

市场利率与政策利率“倒挂”幅度加大，8月MLF缩量续作

2021年8月16日，央行实施6000亿元MLF操作。本月MLF操作利率为2.95%，与7月持平，连续17个月保持这一水平；当月MLF到期量7000亿，因此本月MLF为缩量续作。对此我们做如下解读：

一、8月MLF到期规模创年内新高，央行实施缩量续作，一个原因在于近期市场利率与政策利率“倒挂”幅度加大，银行对MLF操作需求减弱，同时也意味着全面降准后，政策面意在保持市场流动性处于不缺不溢状态，避免过度宽松。8月MLF到期量高达7000亿，是年初以来的最高水平，而上半年到期量合计仅为1万亿。作为全面降准后的第一个月，8月央行MLF操作规模引发市场普遍关注。我们判断，本月MLF缩量续作，主要有以下两个原因：

首先，这表明降准释放资金置换到期MLF的过程仍在持续。7月全面降准落地，其中释放的部分资金要被用来置换到期的MLF，但央行并未明确置换量。在7月置换3000亿后，8月MLF再度缩量续作，表明这一置换过程仍在持续。这也意味着本次降准释放的增量长期资金进一步减少，显示本次全面降准主要属于两种流动性工具的替代，在银行体系流动性结构优化的同时，流动性总量增加幅度有限。这意味着当前政策面意在保持市场流动性处于不缺不溢状态，避免过度宽松，稳健中性的货币政策取向没有发生显著变化。

其次，近期市场利率与政策利率倒挂幅度加大，也在一定程度上抑制了银行对MLF操作的需求。历史数据显示，在2019年2月至2020年8月期间，1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值低于同期MLF操作利率，月度MLF操作多处于缩量续作，MLF存量规模从45415亿降至37000亿；而在2020年9月至2021年4月，市场利率升至MLF利率上方，月度MLF操作以增量续作为主，MLF存量规模从37000亿升至57000亿。背后的原因在于，一旦市场利率低于MLF操作利率（即出现“倒挂”），银行通过MLF向央行的融资需求随之减弱。今年5月以来，1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率均值再度降至MLF操作利率下方，且7月“倒挂”幅度加大至20个基点；截至8月13日，在降准效应下，月内倒挂幅度进一步扩大到30个基点。由此，近期市场利率与政策利率

倒挂幅度加大，也是在一定程度上抑制了本月银行对 MLF 操作的需求。

二、8 月 MLF 操作利率保持不变，意味着货币政策保持稳健中性立场，并未全面转向宽松。

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%，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 8 月 MLF 利率（中期政策利率）不会发生变化。

本月 MLF 操作利率未作调整，打破了市场中部分存在的“降息预期”，表明 7 月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，当前货币政策并未转向全面宽松，监管层仍然注重在稳增长、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，未来出现“双降（降准+政策性降息）”的可能性不大。一方面，下半年 PPI 和 CPI 之间的“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引导实体经济贷款利率稳中有降，对冲原材料成本上升给小微企业带来的经营压力。由此，四季度央行有可能再次实施降准，并推动 1 年期 LPR 报价下调，进而带动企业贷款利率下降。

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。在对国内 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。更为重要的是，我们判断尽管下半年受上年基数及疫情波动等因素影响，GDP 增速将持续回落，经济修复之路不会平坦，宏观政策会向稳增长方向微调，但站在当前时点看，下半年国内经济下行压力仍然可控，就业市场将会保持复苏势头，通过下调政策利率释放强力稳增长信号的必要性不大。接下来，监管层将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，增加对小微企业等国民经济薄弱环节，以及绿色金融、科技创新和制造业投资等重点支持领域的定向滴灌，同时坚守货币政策稳健中性基调。

三、本月 MLF 操作利率不动，20 日公布的 LPR 报价料将继续保持不变，但 1 年期 LPR 报价下调动能正在累积。

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，两者一直保持同步调整，点差固定在 90 个基点。因此，8 月 MLF 操作利率不动，

意味着当月 LPR 报价基础未发生变化。综合考虑到近期银行边际资金成本变化、信贷市场走势，我们预计 8 月 LPR 报价将大概率保持不变。

不过，7 月降准决定发布后，包括 3 个月期 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，银行下调 1 年期 LPR 报价的动能正在累积，若四季度央行再度实施全面降准，1 年期 LPR 报价下调的可能性将大幅增加——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，即使年内 1 年期 LPR 报价下调，主要针对居民房贷的 5 年期 LPR 报价也将保持不变，居民房贷上行势头将会延续。

东方金诚首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