

5bp 的三重目标

——评央行下调 MLF 利率

摘要

11 月 5 日央行小幅下调 MLF 利率，可能反映了三重政策目标：

第一，在 10 月 TMLF 缺位、通胀预期升温的背景下，1 年期股份行 NCD 利率已上行并突破 TMLF 利率。此时降低 MLF 利率有助于稳定市场预期，避免资金成本过度上升，为企业债券融资和可能到来的地方债提前发行创造合理充裕的流动性环境。

第二，由于 LPR 利率与 MLF 利率挂钩，降低 MLF 利率能够引导 LPR 利率下行，起到降低实体经济融资成本的作用。

第三，美联储 10 月再度降息，而国内 CPI 走高带动债券收益率上行，中美利差已经处于 2016 年以来的高位，存在与基本面背离的风险。此时小幅调降 MLF 利率有利于引导市场预期，避免中美利差超调并对人民币汇率产生影响。

对于货币市场而言，虽然 MLF 利率小幅下调，但受通胀和跨年因素的影响，资金利率易上难下。

关键词：MLF 利率

宏观研究部

郭于玮

分析师

电话：021_22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家



扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

事件:

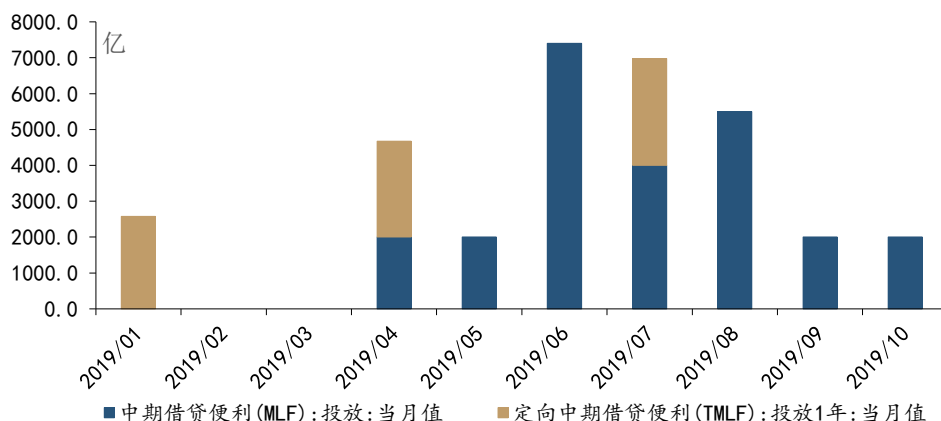
2019年11月5日, 人民银行开展中期借贷便利(MLF)操作4000亿元, 与当日到期量基本持平, 期限为1年, 中标利率为3.25%, 较上期下降5个基点。

点评:

9月CPI同比上升至3.0%后, 市场降息预期陡然降温。然而, 11月5日央行宣布MLF中标利率下降5bp至3.25%, 超出市场预期。此次央行降低MLF利率的操作或许应当与10月公开市场操作结合在一起理解。

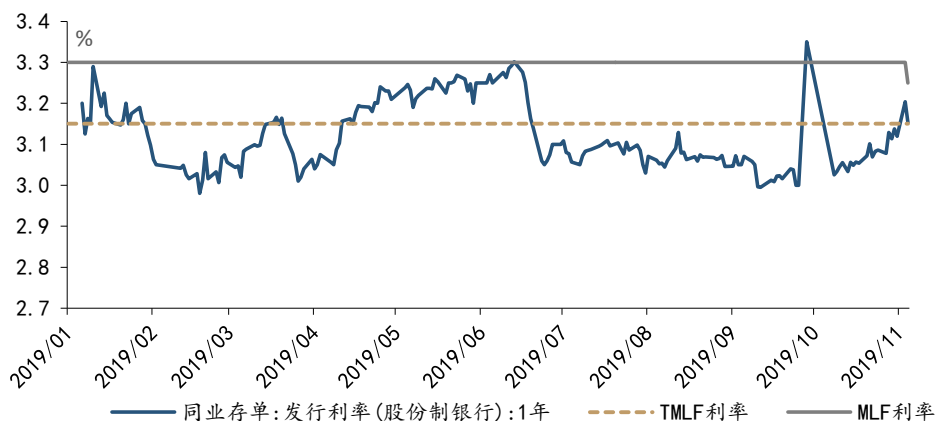
每个季度首月央行通常会进行TMLF操作。但10月央行并未按照惯例投放TMLF, 而是在没有MLF到期的情况下投放了2000亿MLF。在猪价攀升的背景下, TMLF工具的雪藏强化了市场对1年期利率上行的预期。股份行1年期NCD发行利率从10月9日3.03%提高至11月5日略超过3.15%的水平, 从TMLF利率之下提高到TMLF利率之上。

