

摘要

预计4月份操作的MLF利率也将下行20bp，1Y LPR大概率会下降10bp及以上，5Y以上LPR下降的幅度略低于1Y品种。

LPR下降的速度并不是越快越好。

如何保障大量的政府债券以较低的利率顺利发行？这显然离不开货币政策的配合，例如今日的OMO降息。

政府债券大量供给对债券市场的影响主要体现于数量方面，此时使用数量型工具补充流动性较之单纯价格型的利率引导更为“对症”。

事件：

为维护银行体系流动性合理充裕，2020年3月30日人民银行以利率招标方式开展了500亿元逆回购操作。中标利率为2.20%，较上一次操作降低20bp。

点评：

3月27日召开的政治局会议指出，要抓紧研究提出积极应对的一揽子宏观政策措施，积极的财政政策要更加积极有为，稳健的货币政策要更加灵活适度。在会后的第一个工作日，政治局会议的指示便得到了落实：人民银行重启7D OMO逆回购，并引导中标利率下行20bp。

我们认为，今日（3月30日）OMO降息的作用体现在两个方面：在贷款端的效用体现于实体企业融资，可以降低实体企业的融资成本；在债券端的效用体现于政府融资，可以为政府融资创造舒适的市场环境。

1、对贷款端的影响：降低企业融资成本

根据过往的经验，MLF利率与OMO逆回购利率具有显著的联动性，当OMO利率变化后，下一期MLF利率通常会向相同的方向移动相同的幅度。例如，今年2月3日7D OMO逆回购利率下行10bp，2月17日1Y MLF利率同样下行了10bp。据此规律，今日OMO逆回购利率下行了20bp，那么4月份（注：4月17日有MLF到期，大概率将于当日续作）操作的MLF利率也将下行20bp至2.95%。

MLF利率是LPR的重要影响因素，MLF利率的下行有助于引导LPR的下降，我们预计4月20日的1Y LPR大概率会下降10bp及以上，5Y以上LPR下降的幅度略低于1Y品种。此处我们需要强调的是，LPR与MLF之间的利差是可以扩大的。例如，2月MLF利率下行了10bp，5Y以上LPR下行了5bp，两者间的利差扩大了5bp。我们认为，在本次OMO+MLF降息后，下一期LPR也可能重现这个现象。

我们在3月20日的报告《银行具有向实体经济让利的空间——2020年3月LPR点评》中曾经指出，“在其他因素保持不变的前提下，MLF利率下降反而不利于LPR利差的收缩。”事实上，今年2月人民银行引导MLF中标利率下降至今，MLF一共操作了两次，共计投放资金3000亿元，其为银行体系直接节约的资金成本只有3亿元，但是以此撬动了1年期LPR下降了10bp，5年以上期限LPR下降了5bp，客观上起到了“银行让利实体企业”的作用。但也正是如此，在接下来的报价中，报价银行并没有动力快速压低LPR与MLF利率之间的利差。

我们认为，1个月10bp的降幅并不算小，并且LPR下降的速度也不是越快越好。如果当期LPR下降过快，则可能形成不合理的LPR降息预期，从而推高实际贷款利率中的加点幅度，弱化LPR改革降低实际贷款利率的作用。

2、对债券端的影响：为政府融资创造舒适的环境

政治局会议中强调，要“适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模”。如何保障这些政府债券以较低的利率顺利发行？这显然离不开货币政策的配合，例如今日的OMO降息。值得注意的是，价格型的OMO降息只是货币政策工具箱中的工具之一，未来随着政府债券发行工作的推进，我们预计还会有降准等数量型工具加入。事实上，政府债券大量供给对债券市场的影响主要体现于数量方面，此时使用数量型工具补充流动性较之单纯价格型的利率引导更为“对症”。

3、风险提示

我们坚信，在党中央的坚强领导下，充分发挥中国特色社会主义制度优势，这场疫情防控阻击战必然可以打赢。但同时也需要清醒地认识到，疫情的发展具有不确定性，要密切监测经济运行状况，聚焦疫情对经济运行带来的冲击和影响。

本文源自EBS固收研究