

TMLF 投放低于预测值，彰显央行流动性管控意图

——流动性周报第 2 期

行业周报

◆核心观点:

1. TMLF 投放低于理论值，央行有意加强流动性管控

4月24日，央行宣布投放2674亿元TMLF。TMLF工具带有较强政策导向性，二季度增量投放情理之中，但本次TMLF投放量低于理论测算值，彰显了央行加强流动性管理的意图。TMLF也从面相小微、民企的正向激励工具转变为同时承担定向激励和流动性调节的双重职能。未来TMLF将常态化操作，定向结构性“降准”扶持小微企业政策可期。

2. 一季度央行“缩表”，未来有望边际企稳

一季度央行“缩表”主要由于年初降准释放资金与公开市场操作之间形成的替代关系所致，属于流动性投放结构的变化而非货币政策收紧。短期内公开市场操作将重归货币政策工具箱，预计二季度货币政策观察期内，资金面宽松态势将边际收敛，资金利率波动加大。

3. 市场预期依然谨慎，跨月资金价格普遍上行

本周跨月资金利率普遍出现上行，交易所市场上行幅度明显高于银行间市场。目前，市场对未来货币政策边际收紧预期依然存在，叠加月末效应和“小长假”影响，下周隔夜和7天等实现跨月的资金价格有可能进一步上行。

4. 同业存单发行价格进一步抬升

本周存单发行主要集中在1个月、3个月和1年期，较上周分别上行4bp、7bp、5bp至2.82%、2.98%、3.24%，预计未来1个月期存单价格落至2.7-2.8%水平，3个月期则进一步上行至3.0-3.1%水平、6个月和9个月期保持在3.0-3.2%水平，1年期价格能够保持在3.1-3.3%水平稳定。

5. 4月份预计贷款增势放缓，但零售端韧性较强，M2增速亦可能回升

近期信贷投放受调控和季节性因素影响放缓，但零售贷款增势韧性强，房地产信贷增速远快于一般性贷款，中小银行信用卡、消费持续发力。对公贷款受风险偏好和信贷需求影响较大，工业领域中长期贷款投放一般。受益于连续降准后的政策叠加效应，再配合今年以来财政支出前置、个人所得税征管办法改变和增值税减税安排，4月份预计M2亦存在回升可能。

6. 沪指失守3100点，4月北向资金大幅净流出

本周大盘持续回调，沪指失守3100点，市场成交量进一步萎缩，北向资金合计净流出128亿元，4月以来净流出220亿元，创下2015年7月以来单月净流出纪录，构成深港通开通以来的历史纪录。

◆风险提示:

经济复苏态势未确认，银行资产质量风险再度承压。

买入（维持）

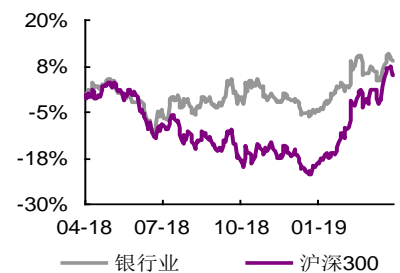
分析师

张旭 (执业证书编号: S0930516010001)
010-58452066
zhang_xu@ebsecn.com

联系人

周鸿运
021-52523659
zhouhongyun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源: Wind

目 录

1、 货币政策操作	3
1.1、 TMLF 小幅加量投放，流动性释放边际从紧信号	3
1.2、 一季度央行“缩表”，二季度预计企稳	4
2、 资金市场利率运行	5
2.1、 市场预期依然谨慎，跨月资金价格普遍上行	5
2.2、 同业存单发行价格进一步抬升	6
3、 银行业存贷款增长	7
3.1、 4 月份贷款增势放缓，存款增长尚可	7
4、 股票市场流动性	7
4.1、 沪指失守 3100 点，4 月北向资金大幅净流出	7

