

4月MLF加量续作，货币政策持续释放稳增长信号

——2023年4月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2023年4月17日，央行开展1700亿元MLF操作，本月MLF到期量为1500亿元；本月MLF操作利率为2.75%，与上月持平，2022年8月以来连续9个月处于这一水平。

一、4月MLF延续加量续作，符合市场预期。年初以来信贷持续强劲增长，银行体系补充中长期流动性需求增加。与此同时，MLF加量续作也有助于控制市场利率上行势头，引导实体经济融资成本稳中有降。

4月MLF操作量1700亿，到期量1500亿，这意味着本月央行实施了200亿净投放，为连续第5个月加量续作。首先，伴随经济修复过程中市场主体融资需求增加，以及宏观政策保持稳增长取向，一季度新增信贷强劲增长，合计新增10.6万亿（去年全年新增21.3万亿），同比多增达2.27万亿（去年全年多增1.36万亿），靠前发力特征明显。这意味着银行体系需要较大规模补充中长期流动性，是近期MLF持续加量续作，以及3月全面降准落地的主要原因。

当前处于经济修复初期，着眼于夯实经济回升基础，仍需保持信贷多增态势。4月MLF加量续作，一方面是信贷持续多增前景下，商业银行对MLF操作需求增加，同时也释放了政策面延续稳增长取向的信号。这将有助于保持信贷投放的稳定性和连续性，提振市场信心。刚刚发布的2023年第一季度货币政策委员会例会公报要求，“保持信贷合理增长、节奏平稳。”考虑到一季度信贷投放进度较快，我们判断二季度信贷多增幅度会有所回落——进入4月以来票据利率大幅下行，或意味着近信贷投放节奏放缓——这也是本月MLF加量规模较小的原因。

另外，3月降准落地后，此前市场利率较快上升势头得到遏制，3月DR007和1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率的月均值都已稳定在相应政策利率附近。不过，考虑到二季度经济修复步伐有可能加快，市场利率仍存在进一步上行的可能。央行2月24日发布的《2022年第四季度货币政策执行报告》，重提“引导市场利率围绕政策利率波动”，这意味着

需要控制二季度市场利率上行势头。其中，除了央行通过公开市场实施逆回购适时“补水”外，加量续作 MLF 也能起到缓解资金面紧张的作用，释放稳货币信号。这将有助于稳定市场预期，推动银行以较低成本向实体经济提供信贷支持。

综合考虑上半年经济修复状况及信贷投放趋势，我们判断 5 月 MLF 有望等量续作或小幅加量续作。鉴于 3 月降准落地，二季度继续实施降准的可能性很小，加量续作 MLF 将成为央行向银行体系补充中长期流动性的主要工具。

二、4 月 MLF 操作利率不变，符合市场预期；年初以来物价水平偏低，但政策性降息能否落地将主要取决于经济修复进度。

在居民消费反弹，基建及制造业投资保持强势，以及房地产市场出现回暖趋势等因素带动下，年初以来宏观经济已展开回升过程。其中，一季度官方制造业和非制造业 PMI 指数持续处于较高扩张区间，这意味着当前经济反弹过程具有较强的可持续性。我们预计，一季度 GDP 同比将升至 4.0% 左右，增速较前一季度加快 1.1 个百分点；上年同期低基数效应叠加经济修复动能增强，二季度 GDP 同比增速有望进一步升至 8.0% 左右。由此，在经济回升势头已经明朗的背景下，当前下调政策利率的必要性不高，这也是市场的主流预期。我们判断，接下来政策面将主要通过支持基建投资保持较快增长，全力推动消费复苏，以及加大对房地产行业支持力度等方式，巩固经济回升基础。

值得注意的是，主要受消费需求修复较缓等因素影响，年初以来物价水平整体偏低，其中，3 月 CPI 同比降至 0.7%，PPI 同比连续六个月处于通缩状态。与此同时，伴随美国通胀水平走低，加之近期多家银行倒闭引发信贷紧缩，美联储有可能在年中前后停止加息过程。这样来看，内外部因素都为国内政策利率下调提供了条件。不过，年内 MLF 利率最终能否下调，将主要取决于后期经济修复动能。我们判断，若物价低迷持续到下半年，且经济修复势头出现较大幅度下行波动，不能完全排除降息提上政策议程的可能。

四、4 月 MLF 利率不动，LPR 报价将保持不变。

当前宏观经济恢复势头初显，房地产市场出现积极变化，在 MLF 利率保持稳定的背景下，4 月 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价下调的可能性较小。但当前经济恢复的基础尚不牢固，监管层持续要求“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”（2023 年第一季度货币政策委员会例会公报），提振经济内生增长动能。我们判断，在 MLF 利率不动的背景下，当

前的重点是充分挖掘存款利率市场化调整机制潜力，降低银行存款成本——近期一部分中小银行下调存款利率，即体现了这一趋势。鉴于当前银行净息差已处于历史低位，降低或控制银行各类负债成本是“推动企业综合融资成本和个人消费信贷成本稳中有降”、引导居民房贷利率持续下调的主要驱动力。最后，尽管当前部分地区楼市出现小阳春，但可持续性有待进一步观察。着眼于推动房地产行业尽快实现软着陆，监管层仍有可能于后期引导报价行下调5年期以上LPR报价。从利率互换报买价来看，市场预期5年期以上LPR报价有10个基点（0.1个百分点）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。