

3 月 MLF 操作利率不变，二季度有望下调

——2024 年 3 月 MLF 操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2024 年 3 月 15 日，央行开展 3870 亿元 MLF 操作，本月 MLF 到期量为 4810 亿元；本月 MLF 操作利率为 2.50%，上期为 2.50%。

一、3 月 MLF 操作利率不变，主要源于 2 月全面降准落地，5 年期以上 LPR 报价大幅下调，其对信贷投放及房地产行业的支持效果有待进一步观察。不过，当前及未来一段时间物价水平偏低，宏观经济增长动能有待进一步改善，下调 MLF 操作利率仍是重要政策选项之一。

2 月 5 日全面降准落地，释放长期资金 1 万亿，短期内银行信贷投放能力增强；2 月 20 日 5 年期以上 LPR 报价大幅下调 0.25 个百分点，将带动新发放居民房贷利率和企业中长期贷款利率更大幅度下调。由此，开年货币政策在稳增长、稳楼市方向全面发力，当前正处于政策效果观察期。这或是年初以来 MLF 利率保持稳定的一个原因。

展望未来，我们判断二季度 MLF 利率有望下调，幅度约在 0.1 至 0.2 个百分点左右。一方面，主要受房地产行业低迷、消费需求不振等因素影响，2 月官方制造业 PMI 指数为 49.1%，较上月回落 0.1 个百分点，连续 5 个月处于收缩区间。这意味着此前全面降准、5 年期以上 LPR 报价大幅下调，乃至 2 月大规模设备更新及耐用消费品以旧换新政策出后，尚未扭转宏观经济景气度偏低的状况。着眼于完成今年政府工作报告定下的“5.0%左右”的增长目标，下一步逆周期调节政策仍需持续发力。

另外，主要受“春节错月”效应反转影响（2023 年春节在 1 月，2024 年在 2 月），2 月 CPI 同比由负转正，同比增长 0.7%。我们判断，3 月 CPI 同比将回落至 0.3% 左右，短期内居民消费价格会继续处于明显偏低水平。背后是当前商品和服务供应稳定，而受房地产低迷等因素影响，居民消费信心不

足。国家统计局最新数据显示，1月消费者信心指数为88.9，尽管较前值上行1.3个百分点，但仍明显低于中值（100）水平，表明当前居民消费信心偏低。2月PPI同比为-2.7%，短期内回正的可能性不大。这显示未来一段时间物价水平仍将处于偏低状态，上半年GDP平减指数同比有可能继续处于负值区间。这都意味着当前物价水平和今年政府工作报告设定的“居民消费价格涨幅3%左右”的目标相比差距明显，而计入物价因素的企业和居民实际贷款利率面临上升压力。由此，接下来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。我们判断，现阶段货币政策操作的重点正在从防通胀转变为引导物价水平温和回升。这是今年货币政策“灵活适度”的一个重要内涵。

由此，综合经济和物价走势，我们判断二季度MLF利率下调的可能性较大。首先，这将释放稳增长政策发力的清晰信号，有助于促消费、扩投资，改善社会预期。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，低利率环境也将为地方债务风险化解提供更为有利的条件。更为重要的是，这将引导居民房贷利率较快下调，推动房地产行业尽快实现软着陆。这是今年稳增长、防风险的关键所在。最后，考虑到美联储等主要海外央行即将开启降息过程，美元指数易跌难涨，今年汇率因素对我国央行降息的掣肘要小于去年。事实上，在货币政策“以我为主”基调下，近年来美联储加息或降息对我国央行政策选择的影响都不大。

我们也认为，未来政策性降息落地会带动贷款利率进一步下调，当前已处于历史低位、且已低于“警戒水平”的银行净息差面临进一步收窄的压力，下一步稳息差将主要依靠存款利率下调。

二、3月MLF小幅缩量续作，主要源于降准后银行体系流动性充裕，MLF操作需求减少。

3月MLF到期量为4810亿，当月操作规模为3870亿，即当月实施940亿缩量续作，为2022年11月以来首次。背后是2月降准落地，释放长期资金1万亿，当前银行体系流动性较为充裕，商业银行对MLF操作的需求减少。可以看到，2月1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值降至2.28%，已明显低于2.50%的MLF操作利率；进入3月，截至14日均值水平为2.25%。我们认为，本次MLF缩量操作，并不改变现阶段监管层支持银行适度加大信贷投放、发挥逆周期调节作用的政策取

向。

我们预计，在 3 月 MLF 操作利率保持稳定，2 月 5 年期以上 LPR 报价大幅下调背景下，3 月两个期限品种的 LPR 报价将保持不变。当前的重点是进一步提升货币政策传导效率，在全面降准及 5 年期以上 LPR 报价下调后，推动银行对实体经济的信贷投放“量增、价减”。我们预计，3 月新发放居民房贷利率和企业中长期贷款利率都将有较大幅度下调。

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。