1、货币政策操作

1.1、TMLF 小幅放量投放，流动性释放边际从紧信号

4月24日，央行宣布开展2019年二季度定向中期借贷便利（TMLF）操作，操作金额为2674亿元，操作期限为一年，到期可根据需求续作两次，实际使用期限可达三年，操作利率为3.15%，较MLF利率优惠15bp。同时，本周逆回购到期3000亿元，央行并未开展公开市场操作。

表1：央行流动性投放（单位：亿）

	2019/4/15-2019/4/19 (上周)	2019/4/22-2019/4/26 (本周)	2019/4/29-2019/5/4 (下周)
逆回购投放	3000	0	-
逆回购到期	0	3000	3000
MLF (TMLF) 投放	2000	2674	-
MLF (TMLF) 到期	3675	0	-

资料来源：Wind，光大证券研究所

一是 TMLF 工具带有较强政策导向性，二季度增量投放在情理之中。一般而言，TMLF 由银行根据上季度对普惠口径下小微和民企信贷增量投放确定申请额度，符合条件的金融机构可以每季度初向人行总行提出申请，具有较强的政策导向性。因此，央行在一季度投放 2575 亿元 TMLF 后，于二季度再度增量投放 2674 亿 TMLF，是普惠金融政策导向的延续，属于标准动作。

二是 TMLF 投放低于理论测算值，彰显央行加强市场流动性调控意图。本次 TMLF 投放 2674 亿元，较一季度小幅增长 100 亿元，低于我们预测的理论值。根据我们前期测算，经过一季度调整，金融机构对于小微、民企信贷投放较前期有所改善。据统计，一季度金融机构普惠小微贷款余额达到 10 万亿，同比增速 19.1%，增速高于去年末 3.9 个百分点，一季度增加 5529 亿，同比多增 2899 亿，特别是一季度大型银行普惠金融口径贷款投放已超过全年计划的 50%；理论上最大额上限应接近上述增量的七成，即 3500 亿上下，据此我们预估申报 TMLF 最大额度应较大幅度高于一季度水平。但从实际情况看，商业银行此次申请 TMLF 普遍面临实际获得金额明显低于申报金额。从近期政策动态看，高层多次召开会议强调货币政策应保持松紧适度，一方面表明当局对经济预期不断改善，货币政策将适度预调微调。另一方面也反映出对一季度宏观杠杆率再度上升的警惕。基于此，二季度 TMLF 投放低于理论值，且当日 OMO 到期 1600 亿未续作，印证了央行加强市场流动性调控，维持货币政策松紧适度的意图。

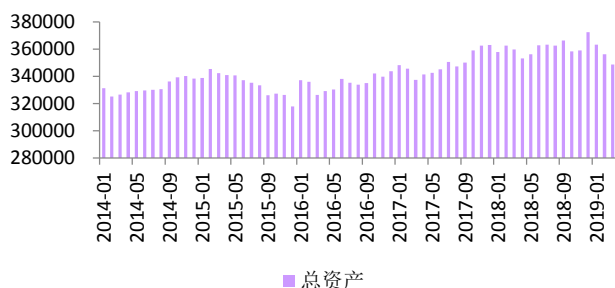
三是 TMLF 将常态化操作，货币政策在保持稳健基础上仍需维持适当定向调控力度。尽管市场对经济景气度预期总体平稳，但这并不意味着货币政策已具备收紧条件。我们观测到，一季度商业银行信贷投放存在一定的“走老路”迹象，在房地产、基建产业链融资领域改善较好，但微观主体活力依然不强，而地方债发行、缓解小微、民企融资难融资贵等问题，同样需要保持市场流动性的合理充裕。近期，国务院会议要求“抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”，旨在加强中小银行流动性支持力度和降低负债成本，预计未来结构性“降准”依然可期。

