过MLF利率下调直接带动5年期LPR下行。

我们判断，鉴于年内国内通胀形势整体温和可控，今年人民币汇率弹性空间较大，海外金融环境收紧不会对国内央行货币宽松取向有实质性掣肘。事实上，中美货币政策错位在2014-15年及2018年都曾出现，当时均未影响央行“以我为主”的货币政策适度宽松取向。就近期而言，2021年四季度以来市场对美联储政策收紧预期已较为充分，美联储也先后启动加息和减码购债，但这并未影响国内央行去年12月降准及今年1月降息。

四、5月LPR报价有可能单独下调。

在MLF利率不动的条件下，LPR报价下调往往需要连续两次全面降准，而4月降准仅为连续计算中的第一次（2021年7月和12月两次全面降准，触发1年期LPR报价在12月下调5个基点）。不过，着眼于推动企业贷款利率在当前较低水平的基础上进一步下降，我们预计5月1年期LPR报价仍有下调的可能，主要原因在于近期除货币市场利率大幅走低外，监管层正在加大力度引导存款利率下行。

根据央行一季度货币政策执行报告，2022年4月人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。这一机制的建立，旨在促进银行跟踪市场利率变化，提升存款利率市场化定价能力，维护存款市场良性竞争秩序。当前

的直接目标就是推动刚性偏强的存款利率跟进市场利率下调。从效果上看，新机制建立后，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于4月下旬下调了其1年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应做出下调。根据最新调研数据，4月最后一周（4月25日-5月1日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为2.37%，较前一周下降10个基点。

由此，银行负债端成本下降，有可能成为推动5月1年期LPR报价下调的主要动力；至于5年期LPR报价是否同时下调，则存在更大不确定性，特别是在5月15日央行下调首套房房贷利率下限的背景下。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本研究报告仅用于为投资人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用本研究报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本研究报告仅授权东方金诚指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。