

7月政策利率不动，全面降准可能触发市场化降息

2021年7月15日，央行实施1000亿MLF操作，操作利率为2.95%。当日全面降准落地，释放的长期资金中一部分用来置换当日到期的4000亿MLF。对此我们做如下解读：

一、今日实施1000亿MLF操作，其余到期的3000亿由全面降准释放的长期资金置换，意味着“以长换短”，有利于优化包括银行在内的金融机构资金结构。

由于降准后释放的资金没有期限限制，而置换的MLF期限为1年，这既是两种流动性工具的替代，也意味着“以长换短”，有助于降低银行长期流动性约束，增强银行的信贷投放能力。这表明本次全面降准释放的增量长期资金约为7000亿（1万亿减掉3000亿）。另外，本月央行实施1000亿MLF操作，操作利率不变，也可保持中期政策利率每月定期发布的连续性。

二、7月MLF操作利率保持不变，表明当前促进小微企业综合融资成本下降尚无需下调政策利率，也意味着全面降准并非货币政策全面转向宽松。

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%，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7月MLF利率（中期政策利率）不会发生变化。

更为重要的是，本月MLF操作利率未作调整，释放两个信号：一是政策利率不动，表明本次全面降准更多属于针对小微企业等实体经济的定向支持措施，并非货币政策从数量到价格全面转向宽松；二是在PPI和CPI“剪刀差”加剧背景下，着眼于促进小微企业融资成本下降，监管层优先选择全面降准，而政策信号意义更强的政策利率保持不动，体现了货币政策仍然注重在稳增长、防风险和控通胀之间保持平衡。

展望下半年，以MLF操作利率为代表的中期政策利率有望继续保持不动。一方面，下半年PPI和CPI之间“剪刀差”还要持续一段时间，整体处于中下游的小微企业等实体经济经营环境承压，需要货币政策扶一把。具体措施之一就是要控制实体经济贷款利率过快上升，引导包括各类收费等在内的企业综合融资成本

稳中有降。由此，下半年不具备上调政策利率的条件。

另一方面，今年全球物价已出现明显升温势头，监管层需要稳定市场通胀预期。在对 PPI 高增实施综合治理的同时，特别要防范 PPI 高增向 CPI 传导，控制全面通胀风险。在这个背景下，下调政策利率的难度也比较大。

我们认为，在多目标综合权衡之下，下半年政策利率有望保持稳定，全面降准也难持续实施。接下来，监管层可能更多借重结构性政策工具，如强化针对小微企业的减税降费，以及适度扩大普惠性强、资金利率低、投向精准的再贷款规模等，增加对国民经济薄弱环节（如小微企业）和重点支持领域（如绿色金融）的定向滴灌，同时坚守货币政策稳健中性基调。

三、本月 MLF 操作利率不动，但全面降准后，20 日公布的 1 年期 LPR 报价下调的可能性增加。

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，7 月 MLF 利率不动，意味着当月 LPR 报价基础未发生变化。

不过，降准决定发布后，包括 3 月期 SHIBOR、银行同业存单利率在内的中端市场利率下行幅度较大，银行边际资金成本有所下降。此外，降准本身可降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，而 6 月初监管层已通过优化存款利率监管缓解了银行存款成本上行压力。由此我们判断，不排除本月 20 日公布的 1 年期 LPR 报价小幅下调 5 个基点的可能。也就是说，全面降准有可能触发市场化降息进程，进而打破此前 1 年期 LPR 报价与 1 年期 MLF 利率之间点差固定在 90 个基点的局面，带动利率市场化再进一步。我们注意到，近期同为关键市场利率的 10 年期国债收益率下行幅度较大，或意味着市场对 1 年期 LPR 报价下调已有所预期。不过，考虑到当前房地产市场调控态势，即使 1 年期 LPR 报价下调，主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价也不会随之下调。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