1.2、一季度央行“缩表”，二季度预计企稳

今年年初以来，央行资产负债表持续呈现缩表态势，总资产规模月度降幅近 8000 亿元，1Q 合计降幅近 2.4 万亿元。

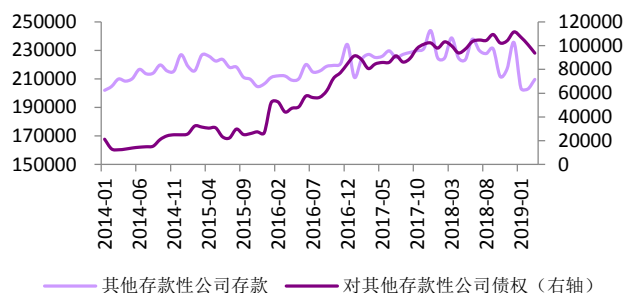
从资产端看，“缩表”主要源于“对其他存款性公司债权”科目大幅下降，一季末较去年年末降幅分别为 1.78 万亿。一般而言，对其他存款性公司债权反映的是央行向金融机构开展的流动性投放工具，包括 SLF、SLO、OMO、MLF、TMLF 以及 PSL 等。考虑到 SLF 投放量较小，存量规模仅 300 多亿，SLO 工具近 3 年来已暂停使用，PSL 一季末较上年末仅增长 2000 亿元，该科目大幅下降主要与 OMO 和 MLF 操作放缓有关。今年以来央行先后两次下调法定存款准备金率 1 个百分点用于置换一季度到期 MLF、创设 TMLF 工具、对普惠金融定向降准考核标准由“单户 500 万元”调整为“单户 1000 万元”，明显降低了公开市场操作力度和频度，春节后 OMO 小幅投放仅集中于月度例行缴税时期，造成“对其他存款性公司债权”科目的数据下降。

图 1：央行总资产运行（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 2：对其他存款性公司债券及对其他存款性公司存款（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

从负债端看，央行“缩表”主要源于“储备货币”科目大幅下滑。储备货币包括货币发行、其他存款性公司存款以及非金融机构存款。其中，货币发行包括 M0 和商业银行库存现金，该科目受季节性因素影响较大，特别是春节前夕因居民取现需求旺盛而大幅增加，随着春节因素消退而趋于回落，整个季度变化并不大（一季度货币增长 2165 亿元）。其他存款性公司存款主要为银行在央行的法定和超额存款准备金，一季末较年初降幅超过 2.5 万亿元，与央行降准 1 个百分点相呼应。非金融机构存款反映的是第三方支付机构存放央行的备付金。根据央行要求，第三方支付机构自今年 1 月 14 日期实现备付金 100% 缴存，该科目自去年末达到 1.63 万亿峰值后，1-3 月持续下滑，一季末较年初下降 3547 亿元。

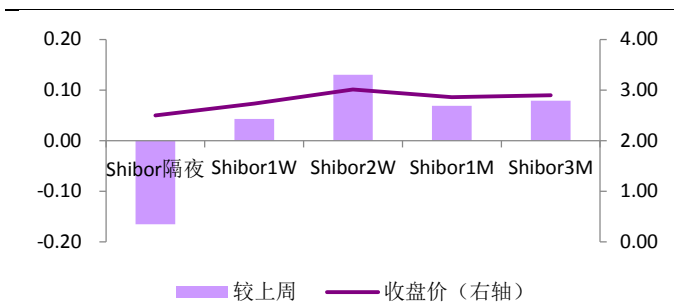
结合一季度央行资产负债表变化看，央行“缩表”并非意味着货币政策出现收紧迹象，而是流动性投放结构发生变化，即年初降准释放资金与公开市场操作形成替代关系，有助于为商业银行提供长期稳定资金，对一季度银行体系扩表和全社会信用扩张起到了积极作用。近期高层会议多次强调保持货币政策松紧适度，短期内再度普遍降准的必要性不大，公开市场操作将回归货币政策工具箱，二季度央行“缩表”态势有望企稳。

