

2月MLF操作利率不变，降息仍在政策工具箱内

——2024年2月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2024年2月18日，央行开展5000亿元MLF操作，本月MLF到期量为4990亿元；本月MLF操作利率为2.50%，上期为2.50%。

一、2月MLF操作利率继续“按兵不动”，或与当月降准落地，有望带动LPR报价单独下调等因素有关。不过，当前物价水平偏低推高企业和居民实际贷款利率，宏观经济景气度有待改善，下调MLF操作利率仍是重要政策选项之一。

伴随2月降准落地，近期市场对MLF操作利率下调的预期有所降温。我们预测，2月20日公布的LPR报价有可能单独下调，预计1年期和5年期以上LPR报价将分别下调5个基点。除本次降准会为银行每年节约资金成本120亿左右外，2023年11月、12月国内主要银行也下调了存款利率，这些措施都有助于推动LPR报价下行，并在一定程度上替代MLF利率下调，带动实体经济融资成本稳中有降。

不过，主要受房地产行业下滑、消费需求不振等因素影响，2023年四季度以来官方制造业PMI指数持续运行在收缩区间。这意味着近期宏观经济运行稳中见弱，宏观政策实施逆周期调节的必要性上升。回顾历史可以看到，一旦官方制造业PMI指数连续3个月以上运行在收缩区间，货币政策做出反应的可能性就会显著加大，除降准外，下调政策利率也是常见的应对措施。

另外，2024年2月CPI同比为-0.8%，降幅较上月扩大0.5个百分点，连续四个月同比负增长；当月PPI同比为-2.5%，降幅较上月收敛0.2个百分点，工业品价格继续处于较为明显的通缩状态。我们判断，伴随2月春节错月效应反转，CPI同比有望小幅回正，但短期内物价水平仍将处于低迷状态，上半年GDP平减指数同比将继续处于负值区间。这意味着未来一段时间物价水平和价格预期目标相比仍有距离，考虑物价因素的企业和居民实际贷款利率面临上升压力。由此，当前通过下调政策利率引导名义贷款利率较快下行，缓解实际利率上升压力的迫切性较高。需要指出的是，降准和银行存

款利率下调带动的 LPR 报价下行幅度往往比较有限，或难以解决当前物价偏低、企业和居民实际贷款利率上升问题。

综合当前经济和物价走势，我们判断短期内 MLF 利率下调的可能性仍然较大。首先，这将释放稳增长政策前置发力的清晰信号，提振市场信心，推动宏观经济稳中向上。其次，MLF 利率下调会带动 LPR 报价联动调整，有效降低实体经济融资成本，并为地方债务风险化解提供更为有利的条件。最后，这将为引导居民房贷利率下行开拓空间，进而推动房地产行业尽快实现软着陆。我们认为，考虑到美联储等主要海外央行即将转入降息周期，今年汇率因素对我国央行降息的掣肘实际上要小于去年。

二、2 月 MLF 加量续作符合市场预期，也是稳增长政策持续发力的一个信号。

2 月 MLF 到期量为 4990 亿，当月操作规模达到 5000 亿，即当月实施小幅加量续作。首先，本月继续实施加量续作，符合市场预期。2024 年一季度已进入稳增长关键阶段，MLF 加量续作有助于增加银行体系中长期流动性，支持信贷增长以及政府、企业债券发行，同时也能鼓励银行等金融机构按照市场化、法治化原则，通过展期、借新还旧、置换等方式，积极参与地方债务风险化解。由此，尽管本月降准落地，释放资金规模超过 1 万亿，但考虑到 1 月信贷、社融均超预期，而且接下来政府债券发行有望提速，新增信贷还将处于较高水平，因此银行对 MLF 操作的需求增加。与此同时，MLF 加量续作本身也在释放政策面加力稳增长的一个信号，体现货币政策总量发力。

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。