

4月MLF等量价平，二季度“双降”可能性仍然较大

——2022年4月MLF操作点评

首席宏观分析师 王青 高级分析师 冯琳

事件：2022年4月15日，央行开展1500亿元MLF操作，本月MLF到期量为1500亿元；本月MLF操作利率为2.85%，与上月持平。

对此，东方金诚解读如下：

一、4月MLF等量续作，叠加部署降准，表明总量型政策保持积极，释放推进宽信用信号，有助于降低企业综合融资成本。

4月MLF到期量为1500亿，央行实施1500亿操作，意味着本月为等量续作，结束了此前连续三个月的净投放过程。我们分析，背后的主要原因是4月13日国常会部署降准，两种中长期流动性之间存在一定替代关系。不过，在降准大概率将于近期落地的背景下，4月MLF操作没有减量，显示当前总量型政策保持积极姿态，主要目标是推动宽信用过程，同时引导市场流动性处于偏宽松状态。3月金融数据显示，新增信贷、社融规模回暖，但以票冲贷、社融倚重政府债券融资等现象明显，以居民中长期贷款和企业债券融资为代表的市场自主融资需求仍然较为低迷，各项贷款余额增速继续徘徊在近20年以来最低点。总量型政策保持积极，能够补充银行中长期流动性，提升其放贷能力，体现了“引导金融机构有力扩大贷款投放”的政策要求。这一点与4月13日国常会部署的降准效果类似。

可以看到，在去年12月全面降准、今年1月MLF降息后，市场利率出现一个较快下行过程。不过，2月中下旬以来，DR007、1年期商业银行（AAA级）同业存单到期收益率、10年期国债收益率等市场利率都出现了不同程度的小幅上行趋势。近期监管层反复强调，要通过“降低企业综合融资成本”，缓解经济下行及PPI高企对中下游小微企业带来的经营压力。除了企业贷款利率下行外，通过部署降准叠加MLF等量续作，遏制市场利率上行势头，控制企业债券融资成本，也是“降低企业综合融资成本”的一个着力点。

二、4月MLF利率保持不变，降息预期再次落空。

4月MLF利率连续第三个月保持不变，意味着在1月政策性降息后，货币政策在价格型

工具方面持续处于观察期，也意味着继3月之后，市场降息预期再次落空。对于背后的原因，我们判断，当前经济下行压力进一步加大，财政政策中的退税减税、货币政策中的全面降准都在陆续加码，但美联储加息提速在即，货币政策在“以我为主”的基调下，仍力求内外兼顾，保持内部均衡与外部均衡之间的平衡，其中，降息是否以及会多大程度上加剧资本外流和触发人民币汇率贬值，是当前的主要权衡因素。另外，本轮疫情的持续时间和冲击程度都有待观察，经济下行的紧迫程度或尚不足以促使监管层在四个月内两次动用降息“大招”。

三、二季度政策利率下调概率依然较高。

我们判断，降准与MLF之间在流动性投放之间的替代效应会持续一段时间，接下来MLF继续等量续作的可能性较大。更重要的是，尽管4月13日国常会已经部署降准，但实施降准并不意味着降息的可能性封闭，我们预计二季度MLF利率仍有可能再度下调10个基点。综合考虑当前内外部形势及货币政策空间，未来“双降（全面降准+政策性降息）”的概率较大。2019年以来的政策操作显示，下调MLF利率无需事前“预告”。我们判断，本月下旬中央政治局研究经济工作会议后，降息有可能落地。这尤其对扭转楼市预期，力争年中实现房地产行业回暖、稳定宏观经济大盘具有重要意义。

鉴于当前及未来一段时间国内通胀形势整体温和可控，强出口会对人民币汇率形成有效支撑，美联储5月加息提速不会对国内央行降息有实质性掣肘。事实上，中美货币政策错位在2014-15年及2018年都曾出现，当时均未影响央行“以我为主”的货币政策适度宽松取向。

四、4月LPR报价将大概率保持不动，降低贷款利率有两种方式。

考虑到通常需要两次全面降准才能触发报价行下调LPR报价（2021年7月和12月两次降准，触发1年期LPR报价在12月下调5个基点），4月MLF利率不动意味着，将于20日公布的最新一期1年期和5年期以上LPR报价将大概率保持不变。短期内引导企业和居民贷款利率下行主要依靠两种方式：一是金融让利实体，银行将降准带来的成本下降效应向贷款客户传导；二是央行加大结构性货币政策工具实施力度，通过再贷款向银行提供更多低成本资金，进而引导银行以低利率向小微企业、绿色发展和科技创新等重点领域投放信贷。

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、引用或以其他方式传播。

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。