2、资金市场利率运行

2.1、市场预期依然谨慎，跨月资金价格普遍上行

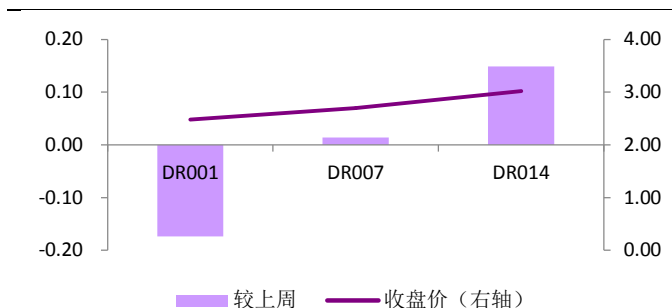
本周跨月资金利率普遍出现上行，其中，隔夜、7天、14天、1个月期和3个月期 Shibor 较上周分别上行-17bp、4bp、13bp、7bp 和 8bp 至 2.50%、2.74%、3.01%、2.86% 和 2.90%。隔夜、7天和14天 D-Repo 较上周分别上行-17bp、1bp 和 15bp 至 2.48%、2.70%、3.02%。

图 2: Shibor 价格运行 (单位: %)



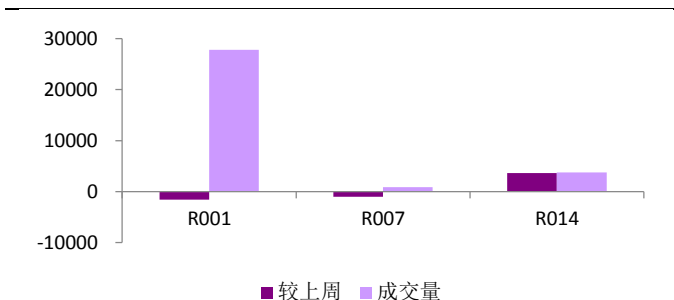
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 3: D-Repo 价格运行 (单位: %)



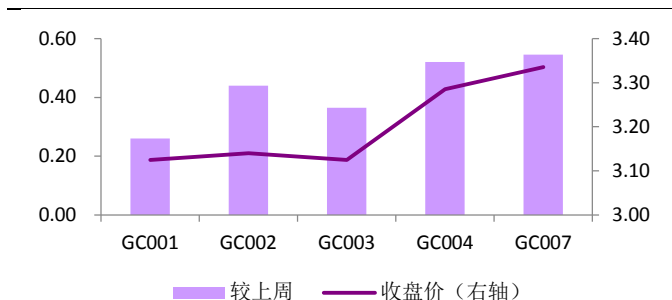
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: Repo 成交量 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: GC 价格运行 (单位: %)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

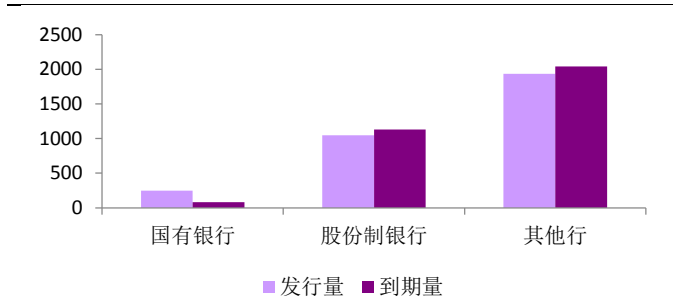
交易所资金呈现收紧态势，资金价格出现普涨，隔夜和 7 天利率较上周分别上行 26bp 和 55bp，上行幅度明显高于银行间市场利率，反映出由于银行间市场资金融出相对审慎，部分机构转向交易所市场，导致 GC 利率大幅上行。

随着月末财政支出临近，市场流动性边际趋紧态势有望得到缓解。但临近月末，商业银行资金业务转向防御模式，部分资金融出行近期开始呈现净融入状态。目前，市场对未来货币政策边际收紧预期依然存在，叠加月末效应影响，资金需求加大，下周受小长假影响，隔夜和 7 天等跨月的资金价格有望进一步上行。

