

5月MLF延续小幅加量续作，操作利率保持稳定

——2023年5月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2023年5月15日，央行开展1250亿元MLF操作，本月MLF到期量为1000亿元；本月MLF操作利率为2.75%，与上月持平，2022年8月以来连续10个月处于这一水平。

一、5月MLF延续加量续作，符合市场预期，二季度信贷投放力度回调，银行对MLF操作需求下降，与此同时，近期市场利率下行较快，也无需MLF操作大规模加量“补水”。

5月MLF操作量为1250亿，到期量1000亿。这意味着本月央行实施了250亿净投放，为连续第六个月加量续作，但属于连续第二个月小幅加量续作。首先，在一季度集中靠前发力后，4月新增信贷投放规模明显下降；我们判断，短期内信贷投放节奏回调过程还会持续，不排除5月和6月新增信贷同比少增的可能。在经济回升过程中，这有助于在稳增长与控制宏观杠杆率之间把握好平衡。信贷投放节奏回调意味着银行对MLF操作的需求减弱，是5月MLF加量规模继续处于“地量”的直接原因。

受CPI同比持续走低，以及银行信贷投放力度放缓后，宽信用与宽货币之间“跷跷板”效应发酵等因素影响，近期市场利率下行较快，也无需MLF大幅加量续作“补水”。不过，当前仍处于经济恢复阶段，以居民消费和民间投资为代表的经济内生增长动力还有待进一步提振。由此，MLF保持加量续作，能够释放政策面延续稳增长取向的信号，有助于稳定市场预期。综合考虑上半年经济修复状况及信贷投放趋势，我们判断6月MLF有望继续小幅加量或等量续作。3月降准落地后，短期内MLF操作将成为央行调节银行体系中长期流动性的主要工具。

二、5月MLF操作利率不变，符合市场预期；近期物价走势明显偏弱，市场利率下行较快，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较强韧性等因素带动下，年初以来宏观经济已展开回升过程。其中，一季度GDP同比升至4.5%左右，增速较前一季度加快1.1个百分点，好于预期。尽管受高基数、季节性波动、以及修复动力切换等因素影响，4月制造业PMI指

数回落至收缩区间，但服务业景气水平继续保持高位，经济整体上仍在延续较快修复过程。我们判断，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，这是 5 月 MLF 操作利率保持不变的主要原因。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，4 月 CPI 同比降至 0.1%，高基数效应下 PPI 同比连续七个月处于通缩状态，而且 4 月通缩幅度有所加剧。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 6 月停止加息过程。这样来看，内外部因素都为国内政策利率下调提供了有利条件。受此影响，叠加银行信贷投放节奏回调后，更多资金向债市、票据、同业等方向配置，近期十年期国债收益率、票据贴现率及银行同业存单到期收益率等市场利率出现较大幅度下行，降息预期有所抬头。

不过，MLF 利率最终能否下调，将主要取决于后期经济修复动能。历史数据显示，市场利率下行并非判断政策性降息的可靠风向标。我们判断，若接下来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，但短期内 MLF 利率下调的概率不大。在 3 月降准落地、新安排 1.2 万亿减税降费措施后，二季度宏观政策整体上会处于“观察期”，重点是加大现有措施落实力度，同时密切观察宏观经济修复态势，特别是房地产市场走势。

四、5 月 MLF 利率不动，LPR 报价将保持不变。

在 MLF 利率保持稳定的背景下，5 月两个品种的 LPR 报价均会保持不变。可以看到，自 2019 年 8 月 LPR 报价改革以来，在 MLF 操作利率不变的情况下，只在 2021 年 12 月 1 年期 LPR 报价和 2022 年 5 月 5 年期以上 LPR 报价做过两次单独下调，其他月份两个品种的 LPR 报价均与当月 MLF 操作利率保持联动。由此，5 月 MLF 操作利率不变，实际上在很大程度上预示当月 LPR 报价也会保持不动。

其次，受前期“推动降低企业综合融资成本和个人消费信贷成本”，以及居民房贷利率持续下调影响，2022 年末商业银行净息差降至 1.91%，为有历史记录以来的最低点。受此影响，尽管近期部分银行存款利率下调，市场利率走低，银行各类负债成本有所下降，但 5 月报价行主动压缩 LPR 报价加点的动力仍然不足。

最后，经济修复正在带动各类市场主体自主性融资需求上升，通过下调1年期LPR报价激发市场融资需求的必要性不高。5年期LPR报价方面，受此前积压需求集中释放影响，一季度楼市出现边际回暖势头；高频数据显示，4月楼市销量再度转向回落，未来走势需要进一步观察。在此背景下，我们判断5月5年期LPR报价将保持不变。但各地会在因城施策基调下，通过首套房贷利率政策动态调整机制等政策工具，持续引导新发放居民房贷利率下行。

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。