

7月MLF小幅加量续作，年内第二次降准有望落地

——2023年7月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2023年7月17日，央行开展1030亿元MLF操作，本月MLF到期量为1000亿元；本月MLF操作利率为2.65%，与上月持平。

一、7月MLF小幅加量续作，释放支持三季度银行加大信贷投放力度的信号；综合考虑当前经济金融形势，不排除三季度实施年内第二次降准的可能。

7月MLF操作量为1030亿，到期量1000亿。这意味着本月实施了30亿净投放，为连续第7个月加量续作，但加量规模较小，延续了此前三个月的地量水平。首先，本月MLF加量续作，并非源于市场资金面收紧。数据显示，7月以来市场资金利率和主要银行同业存单到期收益率都较为稳定地运行在相应政策利率下方，且受6月政策性降息带动，较6月同期水平有明显下移。这意味着当前银行体系流动性较为充裕，无需MLF加量“补水”。我们判断，这也是7月银行MLF操作需求较小、加量规模偏低的直接原因。

不过，我们认为7月MLF延续加量操作，仍然释放了为银行体系补充中长期流动性、支持银行加大三季度信贷投放力度的政策信号。6月信贷投放规模再度回升后，着眼于推动三季度经济复苏动能转强，接下来宽信用过程还将延续。其中，7月新增人民贷款规模有望延续同比多增，且多增规模或将有所扩大。金融数据往往领先于经济数据，6月开启并有望延续的宽信用过程，预示着三季度及下半年实际经济增长动能将有显著改善。

7月MLF小幅加量续作后，接下来降准落地的可能性上升。MLF操作和降准都能补充银行体系中长期流动性，后者还能降低银行资金成本，释放较为明显的稳增长信号。综合考虑三季度宽信用提速的资金需求、未来MLF操作规模，以及提振市场信心的需要，接下来在MLF持续加量续作的同时，三季度有可能实施年内第二次全面降准，最早有望在7月落地，估计降准幅度为0.25个百分点。

7月14日举行的2023年上半年金融统计数据新闻发布会上，央行表示，“后续人民银

行将根据经济和物价形势的需要，按照党中央、国务院的决策部署，加大宏观调控力度，精准有力实施稳健的货币政策，综合运用存款准备金率、中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，保持银行体系流动性合理充裕，保持货币信贷合理增长，推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。”这意味着降准已在政策工具箱内，短期内有望相机推出。这将进一步巩固三季度宽信用进程，包括信贷投放力度加大，以及政府债券发行规模扩大等。

二、7月MLF操作利率保持不变符合市场预期，后期视经济和物价走势，政策性降息还有空间。

回顾MLF操作利率调整历史可以看到，除2020年初疫情突袭，MLF操作利率曾在2月和4月连续两次下调外，其它调整间隔时间至少为5个月。由此，结合当前整体经济形势，6月MLF操作利率下调后，7月保持不变符合市场普遍预期。

我们预计，后期若需要进一步加大稳增长政策力度，MLF操作利率具备进一步下调的条件。首先，6月CPI同比降至0%，而且扣除波动较大的食品、能源价格，更能体现根本物价水平的核心CPI同比也仅为0.4%。展望下半年，CPI及核心CPI同比将逐步见底回升，但整体上还会处于1.0%以下的偏低水平。这就为货币政策在稳增长方向适度发力提供了较大空间。

另外，当前美联储加息过程已进入尾声，下半年人民币贬值压力也会相应缓解；加之当前稳汇率政策工具箱丰富，下半年人民币汇率因素对国内货币政策的掣肘将更为有限。事实上，作为全球第二大经济体，我国必然将保持货币政策独立性放在头等重要位置。这样来看，无论下半年美联储何时停止加息，都不会对国内货币政策灵活调整构成实质性影响。6月MLF操作利率下调已证明了这一点。

可以看到，在央行上述政策表述中，后续综合运用的政策工具中也包括“中期借贷便利”（MLF）。这既意味着后续会根据需要灵活调整每月的MLF操作量，也未排除继续下调MLF操作利率的可能。整体上看，从加大宏观政策调控力度的需要，以及保留政策空间等角度考虑，下半年降准的概率大于降息。

三、7月MLF利率不变，20日公布的LPR报价也将保持稳定，后期单独下调LPR报价的可能性较大。

MLF操作利率是LPR报价的定价基础。7月MLF操作利率保持不变，加之6月两个期限品种的LPR报价刚刚下调，因此7月LPR报价保持不变符合市场预期。当前的重点是在6月两

个期限品种 LPR 报价分别下调 0.1 个百分点后，充分发挥 LPR 报价改革效能，推动实际贷款利率下调。另外，根据存款利率市场化调整机制，存款利率将参考以 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。这意味着在 6 月 20 日 1 年期 LPR 报价下调、以及近期 10 年期国债收益率持续下行推动下，新一轮存款利率下调过程或将开启。这将缓解银行净息差下行压力，有助于三季度持续降低实体经济融资成本，乃至适当下调存量房贷利率。

考虑到未来一段时间仍需推动实体经济融资成本稳中有降，特别是引导新发放居民房贷利率进一步下行，我们判断若三季度降准落地，叠加此前分别于 2022 年 12 月和 2023 年 4 月两次降准为银行带来的降成本效应，不排除在 MLF 操作利率保持不变的同时，LPR 报价单独下调的可能。可以看到，此前 2021 年 12 月降准 0.5 个百分点，曾带动当月 1 年期 LPR 报价下调 0.05 个百分点；2022 年 4 月降准 0.25 个百分点，曾带动 5 月 5 年期 LPR 报价下调 0.15 个百分点。最后，若下半年 LPR 报价单独下调，很可能为非对称下调，即主要下调 5 年期 LPR 报价。这将带动居民房贷利率较快下行，释放更为明确的稳楼市信号，推动房地产行业尽快实现软着陆。

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。