2.2、同业存单发行价格进一步抬升

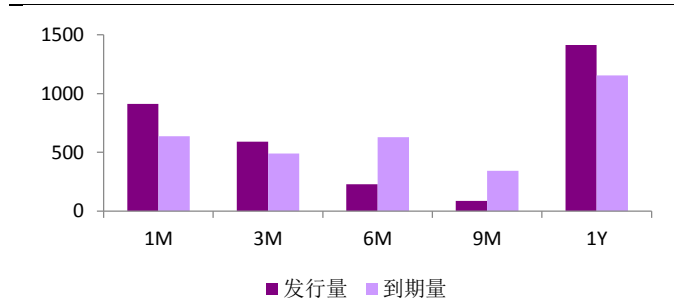
本周商业银行累计发行存单 3231 亿元，到期 3256 亿元，净回笼 25 亿元，较上周下降约 520 亿元。其中，大型国有银行净发行 164 亿元，股份制银行净发行 85 亿元，其他中小行净回笼 104 亿元。

图 6：本周存单发行量与到期量（按机构类型）（单位：亿元）



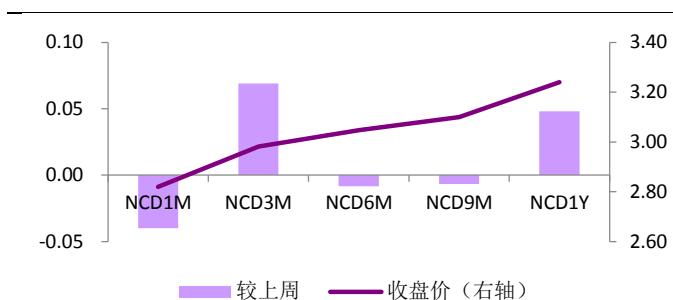
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 7：本周存单发行量与到期量（按期限结构）（单位：亿元）



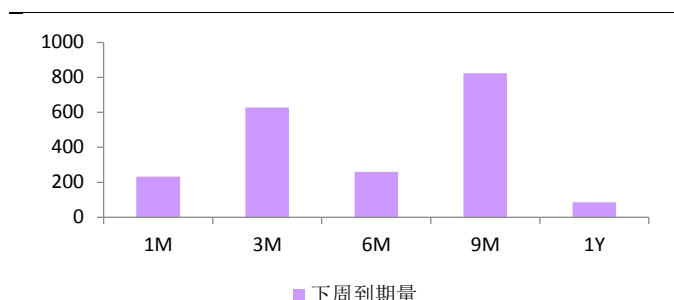
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：本周存单发行价格（单位：%）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：下周存单到期量（单位：亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所

期限结构方面，本周存单发行主要集中在 1 个月、3 个月和 1 年期。1 个月期发行 911 亿元，到期 636 亿元，净发行 275 亿元，发行价格较上周下行 4bp 至 2.82%，3 个月期发行 590 亿元，到期 491 亿元，净发行 99 亿元，发行价格较上周小幅上行 7bp 至 2.98%。1 年期存单发行 1421 亿，到期 1153 亿元，净发行 259 亿元，发行价格较上周小幅上行 5bp 至 3.24%。6 个月和 9 个月期限存单发行量较小，整体实现净回笼，发行价格较上周基本持平。

下周存单到期 2090 亿元，其中 3 个月到期 628 亿元，银行仍有一定发行需求，1 年期到期量仅 148 亿元，接续发行压力不大。预计 1 个月期存单价格落至 2.7-2.8% 水平，3 个月期进一步上行至 3.0-3.1% 水平、6 个月和 9 个月期保持在 3.0-3.2% 水平，1 年期价格保持在 3.1-3.3% 水平。

