

下一步如何“灵活运用利率政策工具”？

——2024年5月MLF操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2024年5月15日，央行开展1250亿元MLF操作，本月MLF到期量为1250亿元；本月MLF操作利率为2.50%，上期为2.50%。

一、5月MLF操作利率不变，符合市场普遍预期。主要原因有两个：一是近期市场利率全面下行，而且已较大幅度向下偏离政策利率中枢，当前不具备下调政策利率的市场环境；二是一季度经济增长超预期，近期宏观数据偏强，当前处于政策效果观察期，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。

首先，受年初货币政策全面发力，银行等金融机构面临“资产荒”，政府债券发行节奏偏缓，以及宏观预期偏弱等因素带动，近期主要市场利率出现较大幅度下行。其中，4月10年期国债收益率一度创下逾20年最低，1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值降至2.11%，均持续较大幅度向下偏离MLF操作利率。为此，近期央行有关部门负责人表示，当前国债收益率与长期经济增长预期发生背离，并提示利率偏低风险。由此，当前不具备下调政策利率的市场环境。

更为重要的是，受出口回暖、稳增长政策前置发力等带动，一季度GDP同比增速达到5.3%，高于全年“5.0%左右”的增长目标，也好于市场普遍预期。4月官方制造业和非制造业PMI指数有所回调，但都处于扩张区间，当月出口强势增长，物价水平温和回升。由此，当前仍处于政策效果观察期，实施政策性降息的迫切性不高。最后，近期受美联储推迟降息等因素影响，美元指数处于高位，人民币对美元汇率有一定贬值压力，政策利率保持不动也有助于稳汇市。

不过，4月底中央政治局会议在指出“经济实现良好开局”的同时，也强调“经济持续回升向好仍面临诸多挑战，主要是有效需求仍然不足，企业经营压力较大，重点领域风险隐患较多，国内大循环不够顺畅，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升”。这意味着尽管一季度经济表现超预期，但主要受国内房地产行业持续调整、外部经贸环境挑战性增大影响，当前经济仍然面临一定下行压力。

为此，本次会议明确提出，下一步“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具，加大对实体经济支持力度，降低社会综合融资成本”。这意味着当前仍处于货币政策宽松周期，后期降息降准都有空间。

在监管层提示当前市场利率偏低的背景下，接下来如何“灵活运用利率政策工具？”我们判断，未来在物价水平偏低，经济增长动能有待进一步提振的环境下，政策面的重点是引导企业和居民贷款利率进一步下行，扩大宏观经济总需求，推动物价水平温和回升。为此，首选的利率政策工具是 MLF 操作利率保持不动，通过引导存款利率下调、全面降准等方式，推动 LPR 报价下调，降低各类贷款利率。其中，考虑到当前房地产行业的运行态势，下一步的重点是针对房地产行业实施“定向降息”，具体措施有两个：一是引导 5 年期以上 LPR 报价较大幅度下调，二是下调各地首套及二套房贷利率下限，以此引导居民房贷利率较快下行。这是当前扭转楼市预期，推动房地产行业实现软着陆的关键一招。

其次，若三季度物价水平持续处于低位，出口增速回落，经济回升势头出现波折，在综合考虑经济、物价运行态势后，也不排除央行在三季度直接下调 MLF 操作利率 10 至 20 个基点（0.1 至 0.2 个百分点）的可能。这将释放强有力的稳物价、稳增长信号，扩大内需效应会更为明显。与此同时，针对当前 10 年期国债收益率等主要市场利率偏低的状况，监管层将通过加快政府债券发行节奏，保持信贷、社融处于合理增长水平，以及有效引导市场预期等方式，推动市场利率逐步向政策利率中枢靠拢。最后，考虑到年内美联储终将启动降息过程，今年汇率因素对我国央行降息的掣肘实际上要小于去年。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。

二、5 月 MLF 到期量较小，等量续作主要源于当前银行体系流动性充裕，以及支持超长期特别国债开闸发行。

5 月 MLF 到期量为 1250 亿，为近 10 个月以来最小到期规模；当月操作规模为 1250 亿，也是近 10 个月以来最小投放量，但结束了此前两个月的缩量续作状态，或与本月超长期特别国债开闸发行有关，释放了货币政策与财政政策相协调的信号。近期 MLF 投放量较低，总体处等量或缩量续作状态。背后是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，4 月 1 年期商业银行（AAA 级）同业存单到期收益率均值降至 2.11%，已明显低于 2.50% 的 MLF 操作利率；进入 5 月，截至 14 日该指标均值为 2.09%。不过，近期 MLF 投放量较低并非释放政策收缩信号，主要是当前银行

在货币市场的融资成本明显低于通过 MLF 向央行融资的成本。实际上，“比价效应”是近 4 个月 MLF 持续处于等量或缩量续作的主要原因。需要指出的是，1 万亿超长期特别国债将于 5 月 17 日开闸发行，但发行周期长达 6 个月，这意味着短期内对银行系统资金面的“抽水”效应有限，也是本月银行对 MLF 操作需求没有显著加大的一个原因。

值得注意的是，4 月金融数据出现剧烈波动，其中新增社融出现罕见的负值。我们分析，这主要是受信贷资金防空转、政府债券到期和发行节奏等短期因素碰头叠加影响，并不具有趋势性意义；预计 5 月将恢复正增长，后期有一些月份还会出现同比多增。这意味着尽管近期新增社融数据偏低会影响银行 MLF 操作需求，但接下来伴随“信贷均衡投放”效应反转，新增信贷有望持续同比多增，而在超长期特别国债发行的同时，专项债发行也会显著提速——4 月底中央政治局会议明确要求，“要及早发行并用好超长期特别国债，加快专项债发行使用进度”，预计后期银行对 MLF 的操作需求将会增加，MLF 有望转向加量续作。另外，为支持信贷合理增长，配合政府债券顺利发行，也不排除央行三季度实施降准的可能。最后，在 5 月 MLF 操作利率保持稳定，近期银行净息差有可能进一步收窄的背景下，5 月两个期限品种的 LPR 报价都将保持不变。

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。