图表1 10月央行未进行TMLF操作



资料来源: WIND, 兴业研究

图表2 1年期市场利率与政策利率

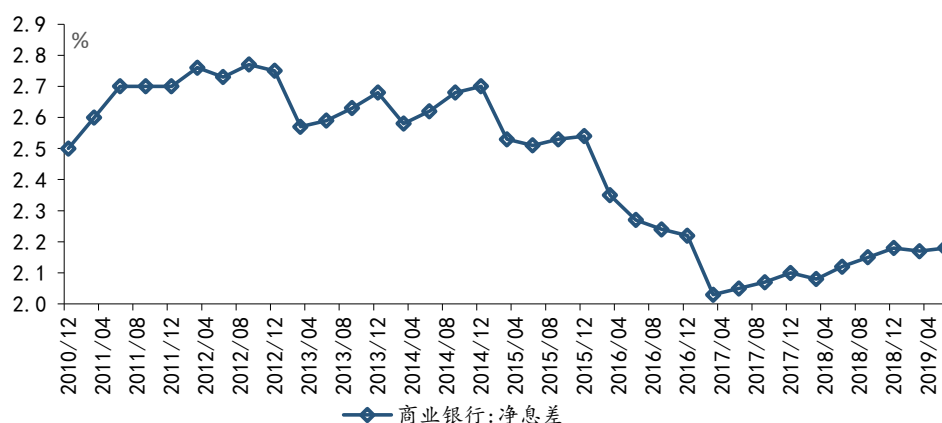


资料来源: WIND, 兴业研究

由此来看，此次 MLF 利率小幅调降可能反映了三个层面的政策目标。第一，在通胀预期升温的背景下引导市场预期，保持中长端资金利率的合理稳定，避免银行间资金成本大幅上升，给企业债券融资和可能到来的地方债提前发行创造合理充裕的流动性环境。

第二，引导 LPR 下行，降低实体经济融资成本。2019 年第三季度 GDP 增速下降至 6.0%，处于今年 GDP 增速目标区间的下限，反映出“稳增长”面临一定的压力，实体经济融资成本需要进一步下降。然而，2019 年第二季度商业银行净息差为 2.18%，较 2017 年第一季度的低点仅高出 15bp，而 8 月以来 1 年期 LPR 已经下调了 11bp，说明商业银行息差压缩的空间有限。虽然降准能够降低商业银行资金成本，但单次降准的影响有限。9 月央行降准节约商业银行成本约 150 亿，9 月金融机构贷款余额却已经接近 150 万亿。因此，央行选择通过小幅下调 MLF 利率，引导与 MLF 利率挂钩的 LPR 利率下行。

图表 3 商业银行净息差



资料来源：WIND，兴业研究

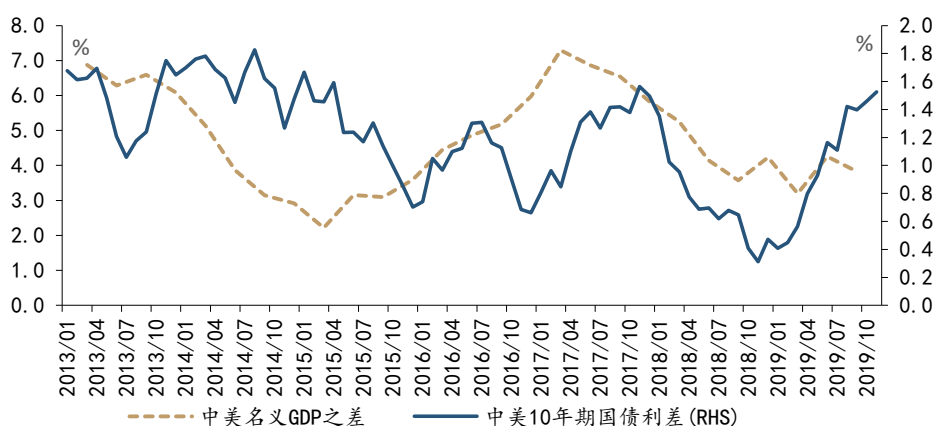
第三，兼顾海外货币政策影响。10 月底美联储进行了年内第三次降息操作，而国内债市受通胀冲击出现调整。10 月 31 日中美 10 年期国债利差上升到 160bp 的高位，处于 2016 年以来的高位。然而，中美名义 GDP 增速之差处在 3.8% 左右的历史偏低水平，中美利差和基本面之间出现背离的风险。此时小幅调降 MLF 利率有利于稳定市场预期，避免中美利差超调并对人民币汇率产生影响。

图表4 中美10年期国债利差



资料来源：WIND，兴业研究

图表5 中美基本面与利差



资料来源：WIND，兴业研究

不过，对于货币市场而言，虽然 MLF 利率小幅下调，但资金利率易上难下。目前股份行 1 年期 NCD 发行利率已经低于 MLF 利率，MLF 利率调降的信号意义可能大于对资金成本的实际影响。在通胀预期上行、跨年因素冲击的背景下，资金利率易上难下。

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_9190

