

## 6 月 MLF 等额平价续作，货币政策保持稳健中性立场

2021 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，连续 15 个月保持不变。本月 15 日 MLF 到期规模 2000 亿，由此 6 月 MLF 操作为等额续作。对此我们做如下解读：

**一、6 月 MLF 操作利率持平，连续 15 个月保持不变，符合市场预期，显示尽管 5 月 PPI 同比涨幅创下逾 12 年新高，但工业品通胀升温没有动摇货币政策“稳”字当头的基调。**

近期，央行每日开展 7 天期逆回购，操作利率始终保持在 2.20%。这意味着短期政策利率持续处于稳定状态。由于在利率走廊中短期政策利率和中期政策利率之间存在较为固定的联动关系，这实际上已预示 6 月 MLF 利率（中期政策利率）不会发生变化。

受原油等国际大宗商品价格盘升，以及上年同期基数走低推动，5 月国内 PPI 同比大幅上冲至 9.0%，涨幅较上月加快 2.2 个百分点，超过了前两轮 PPI 上行周期的最高点，创下 2008 年 10 月以来新高。与此同时，包括美国在内多个大型经济体物价读数也在快速冲高。货币政策以保持币值稳定为首要目标。近期通胀风险对货币政策走向的潜在影响引发广泛关注。

不过就我国而言，当前物价走势分化特征明显，即 PPI 冲高主要由上游国际大宗商品及国内钢、煤涨价拉动，5 月下游生活资料 PPI 同比涨幅仅为 0.5%，当月与民众生活息息相关的 CPI 同比涨幅仍处于 1.3% 的偏低水平。这意味着伴随着 PPI 上涨向 CPI 传导受阻，国内全面通胀压力并不明显。

由此，在通胀结构分化加剧，下游小微企业修复阻力较大的背景下，宏观政策并未采取包括政策性加息在内的全面收紧措施，而是一方面及时加大保供稳价、打击投机力度，缩短 PPI 高增周期，防止通胀预期向消费品市场扩散，另一方面通过强化金融定向扶持、财政减税降费等手段，加大对小微企业的精准滴灌。这是 6 月 MLF 操作利率保持稳定的一个重要背景。

展望未来，物价走势仍是影响货币政策取向、乃至政策利率变化的一个关键因素。央行在 2021 年一季度货币政策报告中认为，近期国际大宗商品价格上涨“可能在今年二、三季度阶段性推高我国 PPI 涨幅”。也就是说，当前监管层判断近期 PPI 高涨不具有可持续性。回顾近十年国际大宗商品价格走势，可以看到

明显的“上有顶、下有底”的宽幅波动特征。背后是国际大宗商品供需皆有弹性，缺乏价格持续上涨和下跌的基础，而多表现为均值回归特性。本轮国际大宗商品价格上涨，本质上是全球疫情带来的短期剧烈冲击的一部分。<sup>1</sup>下半年伴随国际大宗商品生产国供给能力恢复，特别是我国经济增长拉动力从投资向消费回归，工业品需求增长势头减弱，PPI 增速有望高位回落。加之未来一段时间 CPI 涨幅仍将运行在 3.0% 以内的温和水平，短期内 MLF 利率因物价因素而上调的可能性不大。

**二、5 月 MLF 等额续作，主要源于当前市场中长期利率在政策利率附近小幅波动，中长期流动性整体处于“不溢不缺”状态，无需 MLF 加量或缩量操作进行调节。**

MLF 操作属于中长期流动性调节，即 MLF 通过向银行体系注入或回收中期限资金，可以调节银行在信贷投放过程中面临的流动性约束。历史数据显示，以 AAA 级商业银行 1 年期同业存单到期收益率衡量的银行中长期流动性收紧（利率上行）时，央行倾向于实施 MLF 净投放；反之，当市场利率下行、特别是下行到政策利率以下时，央行倾向于实施 MLF 净回笼。这一点特别是在 2020 年二季度央行宣布 MLF 利率为中期市场利率之锚后表现得更为明显。今年 2 月以来，AAA 级商业银行 1 年期同业存单到期收益率均值与 MLF 利率相差不大，央行持续数月实施 MLF 等量续作。

进入 6 月，尽管市场短端利率整体上有所上升，但中长端利率延续小幅下行势头。其中，6 月 11 日 SHIBOR3 个月期降至 2.43%，商业银行 1 年期同业存单（AAA 级）到期收益率降至 2.86%，低于 MLF 操作利率水平。我们认为背后可能有两个原因：一是截至目前，6 月新增地方专项债发行规模扩张幅度仍然较为有限，对银行体系中长期流动性的“抽水”效应还不明显，二是近几个月银行信贷投放整体上有所减速，也降低了银行中长期流动性需求。

在市场中长期流动性较为宽裕的背景下，6 月 MLF 操作选择等量续作，与当前的市场状况比较符合。同时，考虑到 6 月下半月新增地方专项债发行可能进一步放量，届时市场中长端流动性存在收紧可能，6 月 MLF 实施缩量操作的条件也不充分。本质上讲，6 月 MLF 保持等量续作，体现了在经济较快修复、PPI 高读

<sup>1</sup> 为消除去年同期 PPI 大幅负增长（2020 年 5 月 PPI 同比为-3.7%，为年内最高负增长水平）对今年同比读数的影响，以 2019 年同期为基数，计算 PPI 两年平均增速，5 月平均增速为 2.5%，仍处于温和上涨范围和正常波动区间。据我们测算，即使下半年 PPI 增速都处于 6.0-8.0% 的高增状态，两年平均增速也均将处于 3.0% 以内。这意味着扣除疫情冲击影响、拉长期限考察，当前 PPI 同比高读数并不表明工业品价格已进入持续高增轨道。

数背景下，央行坚持货币政策稳字当头立场，旨在稳定市场预期，在促进经济修复与防范各类风险之间达成综合平衡。

### 三、预计本月 21 日公布的 1 年期 LPR 报价将会保持不变。

1 年期 MLF 操作利率是 1 年期 LPR 报价的参考基础。自 2019 年 9 月以来，二者一直保持同步调整，点差固定在 90 个基点。因此，6 月 MLF 利率不动，意味着当月 LPR 报价基础未发生变化。另外，近期货币市场利率整体上较为稳定，监管层正在通过优化存款利率监管缓解银行存款成本上行压力。由此，尽管最新数据显示银行净息差略有收窄，但从边际资金成本变化角度看，报价行恐缺乏调整 6 月 LPR 报价加点的动力，本月 21 日公布的 1 年期 LPR 报价将大概率保持不变。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