

## 4月MLF操作利率不变，未来有下调空间

——2024年4月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

**事件：**2024年4月15日，央行开展1000亿元MLF操作，本月MLF到期量为1700亿元；本月MLF操作利率为2.50%，上期为2.50%。

一、4月MLF操作利率不变，符合市场普遍预期，主要源于2月全面降准落地、5年期以上LPR报价大幅下调，以及一季度经济延续回升向上态势背景下，当前实施政策性降息的迫切性不高。不过，当前及未来一段时间物价水平偏低，经济增长动能有待进一步改善，未来下调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，2月20日5年期以上LPR报价大幅下调0.25个百分点，开年货币政策在稳增长、稳楼市方向全面发力。可以看到，年初工业生产、投资等宏观数据偏强，3月官方制造业PMI指数结束此前连续5个月的收缩状态，大幅升至扩张区间，一季度宏观经济延续回升向上势头。由此，当前实施政策性降息的迫切性不高。另外，近期受美联储有望推迟降息等因素影响，美元指数走高，人民币汇率有一定下行压力，政策利率保持不动有助于稳汇市。

展望未来，我们判断年中前后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，未来一段时间物价仍将处于明显偏低水平，推动物价温和回升是当前货币政策的重心所在。“春节错期”效应过后，3月CPI同比由上月的0.7%大幅降至0.1%，PPI同比降幅也进一步扩大至-2.8%。背后主要源于楼市低迷导致居民消费需求不旺，国内主导的钢铁、水泥、煤炭等大宗商品价格偏弱。未来一段时间，CPI将继续在1.0%以下的偏低水平运行，PPI同比摆脱负增长也有一定难度。就货币政策而言，央行的首要职责是维护价格稳定。通常这是指为了遏制高通胀，央行会收紧货币政策。不过，当前物价水平明显偏低，着眼于做好逆周期调节，避免“低物价、低消费”循环，下一步货币政策需

要向宽松方向调整，包括适时下调政策利率，直至引导物价涨幅回归温和水平。回顾历史可以看到，在1998年至2003年的5年中，CPI持续处于低增长或负增长状态。当时央行曾连续下调政策利率，其中1年期基准贷款利率由8.6%降至5.3%。

另外，尽管在外需回暖、稳增长政策提前发力带动下，一季度GDP增速有望达到5.0%左右，经济运行出现良好开局，但主要受房地产行业低迷、消费需求不振等影响，未来一段时间宏观经济仍面临一定下行压力。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，下一步稳增长政策仍需持续发力，而政策性降息是推动房地产行业实现软着陆，解决有效需求不足问题的重要政策选项。

由此，综合物价和经济走势，我们判断年中前后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，推动物价水平温和回升。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。这是扭转楼市预期的关键一招，也是今年稳增长、防风险的关键所在。最后，考虑到美联储年中前后有望启动降息过程，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”的基调下，近年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、4月MLF到期量较小，缩量续作主要源于当前银行体系流动性充裕，MLF操作需求较小，并非释放政策收缩信号。**

4月MLF到期量为1700亿，为近9个月以来最小到期规模；当月操作规模为1000亿，也是近9个月以来最小投放量；这也意味着继上月之后，MLF连续两个月缩量续作。背后是2月降准落地，释放长期资金1万亿，加之在信贷“均衡投放”要求下，今年一季度信贷同比少增1.14万亿，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，3月1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值降至2.25%，已明显低于2.50%的MLF操作利率；进入4月，截至14日该指

标均值为 2.17%。我们认为，本次 MLF 缩量操作，并未释放政策收缩信号；进入二季度，伴随稳增长政策持续发力，以及“均衡投放”影响反转，信贷有望同比多增，届时 MLF 也将恢复加量续作。

我们预计，在 4 月 MLF 操作利率保持稳定，一季度银行净息差有可能进一步收窄的背景下，4 月两个期限品种的 LPR 报价将保持不变。

#### 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。