

MLF如期降息，央行政策运作兼顾宽松与适度

核心内容：

★4月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，中标利率为2.95%，较上期下降20个基点。本年度第三轮降准同日落地，后续相应货币宽松行动可以预期。从操作时点看，本次MLF操作属于常态化操作，央行降低其操作利率亦属于顺势而为，适应于近期央行一系列降息降准操作。

★贷款锚利率调降，LPR利率预计顺势下行，大概率4月20日1年期LPR报价大概率将与MLF利率下调20个基点的幅度一致，直接推动企业贷款利率更大幅度下调。利率体系中与房贷利率定价更加相关的5年期LPR也有下调可能，但估计为避免过度刺激房地产市场，可能采取与1年期LPR不对称下调利率的政策操作方式（例如调降10个基点的可能）。

★从投放资金量看，央行仍未脱离正常政策框架下的宽松力度，总体投放量仍有削峰填谷的“反应式”政策操作的特点，并非大水漫灌，后续继续关注中央对于全年政策的后续部署。4月增量货币宽松政策大幅出台的可能性较低，本月可能更多属于3月一系列宽松政策密集出台之后的落实阶段，央行目前仍属于常态化框架下进行政策宽松，总量上看仍不属于大水漫灌。目前看，3月降准、降息、超储降息相继落地，市场对于货币政策宽松的预期已经充分预期并在市场交易中体现，目前宽松行动会是继续顺势而为，对于市场造成的边际影响相对平稳。

★当前国内疫情进入稳定控制状态，复产复工有序进行。但二季度之后海外疫情自3月开始急剧升温以及各国防疫措施的经济影响会逐步显现，后续货币政策预计延续宽松，降息降准周期大概率贯穿全年。

分析师

张宸

☎：(8610) 8357 1342

✉：zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517120001

特别感谢：

余逸霖

☎：(8610) 66561871

✉：yuyilin_yj@chinastock.com.cn

4月15日，央行宣布开展1年期中期借贷便利（MLF）操作1000亿元，中标利率为2.95%，较上期下降20个基点。这是2019年11月以来MLF利率第三次下调，也是疫情发生以来，MLF利率第二次下调。继前期逆回购操作利率一次性下降20个基点后，MLF利率也如期下调20个基点。总体来看，MLF利率下调幅度与逆回购利率相同，显示政策利率体系联动调整，有利于维护利率走廊有序运行。同时，本次MLF降息幅度较2月增大10个基点，预期实际效果是释放了货币政策逆周期调节力度加大的鲜明信号。贷款锚利率调降，LPR利率预计顺势下行，大概率4月20日1年期LPR报价大概率将与MLF利率下调20个基点的幅度一致，直接推动企业贷款利率更大幅度下调。

本年度第三轮降准同日落地，后续相应货币宽松行动可以预期。同日，央行公告称对农村金融机构和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。今日为实施该政策的首次存款准备金率调整，释放长期资金约2000亿元。这是央行此前公布本年度第三轮降准的首日落地实施。后续降准行动，以及进一步放宽存款利率相对于基准利率的浮动空间应在预期之内。

从操作时点看，本次MLF操作属于常态化操作，央行降低其操作利率亦属于顺势而为，适应于近期央行一系列降息降准操作。回顾央行近年来政策操作惯例，每月月中15号（或最靠近该日期的交易日）央行一般会进行MLF操作。本月17号有MLF到期，因此15号实施相关操作属于常态化政策操作日程安排。降息方面，此前3月30日央行已经调降逆回购操作利率20基点，本次MLF操作跟随下调20基点属于顺势而为。从LPR报价机制以及此前变动规律看，预计4月20日1年期LPR报价将与MLF利率下调20个基点的幅度一致，利率预计调整为3.85%，确保不同期限关键利率水平整体下移，这也符合决策层要求在当前引导融资成本调降的大政方针。

利率体系中与房贷利率定价更加相关的5年期LPR也有下调可能，但估计为避免过度刺激房地产市场，可能采取与1年期LPR不对称下调利率的政策操作方式（例如调降10个基点的可能）。随着疫情在全球的蔓延，以及当前对于房地产调控政策总方向的保持，国内房地产行业形成更大的下行压力。二季度以后在全球疫情对于世界经济影响更加显著，外需显著受阻的前景下，房地产行业对国内消费、投资的带动作用有望在坚持不用房地产对经济进行强刺激的前提下进一步边际增强。毕竟，如果外需全年弱势，则固定资产投资中的基建和房地产对于中国经济的支撑意义将会进一步凸显。当前阶段全面放松房地产调控的可能性不大，但适度降低房贷利率或是支持房地产市场的政策选择。

