

货币政策处于观察期，7月MLF操作延续等量平价

——2022年7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7月15日，央行开展1000亿元MLF操作，本月MLF到期量为1000亿元；本月MLF操作利率为2.85%，与上月持平。

主要观点

7月MLF操作延续近4个月以来的等量平价模式。数量方面，当前市场流动性充裕，专项债发行高峰已过，无需通过MLF加量补水；但为稳定市场预期，助力经济修复，当前缩量续作MLF也需谨慎。价格方面，现阶段美联储正在加速收紧货币政策，国内经济已转入修复过程中，内外部状况都不支持政策利率下调；预计下半年经济修复力度将较为温和，物价形势总体稳定，特别是楼市仍有待进一步回暖，7月也不具备上调MLF利率的条件。

具体来看：

一、7月MLF操作既未加量也没有缩量，主要源于当前市场流动性仍处于略高于合理充裕水平，无需MLF加量补水；7月以来监管层正在通过其他政策工具引导市场利率适度上行，同时从稳定市场预期、助力经济修复角度出发，7月MLF操作也未缩量。

6月DR007均值为1.72%，尽管较5月上行约9个基点，但仍明显低于央行7天期逆回购利率（2.10%）；进入7月以来，DR007平均水平较6月同期又有所下行。这表明，当前市场流动性处于略高于合理充裕水平，且专项债“基本发完”，无需MLF加量补水。事实上，近期央行正在通过缩减逆回购和国库定存规模等方式，释放引导市场利率中枢适度上行信号，这进一步降低了7月MLF加量操作的必要性。

不过，当前仍处于经济修复初步阶段，从稳定市场预期，持续推动宽信用等方面考虑，7月央行也未实施MLF缩量操作。我们判断，若后期DR007等基准市场利率上行速度偏慢，特别是延续7月初以来的“不升反降”势头，从引导市场利率中枢逐步向政策利率水平靠拢角度出发，不排除8月MLF缩量续作的可能。趋势上看，三季度MLF缩量续作的可能性大于加量，但市场利率因此而大幅上升的风险可控。

二、价格方面，7月MLF利率保持不动，显示当前各类稳增长政策处于落地实施阶段，经济回升势头已经确立，货币政策总体上处于观察期；同时，在美联储较快收紧货币政策背景下，这也有助于“兼顾内外平衡”。

5月以来，宏观经济已转入修复过程；6月金融数据大幅冲高，远超市场预期。这表明前期各类稳住宏观经济大盘措施、特别是金融加大支持实体经济力度的相关政策已取得扎实进展，同时也意味着现阶段货币政策总体上进入观察期。当前加大货币政策实施力度的重点是将前期出台的各项金融稳增长措施落到实处，而非各类政策工具进一步升级加码。此外，在高通胀压力下，美联储正在加快收紧货币政策。根据最新美国通胀、就业数据判断，7月美联储继续大幅加息的可能性很大。由此，无论从国内经济修复趋势还是从外部金融环境动向上看，都不支持政策利率下调。

同时我们也认为，伴随全球经济衰退预期增强，下半年我国出口增速将有所下滑，国内房地产行业还将低位运行一段时间，加之消费修复较缓，下半年经济反弹力度将较为温和，仍需货币政策提供支持性的金融环境；另外，未来一段时间国内物价形势整体上有望继续保持稳定，特别是楼市回暖需要房贷利率进一步下行。这样来看，当前政策利率也不具备上调的条件。

由此，7月MLF利率保持不动符合市场普遍预期。我们判断，下半年政策利率有望继续保持稳定，接下来货币政策稳增长的重点是充分发挥各类结构性政策工具潜力，引导政策性开发性银行落实好新增8000亿元信贷规模和设立3000亿元金融工具，必要时辅之以降准等数量型措施。

三、7月LPR报价将保持不动；着眼于推动楼市回暖，三季度5年期LPR报价下调的可能性较大。

7月MLF利率保持不变，意味着当月LPR报价的定价基础没有发生变化。另外，5月5年期LPR报价下调15个基点，幅度较大，政策面将观察这一定向降息措施对楼市的刺激效应（从30城高频数据看，6月中下旬楼市出现回暖迹象，但进入7月楼市成交量再度转弱）。同时，这也会在一定程度上消化前期引导银行负债成本下降带来的影响。由此预计，7月1年期和5年期LPR报价都有可能保持不变。

不过，三季度LPR报价、特别是5年期LPR报价仍有可能在MLF利率稳定的同时适度下调，一个原因是4月存款利率市场化调整机制设立以来，银行存款成本下行明显，有可能推

动报价行下调 LPR 报价点差。根据央行最新发布的数据，今年 6 月，全国银行新发生的存款加权平均利率大约是 2.32%，和 4 月相比下降了 0.12 个百分点。考虑到存款在银行负债中占比约七成左右，这会带动银行负债成本较大幅度下行。

我们判断，疫情波动带来的短期冲击效应明显，但不具备可持续性，当前经济下行压力的主要来源是地产下滑。下一步政策面将着力围绕促进房地产行业良性循环推出组合拳。其中，继二季度房贷利率“双降”后，三季度居民按揭贷款利率还有下行空间，这是扭转楼市预期的关键。着眼于推动房贷利率持续下行，接下来 5 年期 LPR 报价下调的概率较大。另外，从“推动继续降低实际贷款利率”出发，下半年 1 年期 LPR 报价也有可能小幅下调。

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。

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_44024

