

## 6月MLF操作利率如期联动下调，宽信用过程有望再度提速

——2023年6月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

**事件：**2023年6月15日，央行开展2370亿元MLF操作，本月MLF到期量为2000亿元；本月MLF操作利率为2.65%，较上月下调0.1个百分点，为2022年8月以来首次下调。

**一、6月13日央行7天期逆回购利率下调0.1个百分点，同日各期限SLF利率有相同幅度下调，已预示当月MLF操作利率也会联动调整。**

7天期逆回购操作利率是短端政策利率，其与1年期MLF操作利率一起构成当前政策利率体系中最重要两个组成部分。根据政策利率体系联动调整的一般规律，在7天期逆回购利率先行下调后，MLF操作利率通常也会跟进下调。这一调整节奏在2020年2月已有先例。另外，6月13日央行也下调了作为当前政策利率走廊上限的各期限SLF操作利率0.1个百分点，再次确认本次政策性降息过程启动。由此，今日MLF操作利率下调0.1个百分点，符合市场普遍预期。

我们认为，本次政策性降息过程启动，主要有两个原因：一是二季度以来经济修复动力稳中偏弱，楼市也再度出现转弱勢头，需要货币政策适度加大逆周期调节力度。本次政策利率下调，叠加近期银行存款利率调降，将有效带动企业和居民实际贷款利率下行，进而刺激信贷需求，增强消费和投资增长动能。更为重要的是，本次政策利率下调，释放了明确的稳增长信号，有助于提振消费和投资信心，并推动房地产行业尽快实现软着陆。

二是近期物价水平明显偏低，其中1至5月CPI累计同比仅为0.8%（5月为0.2%），扣除波动较大的食品和能源价格、更能体现整体物价水平的核心CPI累计同比为0.7%（5月为0.6%），明显低于3.0%左右的温和通胀水平。这为适度下调政策利率提供了空间。

最后，在当前人民币面临一定贬值压力的背景下，本次降息时点的选择略超市场预期。不过，2015年“8.11”汇改以来，监管层已构建了完整的汇市调控政策工具体系，能够避免人民币在合理均衡范围之外大起大落。这为货币政策“以我为主”奠定了基础。就根本而言，本次政策利率下调将有效提振市场信心，推动下半年宏观经济复苏力度进一步增强，从

而夯实人民币稳健运行基础。我们判断，接下来人民币因本次政策利率下调而持续大幅贬值的可能性不大，必要时稳汇市政策工具会及时出手。

**二、6月MLF延续加量续作，加量幅度有所扩大，显示在4月和5月新增信贷势头放缓后，接下来宽信用进程将再度提速。**

6月MLF操作量为2370亿，到期量2000亿。这意味着本月实施了370亿净投放，为连续第7个月加量续作，加量幅度较此前两个月200-250亿的水平有所扩大。首先，本月MLF加量续作，并非源于市场资金面收紧。数据显示，5月以来DR007均值持续运行在央行7天期逆回购利率下方，1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率也在MLF操作利率下方持续下行。背后是在信贷投放节奏回调后，当前银行体系资金面处于较为充裕状态，无需MLF加量“补水”。

我们认为，6月降息释放了清晰的稳增长信号，接下来实体经济融资需求将会上升，而银行信贷投放节奏也将加快。本月MLF加量幅度扩大，能够提前补充银行体系中长期流动性，增强其信贷投放能力，为接下来的信贷投放再度提速做好准备。我们预计，6月新增信贷规模有望与去年政策发力期的高水平基本持平，从而结束4月和5月新增信贷放缓势头。这意味着伴随政策性降息落地，宽信用进程将再度提速，进而为三季度经济复苏势头转强积蓄力量。

**三、6月MLF利率下调，20日LPR报价将跟进调整，并有可能实施非对称下调。**

MLF操作利率是LPR报价的定价基础。6月MLF操作利率下调后，当月两个品种的LPR报价也将跟进下调。可以看到，自2019年8月LPR报价改革以来，在此前5次MLF操作利率下调过程中，当月LPR报价均跟进下调。考虑到当前企业贷款利率已处于历史低点，且明显低于居民房贷利率，加之近期楼市再度转弱，我们判断6月1年期LPR报价和5年期以上LPR报价有可能出现非对称下调，即1年期LPR报价可能下调0.05个百分点，5年期以上LPR报价下调0.15个百分点。这将带动企业和居民贷款利率、特别是居民房贷利率更大幅下调。数据显示，2022年1年期LPR报价下调0.15个百分点，带动企业贷款利率下行0.6个百分点；5年期以上LPR报价下调0.35个百分点，带动居民房贷利率下调1.29个百分点。

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。