MLF 降息符合预期，下一步是 LPR

事件：2020 年 2 月 17 日人民银行开展了 2000 亿元 1 年期中期借贷便利（MLF）操作，中标利率 3.15%，较此前下调 10bp。

1、MLF 降息符合预期，是逆回购利率下调后降息操作的延续。疫情影响下，主要大宗商品价格明显走弱，PPI 同比转正的时间节点也将推后，PPI 负增长下实际利率也将被动攀升，进而将对企业库存、固定资产投资造成负面影响。因此，货币政策需要通过降息的方式来避免实际利率的被动走高。回顾近期央行的货币政策操作，主要集中在公开市场操作提供流动性，降息，以及设立专项再贷款等多个方面，体现了货币政策“灵活适度”的总基调。“价”的方面，2 月 3 日，央行下调逆回购利率 10bp，逆回购利率主要引导货币市场利率，其对实体经济的传导相对滞后。在调降逆回购利率的同时，此次下调 MLF 利率 10bp，且降幅高于去年 11 月（5bp），是逆回购利率下调后降息操作的延续，以便引导实体经济融资成本的降低；“量”的方面，通常春节后，随着现金的回笼，银行间市场流动性往往呈现宽松状态，央行通常不会开展逆回购操作。但今年情况有所特殊，受疫情冲击影响，为了避免金融市场大幅波动，央行开展大规模公开市场操作，为市场补充流动性。

2、下一步是 LPR 利率，综合考虑银行加点，预计下调 10-15bp。新 LPR 由 MLF 与银行加点构成，MLF 下调以后，LPR 下降是确定的；回顾去年 8 月 LPR 改革以来，银行加点两次分别在 8 月和 9 月下调 6bp 和 5bp，其他时间均保持不变，预计此次银行加点也将有所下调。当前银行资产端收益率虽降但相对有限，叠加负债端成本有所走低，与 2017Q1 相比，净息差实际上还是有所回升的，在这样的背景下，银行加点仍存在下调空间。根据银监会数据，商业银行净息差的低点是在 2017Q1，为 2.03%，此后净息差逐步回升，2019Q3 升至 2.19%，上升 16bp。从不同类型银行来看，净息差虽增幅存在差异，但均是回升的。具体来看，2017Q1 至 2019Q3，国有行净息差从 1.99%升至 2.11%，上升 12bp，股份行净息差从 1.85%升至 2.13%，上升 28bp，城商行净息差从 1.97%升至 2.11%，上升 14bp，农商行净息差从 2.68%升至 2.74%，上升 6bp。与 2017Q1 相比，净息差有所回升，银行实际上还存在让利空间。

3、全年来看，货币政策“价”的调控空间相对有限，需要更多关注“量”的变化，以 PSL 为代表的准财政工具将是重要的关注点。当前我国货币政策调控处在从数量型向价格型转化的过程当中，不能仅仅关注价的调控，量的调控也是很重要的方面。全年来看，考虑到内部房地产泡沫等结构性问题，以及外部美联储结束降息这一背景，货币政策“价”的调控空间相对有限，需要更多关注货币政策“量”的变化。在 1 月降准的基础上，预计今年再降准 2-3 次，以 PSL 为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一，预计今年 PSL 新增规模可能在 6000 亿元以上，新增资金将重点支持新基建、新型产业以及疫情相关项目等。社融方面，疫情对 1 月信贷影响相对较小，但将明显影响 2 月和 3 月信贷。受复工推后、需求放缓等因素影响，信贷投放进度可能也会有所后移。预计 Q1 新增社融 8.4 万亿元（2019Q1 为 8.6 万亿元），Q2 新增社融 7.4 万亿元（2019Q2 为 6.0 万亿元），预计全年社融存量增速 10.9%，随着疫情影响的褪去，下半年经济增速将逐步回升，社融增速预计将呈现前低后高的趋势。

风险提示：1. 货币政策短期过紧导致名义利率上升导致实际利率上行，对经济增长产生较大的下行压力；2. 内外部需求同时下降对经济产生叠加影响。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH

我们的产品

大数据平台

国内宏观经济数据库

国际经济合作数据库

行业分析数据库

条约法规平台

国际条约数据库

国外法规数据库

即时信息平台

新闻媒体即时分析

社交媒体即时分析

云报告平台

国内研究报告

国际研究报告

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_7182