

MLF “淡化政策利率色彩” 后将 “重量不重价”

——2024年7月 MLF 操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2024年7月15日，央行开展1000亿元MLF操作，本月MLF到期量为1030亿元；本月MLF操作利率为2.50%，上期为2.50%。

一、7月MLF到期量为年内最低，缩量续作主要源于当前银行体系流动性充裕，市场利率偏低，商业银行通过MLF向央行融资的需求下降。

7月MLF到期量为1030亿，为年内最低；当月操作规模为1000亿，这意味着当月缩量规模为30亿。近期MLF投放量较低，总体处于缩量或等量续作状态，背后是受信贷需求偏弱，金融“挤水分”，以及当前监管层强调淡化对数量目标的关注，克服信贷投放的规模情结等影响，近期银行信贷投放节奏放缓，银行体系流动性较为充裕。可以看到，6月1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值降至2.07%，较上月下行2个基点，已连续5个月明显低于2.50%的MLF操作利率；进入7月，截至12日该指标均值为1.95%。这意味着当前商业银行在货币市场的融资成本较低，对MLF的操作需求下降。

需要指出的是，近期MLF投放量较低并非释放数量收缩信号，主要是当前银行在货币市场的批发融资成本明显低于通过MLF向央行融资的成本。三季度伴随金融“挤水分”影响逐步减弱，银行信贷投放节奏有望加快；而根据已公布的发债计划，三季度政府债净融资规模将达到4.1万亿，较二季度增加约2万亿，也较去年同期高1.5万亿。由此，三季度银行对MLF的操作需求或将会增加，MLF有望转向加量续作。我们判断，当前正处于宏观经济回升向上过程的关键阶段，仍需货币政策有效发挥逆周期调节作用，近期MLF缩量不必过度解读，并不代表政策面释放数量收缩信号。

二、伴随 MLF “淡化政策利率色彩”，MLF 操作将“重量不重价”。

6月19日央行行长在陆家嘴论坛上表示，“未来可考虑明确以央行的某个短期操作利率为主要政策利率，目前看，7天期逆回购操作利率已基本承担了这个功能。其他期限货币政策工具的利率可淡化政策利率的色彩，逐步理顺由短及长的传导关系。”这意味着下一步政策利率体系将有重大调整，在强化7天期逆回购利率的主要政策利率地位的同时，MLF操作利率的政策利率色彩将会淡化。正如此前1年期存贷款利率的政策利率色彩淡化一样。此前MLF操作利率的政策利率地位主要体现在其为LPR报价的定价基础。我们判断，后期LPR报价的定价基础将逐步与MLF操作利率脱钩，首先是要更为有效地体现报价行对其实际最优惠客户的利率水平。

可以看到，央行行长在陆家嘴论坛上表示，要“持续改革完善贷款市场报价利率（LPR），针对部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率的问题，着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平。”我们判断，“部分报价利率显著偏离实际最优惠客户利率”，指的是一些报价行给出的LPR报价偏高，没有准确反映的因素可能主要是影响报价加点的“银行资金成本、信贷市场供求、信用风险溢价”等因素。这意味着在银行资金成本显著下行，信贷市场供求关系向需求方倾斜阶段，一些报价行对其最优惠客户的贷款利率下调，而给出的LPR报价没有随之下调。

着眼于完善现有机制，接下来可从两个方面着手：一是报价行数量扩容，降低单个报价行对于LPR报价的影响力。可以看到，2024年1月，报价行数量从18个上调至20个。二是强化责任追究，对报价利率持续显著偏离实际最优惠客户利率的异常报价，进行实时监督和事后跟踪调查，必要时可据此对报价行名单进行调整。长期来看，在通过收窄利率走廊等方式，有效控制短期市场利率波动性后，不排除未来LPR报价将以某个短期基准市场利率为基础加点形成。这也是“逐步理顺（市场利率）由短及长传导关系”的具体路径之一。

我们也认为，考虑到存款准备金率下调空间收窄，以及央行将二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱，进而成为基础货币投放渠道和流动性管理主要工具之前，还需要一个过程，未来一段时间，MLF操作将继续成为调节银行体系中长期流动性的一个重要政策工具。

最后，在MLF政策利率色彩淡化，监管层明确要求“着重提高LPR报价质量，更真实反映贷款市场利率水平”，以及综合考虑当前经济运行状况及物价水平，我们判断7月LPR报价单独下调的可能性上升。当前LPR报价下调的主要障碍是银行净息差偏低。我们判断，未来监管层将重点通过发挥存款利率市场化调整机制的作用，引导存款利率下调，为下半年LPR报价下调铺平道路。

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。