

6 月 MLF 利率保持不变，下一次政策性降息何时开启？

如有引用请注明东方金诚首席宏观分析师王青

2020 年 6 月 15 日，央行宣布开展 1 年期中期借贷便利（MLF）操作 2000 亿元，中标利率为 2.95%，与 5 月持平。这是 MLF 中标利率连续两个月保持不变。具体解读如下：

一、6 月 MLF 利率为何保持不变？

1、近期央行逆回购利率未做下调，预示本月 MLF 利率将保持不变。6 月以来央行持续开展 7 天期逆回购操作，中标利率保持在 2.2%。央行 7 天期逆回购利率与 MLF 利率均属政策利率体系的重要组成部分，往往联动调整。由此，在近期连续操作过程中央行 7 天期逆回购利率未做下调，实际上也预示了本月 MLF 利率将会保持不变。

2、本次 MLF 利率未做下调，有助于稳定当前市场利率水平，防范金融空转。针对前期市场利率大幅低于政策利率水平（其中 4 月 DR007 均值偏离央行 7 天期逆回购利率达到 74 个基点），“滚隔夜”加杠杆、结构化存款套利等现象抬头，监管层加大了对金融空转的“围剿”力度——首先就是从资金面入手，通过推高短端利率压缩套利空间。可以看到，自 5 月下旬开始，隔夜和 7 天利率大幅上行，月末双双突破 2.0%；进入 6 月以来，两个利率的月内均值仍分别处于 1.73%和 1.88%的高位。我们认为，短期内市场利率持续处于较高水平，实际上也是在释放继续遏制金融空转的政策信号；而此时如果下调 MLF 利率，则市场利率势必随之出现一定幅度的下调，这将不利于稳定市场预期，巩固防范金融空转效果。

3、5 月信贷、社融数据强劲，支持央行合理把握货币政策边际宽松节奏。5 月信贷和社融数据继续保持同比多增，存量增速则延续了 3 月以来的持续上升势头。这意味着 5 月中下旬开始的货币边际收紧并未对宽信用带来明显影响。6 月初央行推出两项直达工具，并发布了进一步做好中小微企业金融服务的政策指引。我们认为，以上精准滴灌措施将对未来新增信贷和社融规模起到直接推动作用，同时也在一定程度上降低了对“政策性降息——宽货币——宽信用”的传导需求。最后，本轮货币宽松与 2008-09 年最大的不同之处在于，监管层始终对以宏观杠杆率高企为代表的金融风险保持高度关注，着力避免大水漫灌。因此，在

加强货币政策逆周期调节的同时，央行会着力把握好政策力度、重点和节奏。我们判断，近期强劲的信贷、社融数据，对央行保持 6 月 MLF 利率不变、合理把握降息节奏提供了支撑。

最后，本月共有 7400 亿 MLF 到期，续作量仅为 2000 亿，显示当前市场流动性整体充裕，市场利率仍低于 MLF 招标利率，机构通过 MLF 融资的需求较为有限。

二、20 日 LPR 报价大概率将保持不变。

根据 2019 年 8 月新 LPR 改革以来的一般规律，6 月 MLF 利率保持不变，意味着 20 日 LPR 报价也将大概率维持上月水平。年初以来，商业银行利差持续在收窄，加之近期市场利率上行，实际上也在抬高银行边际资金成本。由此，本月银行主动压缩 LPR 报价加点的动力不足。

三、下一步 MLF 利率怎么走？

8 月 MLF “降息”或将重启，年内 MLF 利率还有 40 个基点左右的下调空间。当前市场普遍关注本轮降息过程是否已走到尽头，5 月中下旬以来债市持续深跌，即是这种预期发酵的一种体现。我们判断，鉴于海外疫情正在巴西、俄罗斯以及印度等新兴市场形成第三波，下半年国内还将继续坚持“外防输入、内防反弹”，而防疫常态化会不可避免地给人们的经济活动带来一定影响。这意味着下半年经济回到 6.0%左右的潜在增长水平会面临一定挑战。其次，从 5 月开始，海外疫情对我国出口的冲击已开始显现，预计未来一段时间外需下滑状况还会延续，需要国内消费、投资发力对冲。为此，5 月政府工作报告已明确要求“综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。”

第三，伴随 7 月毕业季到来，8 月之后城镇调查失业率有可能再度攀升至 6.0% 以上。考虑到当前稳就业已成为最重要的宏观经济管理目标，届时包括货币边际宽松在内的宏观政策逆周期调节需求会进一步上升。最后，5 月 CPI 同比已降至 2.4%，已处于 3.0% 以内的温和区间，预计 6 和 7 月 CPI 涨幅或将阶段性保持稳定，但 8 月之后将再度开启一个较快下行过程——我们判断，本轮货币扩张带动通胀在下半年卷土重来的风险很低——而通胀持续降温也将为进一步降息铺平道路。由此我们预计，下一次 MLF 降息最迟或将在 8 月启动，下半年整体还有 40 个基点的下调空间（上半年共下调 30 个基点）。这将带动企业一般贷款利率出现更大幅度下行，有序扩大货币政策逆周期调节效果。

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。