3、银行业存贷款增长

3.1、4 月份贷款增势放缓，存款增长尚可

根据历史经验，从4月上中旬存贷款增长情况看，整体信贷投放仍呈现放缓态势，但预计零售贷款增势韧性较强，一般存款增长相对稳定。具体而言：

一是信贷增长受调控影响放缓，零售贷款增长具有韧性。一季度跨季后商业银行信贷投放受季节性因素和调控政策影响，出现一定程度放缓。但经验数据显示，4月中下旬以来将再度出现恢复性增长。根据央行发布的《2019年一季度金融机构贷款投向统计报告》显示，一季度金融机构房地产业中长期贷款余额同比增长21%，个人住房贷款增速17.6%，房地产领域贷款增速和占比虽然同比有所下滑，但增长水平仍远高于全行业平均。我们认为4月份零售贷款增长仍具有很好的韧性，尤其是中小银行在零售战略转型下，资源投放将持续增加。零售短期信用卡、消费金融信贷亦有可能维持较高增长态势。对公信贷而言，从一季度信贷行业投向分析，银行业仍然维持着相对偏低的风险偏好，对公信贷增长仍然面临着风险偏好和有效需求的双重问题，不排除部分机构4月份对公信贷（剔除票据后）继续维持负增长。对非银信贷方面，随着临近月末以及资金业务转向防御模式，预计非银贷款将出现一定程度回落，月内波动特征明显。**总体而言，跨季后贷款增势趋缓，预计4月新增人民币贷款将较3月出现较大环比下降，初步推测4月份新增人民币信贷在1.2万亿左右。**

二是存款增长相对稳定，广义货币增速有望继续回暖。受益于连续降准后的政策叠加效应，再配合今年以来财政支出前置、个人所得税征管办法改变和增值税减税安排，4月份预计银行体系存款仍能保持良好态势。相比较去年，货币总量只要能够维持小幅负增长即可保证4月份M2增速与3月份相当，目前看实现这一目标难度不大。我们预计虽然4月份是存款增长的传统“小月”，但因各项因素共同作用，4月份存款增长料好于去年同期，M2增速仍有可能继续提高。

4、股票市场流动性

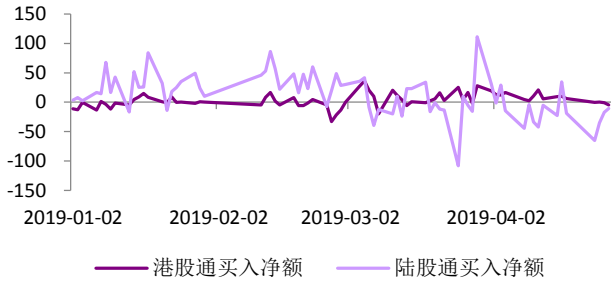
4.1、沪指失守3100点，4月北向资金大幅净流出

本周大盘持续回调，上证指数收于3086点，周跌幅5.64%，创2018年10月以来最大周跌幅；深成指收于9781点，周跌幅6.12%；创业板收于1658点，周跌幅3.38%。本周市场成交量进一步萎缩，单周成交金额为1.54万亿元，较上周下降约2600亿元，周日均成交金额3417亿元，较上周减少320亿元。

今年A股行情崛起与北向资金涌入有较强的相关性，数据显示，此前北向资金已连续出现5个月净流入，今年1月和2月净流入金额都在600亿元以上，分列互联互通以来的月度净流入第一和第二，一季度净流入总额1250亿元。目前，投资者对货币政策力度和节奏转向存在一定担忧，另受境内外配资盘合规检查趋严影响，本周北向资金合计净流出128亿元，较上周大幅

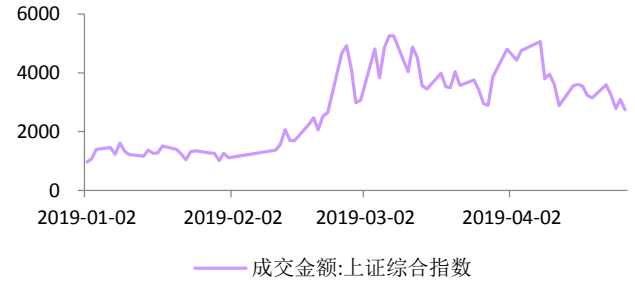
增加，且连续三周实现净卖出；南向资金净流出 6 亿元，较上周下降 8.25 亿元。从全月情况看，北向资金 4 月以来净流出 220 亿元，创下 2015 年 7 月以来单月净流出纪录，也是深港通开通以来的历史纪录。

图 10: 北向与南向资金流动情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 11: 上证综合指数成交金额 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 光大证券研究所

◆风险提示:

经济复苏态势未确认，银行资产质量风险再度承压。

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