

## 9月MLF平价缩量，年底前政策利率有可能再度下调

——2022年9月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

**事件：**2022年9月15日，央行开展4000亿元MLF操作，本月MLF到期量为6000亿元；本月MLF操作利率为2.75%，上月为2.75%。

一、9月MLF操作利率保持不变，主要源于上月意外下调后，当前处于政策效果观察期；后期着眼于有效扩大宏观经济总需求，MLF操作利率还有下调空间，最早有可能在10月落地，国内物价形势和人民币汇率走向都不会对政策性降息构成实质性障碍。

8月政策性降息落地，9月MLF利率不动符合市场普遍预期。一方面，近期经济修复过程出现小幅波动，但连续下调MLF利率的迫切性不高。历史数据显示，即使在2020年初疫情突发阶段，MLF利率也未出现连续两个月下调。另一方面，8月降息后，各类市场利率普遍有所下行，监管层正在通过召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会等形式，着力疏通宽货币向宽信用的传导链条，并观察政策效果。与此同时，在稳增长接续政策持续出台背景下，8月MLF利率下调对投资、消费等宏观经济指标，以及对楼市的影响也有待进一步观察。

如何看待未来MLF利率走向？我们判断年底前有可能再度下调。首先，受下半年全球经济下行压力明显加大影响，接下来我国出口增速有可能延续8月开始的波动下行势头，不排除四季度个别月份出现同比负增长的可能。这意味着接下来外需对经济增长的拉动力有可能减弱，需要内需及时顶上来。与此同时，年底前疫情因素也可继续对国内经济修复形成扰动。由此，为对冲外需走弱、疫情扰动影响，有必要持续出台增消费扩投资等阶段性政策举措，确保经济处于合理运行区间，而政策性降息有可能成为备选政策工具之一。

其次，楼市低迷是去年下半年以来经济下行压力的一条主线。通过实施房贷利率下调、调控政策放宽等措施，近期楼市出现筑底迹象，但回暖势头尚不明显。受此影响，当前房地产投资、涉房消费下行压力较大，房企信用风险仍在暴露，并对整体投资、消费信心带来不利影响。我们判断，着眼于推动楼市尽快回暖，防控相关风险，接下来5年期LPR报价会持续下调；而除了通过降低银行资金成本，引导报价行压缩LPR报价加点外，直接下调MLF利

率，是带动 5 年期 LPR 报价下调的最有效手段。

最后，国内物价形势和人民币汇率波动都不会对政策性降息构成实质性障碍。主要受猪肉价格上涨影响，9 月 CPI 涨幅有可能接近 3.0%，下半年 CPI 同比中枢会高于上半年。但在居民消费修复较为缓和，绝大多数商品和服务供应充分，以及 PPI 涨幅持续下行前景下，未来一段时间物价大幅上涨的风险很低，其标志就是核心 CPI 同比将持续处于 1.0% 左右的低位。这与美欧高通胀形成鲜明对比，也意味着国内货币政策有充分条件“以我为主”。8 月 MLF 利率下调已经表明，在美联储快速加息过程中，中国央行能够实施降息。

人民币汇率方面，近期受美元指数大幅冲高影响，人民币兑美元汇价面临“破 7”。但三大一篮子人民币汇率指数持续处于偏强运行状态，人民币兑欧元、日元、英镑等非美货币都出现不同程度升值，且这一态势在 8 月降息后并未发生变化。换句话说，当前人民币兑美元贬值并不是衡量人民币汇率强弱的有效标准。另外，在国内经济持续修复、国际收支平衡延续较大规模顺差的前景下，短期内人民币贬值预期很难有效聚集。这意味着人民币脱离美元走势大幅贬值的风险不大，也意味着即使人民币兑美元汇率“破 7”，也不会对央行货币政策灵活调整构成实质性掣肘。

整体来看，2020 年疫情发生以后，国内货币政策始终坚持不搞大水漫灌，物价持续处于温和水平，经济基本面对人民币汇率形成稳定支撑。由此，当前无论是数量工具还是价格工具，货币政策都有条件在稳增长方向进一步发力。综合各类因素，我们判断年底前 MLF 利率还有下调空间，最早有可能在 10 月落地；从珍惜货币政策空间、兼顾多方平衡角度考虑，下调幅度仍将为 10 个基点。

**二、9 月 MLF 缩量续作，主要与近期市场利率大幅低于政策利率，市场需求减少有关，也在释放避免市场流动性过度宽松、引导银行加大对实体经济信贷投放的政策信号。**

9 月 MLF 连续两个月缩量续作，符合市场普遍预期。背景是当前市场流动性处于明显充裕水平，8 月商业银行（AAA 级）1 年期同业存单收益率均值为 1.95%，较上月下行 26 个基点，明显低于 2.75% 的 1 年期 MLF 操作利率。由此，不排除 9 月一级交易商的 MLF 投标量会有所减少，进而带动 MLF 缩量续作。我们判断，9 月 MLF 缩量续作，也在持续释放避免市场流动性过度宽松，遏制资金空转套利，引导银行加大对实体经济信贷投放的政策信号。

**三、9 月 LPR 报价大概率保持不变；近期银行存款利率持续下行，也不排除 5 年期 LPR 报价单独下调的可能。**

9月MLF利率保持不变，意味着当月LPR报价基础未发生变化，加之8月LPR报价刚刚经历非对称下调，我们预测9月LPR报价持续下调的概率较小。若出现超预期变化，有可能是5年期LPR报价单独下调15个基点，主要动力是近期银行存款成本在下降。

我们注意到，与3-4月相比，9月储蓄式国债发行利率下调30个基点（0.3个百分点）。由于储蓄式国债发行利率大体锚定存款利率，或在一定程度上表明同期银行存款利率出现了类似幅度的下调。根据央行公布的数据，今年6月，全国银行新发生的存款加权平均利率大约是2.32%，与存款利率市场化调节机制设立前的4月相比，下降了0.12个百分点。由此我们推断，7月以来，在新机制及政策降息带动下，存款加权平均利率又出现0.18个百分点左右的下调。考虑到存款占银行整体负债的七成左右，这意味着近期银行边际负债成本出现较快下行势头，有可能为报价行压缩9月5年期LPR报价加点提供动力。值得一提的是，自9月15日起，多家国有大行再度下调个人存款利率，其中三年期定期存款和大量存单利率下调15个基点，预示后续存款加权平均利率还将继续下行。综合各类因素，我们判断年底前5年期LPR报价还有20-30个基点左右的下调空间。

#### 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、引用或以其他方式传播。

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。