7月MLF利率保持不动　下半年降息过程有望重启

2020年7月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，中标利率为2.95%，与6月持平。这是MLF中标利率连续三个月保持不变。具体解读如下：

一、7月MLF利率为何保持不变

1、近期央行逆回购利率保持稳定，市场利率中枢升至政策利率附近，已预示7月MLF利率会保持不动。7月1日，央行下调再贷款再贴现利率，但短期内不会引导同属政策利率体系的MLF利率同步下行。此次再贷款再贴现利率下调，主要目标是加大“直达”工具对商业银行的吸引力，强化金融资源向中小微企业的定向输送力度。短期来看，此类结构性货币政策发力后，下调MLF利率等全局性货币宽松的需求反而有所下降。事实上，近期以DR007为代表的市场利率中枢持续上行，正在逐步向政策利率（央行7天期逆回购利率）靠拢。这一方面旨在压缩金融空转套利空间，另一方面也表明，伴随央行推出和强化各类“直达”工具，宽信用对宽货币的依赖程度已有所下降。

2、近期宏观经济修复进程较快，推动央行货币政策节奏向边际收紧方向调整。二季度工业生产和服务业生产指数同比先后回正，楼市、车市都在明显回暖，预计当季GDP同比也将恢复正增长。由此，近一段时期宏观经济修复进程较快，为央行提供了适度调整货币政策节奏的契机——包括MLF利率连续三个月保持不动，市场资金利率中枢上移至政策利率附近等。这也可为下半年应对各类不确定性保留更大的政策空间。此外，本轮货币政策逆周期调节与2008-09年全球金融危机期间最大的不同是，我国宏观杠杆率处于高位，央行始终将控制系统性金融风险置于政策议程的核心位置。因此，本轮逆周期调节主要由积极财政政策担纲，货币宽松幅度将较为有限。这是2月以来MLF利率下行相对较缓的深层次原因。

二、20日1年期LPR报价存在小幅下调的可能

根据去年8月LPR改革新规，MLF利率是当月LPR报价的主要参考基础。而根据LPR改革以来的一般规律，当月MLF利率不动，通常LPR报价也会保持稳定，特别是在近期货币市场资金利率中枢上行、银行边际资金成本抬高的背景下。因

此，我们认为本月 LPR 报价大概率将保持不变。

不过，近期监管层已明确今年金融系统向实体经济让利 1.5 万亿，其中主要包括企业贷款利率下行在内的利率下行让利规模要达到 9300 亿。综合考虑上半年企业一般贷款利率降幅和全年让利目标，也不排除 7 月在 MLF 利率不变的同时，商业银行小幅下调作为企业一般贷款利率定价参考的 1 年期 LPR 报价，从而引导企业贷款利率更大幅度下行的可能；我们判断，综合考虑当前房地产市场运行态势及调控政策方向，主要作为房贷参考的 5 年期 LPR 报价将保持不变。

三、下半年 MLF 降息过程有望重启

当前市场普遍关注本轮包括 MLF 利率在内的政策性降息过程是否已走到尽头。5 月中下旬以来债市持续深跌，即是这种预期发酵的一种体现。我们认为，判断下半年政策利率走势，还需以宏观经济走势及政策目标作为主要判断依据。可以看到，时至年中节点，包括美国在内的海外疫情仍在加速蔓延，下半年国内还会保持防疫常态化。这将不可避免地给国内消费和投资带来一定影响。另外，下半年发达经济体及中国以外的其他新兴市场将持续处于深度衰退状态，未来我国外需会面临较大幅度萎缩的局面；下半年会有更多国家尝试恢复国内产能，二季度支持我国出口的“替代效应”也趋于减弱。

由此我们判断，下半年为推动 GDP 增速回到 6.0%左右的潜在增长水平，夯实稳就业基础，货币政策边际宽松的方向不会改变，未来在进一步挖掘“直达”工具潜力，加大金融系统让利的同时，以适度的宽货币推动宽信用仍是货币政策的重要传导路径。我们初步判断，8 月伴随 CPI 同比显著下行，毕业季后就业压力有所加大，MLF“降息”有望重启，年内 MLF 招标利率还有约 20 个基点左右的小幅下调空间。这意味着全年政策降息幅度将在 50 个基点左右，远低于 2008 年政策利率下调 216 个基点的降幅。

东方金诚首席宏观分析师　王青　　高级分析师　冯琳

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。