

8 月政策性降息再次落地，接下来还有可能降准

——2023 年 8 月 MLF 操作点评

王青 闫骏 冯琳

事件：2023 年 8 月 15 日，央行开展 4010 亿元 MLF 操作，本月 MLF 到期量为 4000 亿元；本月 MLF 操作利率为 2.50%，上期为 2.65%。

一、8 月 MLF 操作利率再度下调 0.15 个百分点，大幅超出市场预期，意味着货币政策稳增长力度显著加大。

当前市场对进一步降息有所期待，但 8 月 MLF 利率再度下调仍然超出主流预期。6 月政策性降息刚刚落地。回顾 MLF 操作利率调整历史，除 2020 年初疫情突袭，MLF 操作利率曾在 2 月和 4 月连续两次下调外，其它调整间隔时间至少为 5 个月。由此，本次时隔两个月再度降息，且 MLF 利率下调幅度达到 0.15 个百分点（6 月为下调 0.1 个百分点），大幅超出市场普遍预期。

我们分析，本次超预期降息的主要原因有三个：首先，7 月以来出口延续两位数负增长，楼市低位运行，消费、投资整体上也在延续偏弱运行态势，有必要继续加大稳增长政策力度；另外，7 月金融数据偏低，也显示市场主体融资需求不足，当前有必要进一步降低企业和居民信贷成本，刺激信贷需求。其次，7 月 CPI 同比降至-0.3%，尽管主要是由猪肉、蔬菜价格波动带来的短期现象，8 月之后存在回归正增长的趋势，但当前物价水平偏低是不争的事实。特别是 7 月扣除波动较大的食品、能源价格，更能体现根本物价水平的核心 CPI 同比也仅为 0.8%，连续 16 个月处于 1.0% 以下的偏低水平，而且下半年大幅上扬的可能性很小。这就为货币政策在稳增长方向适度发力提供了较大空间。

最后，当前美联储加息过程已进入尾声，下半年人民币贬值压力趋于缓解——我们认为近期人民币汇价再度走低，更多是短期风险事件发酵所致，可持续性有待进一步观察。需要指出的是，当前稳汇率政策工具箱丰富，必要时会适时出手，引导市场预期，遏制汇市“羊群效应”聚集。由此，下半年人民币汇率因素不会掣肘国内货币政策。事实上，作为全球第

二大经济体，我国必然将保持货币政策独立性放在头等重要位置，同时通过政策工具防范人民币汇率大起大落，跨境资金流动大进大出。这样来看，无论下半年美联储何时停止加息，都不会对国内货币政策灵活调整构成实质性影响。6月MLF操作利率下调已证明了这一点。

我们认为，本次作为中期政策利率的MLF利率下调0.15个百分点，而短期政策利率7天期逆回购利率下调0.1个百分点，为政策利率体系内的非对称降息。背后或与政策面当前着力引导实体经济融资成本下行，同时抑制资金在货币市场空转套利有关。

二、8月MLF利率下调，21日公布的LPR报价也将跟进调整，其中5年期以上LPR报价可能下调幅度更大。

MLF操作利率是LPR报价的定价基础。8月MLF操作利率下调，当月LPR报价也会跟进调整。考虑到当前楼市运行状态，8月5年期LPR报价更大幅度下调的可能性较高，我们判断，8月5年期以上LPR报价下调幅度可能会达到0.2至0.25个百分点，1年期LPR报价有可能下调0.1个百分点。这将带动新发放居民房贷利率较快下行，释放更为明确的稳楼市信号，扭转市场预期，推动房地产行业尽快实现软着陆。这对下半年稳增长和防风险都具有重要意义。

另外，根据存款利率市场化调整机制，存款利率将参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。这意味着在6月和8月1年期LPR报价下调、以及近期10年期国债收益率持续下行推动下，新一轮存款利率下调过程或将开启。这将缓解银行净息差下行压力，持续降低实体经济融资成本，并推动银行较快下调存量房贷利率。

三、8月MLF小幅加量续作，释放支持三季度银行加大信贷投放力度的信号；7月信贷低迷为短期现象，三季度贷款投放整体上仍有望实现同比多增；综合考虑当前经济金融形势，不排除三季度实施年内第二次降准的可能。

8月MLF操作量为4010亿，到期量4000亿。这意味着本月实施了10亿净投放，为连续第8个月加量续作，但加量规模很小，延续了此前三个月的“地量”水平。首先，本月MLF加量续作，并非源于市场资金面收紧。数据显示，8月以来DR007等基准市场利率和主要银行同业存单到期收益率都较为稳定地运行在相应政策利率下方。这意味着当前银行体系流动性较为充裕，无需MLF加量“补水”。我们判断，这也是8月银行MLF操作需求较小、加量

规模偏低的直接原因。

我们判断，8月MLF延续加量操作，释放了为银行体系补充中长期流动性、支持银行加大三季度信贷投放力度的政策信号。我们判断，7月新增信贷规模同比少增，明显不及市场预期，背后可能有三个原因：一是上月新增信贷高达3.05万亿，形成一定透支效应。这种透支效应会显著加大月度之间的信贷波动，在2022年4月、7月和10月曾多次出现。二是今年6月降息后，市场上形成了较为强烈的利率下行预期。这易于造成市场主体融资需求推迟释放，以便以更低的成本获得信贷。可以看到，正是这个因素发酵，导致了7月地方债发行大规模推迟。最后，尽管近期稳增长政策频出，但从政策发力到市场显效需要一段时间，这意味着7月市场主体实际融资需求也处于低位。我们判断，前两个原因是主要的。这也意味着8月信贷投放会出现较大幅度上扬，即同比将有大幅多增。当前宏观政策调控力度正在加大，信贷低迷现象不会持续，三季度信贷整体上会比去年同期有一定幅度多增。宽信用进程会有波折，但在经济修复动能明显转强之前，总体方向不会改变。

8月MLF小幅加量续作后，接下来降准落地的可能性上升。MLF操作和降准都能补充银行体系中长期流动性，后者还能降低银行资金成本，释放较为明显的稳增长信号。综合考虑三季度信贷投放力度加大、地方债发行量上升带来的资金需求，以及提振市场信心的需要，接下来在MLF持续加量续作的同时，三季度有可能实施年内第二次全面降准，估计降准幅度为0.25个百分点，释放长期流动性超过5000亿。我们判断，尽管从8月开始至年底，MLF到期量转入4000亿至8500亿的规模偏大阶段，但未来降准置换到期MLF的可能性很小。

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、引用或以任何方式传播。

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。