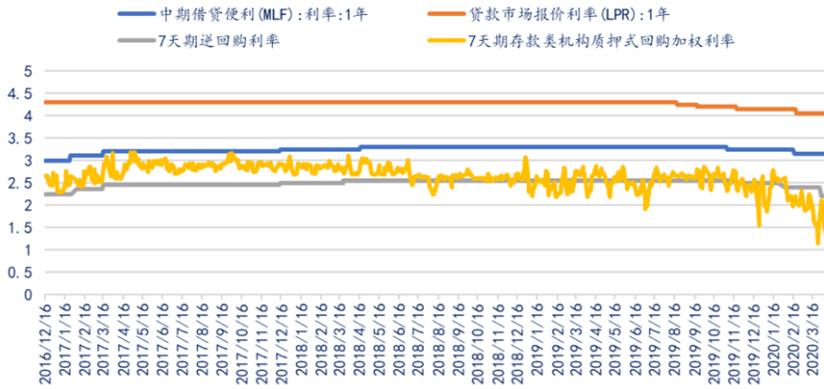
从投放资金量看，央行仍未脱离正常政策框架下的宽松力度，总体投放量仍有削峰填谷的“反应式”政策操作的特点，并非大水漫灌，后续继续关注中央对于全年政策的

后续部署。本次 MLF 操作投放规模是 1000 亿元，而 17 日将到期 2000 亿 MLF，届时估计央行还需要增加操作以平滑资金面；当日定向降准释放资金 2000 亿元，而 4 月份准备金上缴规模略小于 2000 亿元，基本属于对冲操作。还要考虑到本月下旬缴税期到来对资金面造成的扰动，央行届时或有重启逆回购操作稳定资金面的需求。

综合来看，4 月增量货币宽松政策大幅出台的可能性较低，本月可能更多属于 3 月一系列宽松政策密集出台之后的落实阶段，央行目前仍属于常态化框架下进行政策宽松，总量上看仍不属于大水漫灌。目前看，3 月降准、降息、超储降息相继落地，市场对于货币政策宽松的预期已经充分预期并在市场交易中体现，目前宽松行动会是继续顺势而为，对于市场造成的边际影响相对平稳。当然，针对 4 月份的资金缺口，央行进行后续对冲性操作的可能性仍然存在。例如，下旬 24 日 2674 亿 TMLF 到期，由于此前其操作利率较高，叠加缴税高峰，央行是否在调低操作利率基础上进行续作对冲资金回笼缺口，或以其他中长期工具释放资金有待进一步关注。同时，密切关注财政扩张性政策的后续详细操作计划，包括特别国债的发行计划，以观察货币政策的配合力度。

总的来看，当前国内疫情进入稳定控制状态，复产复工有序进行。但二季度之后海外疫情自 3 月开始急剧升温以及各国防疫措施的经济影响会逐步显现，后续货币政策预计延续宽松，降息降准周期大概率贯穿全年。国际货币基金组织预测，今年全球经济有可能出现较为明显的衰退，未来一段时间我国经济发展的外部环境将面临严峻挑战，国内经济下行压力加大，因此货币政策进一步加力对冲，维持降息降准周期是可以预期的。但基于总量性政策当前应对疫情所带来的停滞性衰退作用并不非常直接，因此可能更多运用价格型工具影响整体社会融资利率水平，同时在总量投放上有所控制，整体操作框架仍然会坚持常态化宽松进程。针对史无前例的停滞性衰退，宏观政策预计更加重视以财政扩张为主线，货币政策全力配合以维持企业与居民部门的现金流，但政府无疑要在需求极度疲弱的当下承担起有效创造并刺激需求的重任。

图：关键利率走势



资料来源：万得资讯 中国银河证券研究院

作者简介与承诺

张宸, 宏观研究员, 财政部中国财政科学研究院应用经济学博士。2015年4月加入中国银河证券研究院至今, 主要负责宏观经济与政策研究。

余逸霖, 宏观助理研究员, 英国格拉斯哥大学金融学硕士, 2018年4月加入中国银河证券研究院。

张宸本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 本人承诺, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5782

