

# 10月LPR保持不变，TMLF将如期而至

## ——流动性周报第26期

行业周报

### ◆核心观点:

#### 1. 10月LPR保持不变，未来仍有望呈现“阶梯式”下行

10月份1年期LPR为4.20%，5年期以上LPR为4.85%，各期限报价利率与9月保持一致，符合我们在《MLF提频不降价，10月LPR预计不变——流动性周报第25期》中的研判。展望未来，LPR仍有望保持“阶梯式”下行特点。一方面，央行将更多采用压缩点差方式引导LPR报价下行，通过控制银行负债成本、改善风险管理水平等来达成，从而达到疏通“MLF-LPR-贷款实际利率”的目标。另一方面，综合全球货币政策走势和国内政策导向看，MLF利率下调短期受制于CPI通胀高企约束，但未来看只会迟到，不会缺席。

#### 2. TMLF将如期而至，预计规模保持在3000亿元左右

按照前三期TMLF操作规律，央行将应在本周开展TMLF操作，但考虑到国庆假期因素，预计TMLF操作延至下周。对于此次TMLF操作，我们认为，TMLF投放并不具有普惠性，目前资金性价比相对有限，商业银行申请主要为了反映自身普惠信贷投放成绩和维护与央行的关系。我们预计央行四季度TMLF投放不会低于三季度，规模预计保持在3000亿左右。

#### 3. 本周进入缴税高峰期，央行加大资金投放，存单发行量价齐涨

本周进入缴税高峰期，市场流动性一度趋紧，资金价格普遍上行。随着央行公开市场操作力度的加大，资金面紧张程度有所缓和。一是央行加大公开市场操作力度，累计实现资金净投放5900亿元。二是资金利率先升后降，跨月资金利率保持上行。三是存单发行量价齐涨。本周存单发行总规模为4531亿元，发行期限依然以1个月和1年期为主，收益率全线上行。

#### 4. 10月信贷或季节性缩量，但未必悲观

10月份季节性因素仍将发挥主导作用，但是我们对10月乃至四季度信贷并不悲观：一是对公信贷增长并不弱。对比今年4、7月份信贷数据，我们倾向于认为10月份以来信贷投放虽有大幅减少，但并不十分疲弱。在政策驱动引导下，金融信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，3季度后半段已出现环比改善特征，制造业固定资产投资和基建固定资产投资增速在9月已出现边际企稳态势，部分企业资本开支同比上升。二是零售端贷款有望保持良好增势。10月份以来，零售贷款一如既往保持强劲增长态势，特别是信用卡、消费贷等场景化贷款增势依然较好，好于我们预期。住房按揭贷款10月份后半程按揭会有所提速。但需要关注的是，预计四季度后期住房按揭贷款需求可能推后到2020年初进行满足。

未来基建领域将进一步发力以起到托底实体经济的作用，并吸纳更多的银行信贷资源的流入，叠加去年较低基数效应，四季度经济企稳确定性较强，固定资产投资有望出现回暖，在政策驱动下的投融资需求良性循环将为明年商业银行“开门红”奠定基础。

#### 5. 风险提示：中美经贸谈判出现反复，政策刺激作用低于市场预期。

## 买入（维持）

### 分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）

010-56513033

wangyf@ebsecn.com

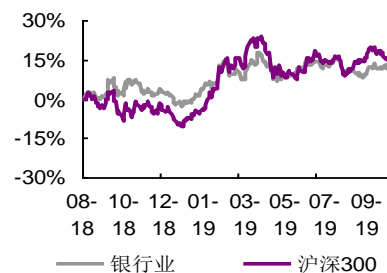
### 联系人

董文欣

010-56513030

zhouhongyun@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

## 相关研报

MLF提频不降价,10月LPR预计不变——流动性周报第25期

.....2019-10-20

“美元荒”问题加剧，联储重启资产购买计划，国内市场流动性无虞——流动性周报第24期

.....2019-10-13

10月市场流动性展望——资金面保持稳定，市场利率小幅下行——流动性周报第23期

.....2019-10-7

## 目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 10月 LPR 保持不变，未来仍有望呈现“阶梯式”下行 .....	3
1.2、 TMLF 将如期而至，预计规模保持在 3000 亿元左右.....	4
1.3、 本周进入缴税高峰期，央行加大资金投放，存单发行量价齐涨.....	5
2、 10 月信贷或季节性缩量，但未必悲观 .....	6
3、 风险提示 .....	6

## 1、货币政策操作及流动性运行

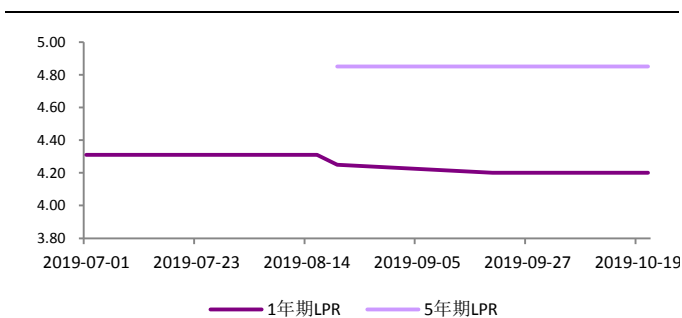
### 1.1、10月LPR保持不变，未来仍有望呈现“阶梯式”下行

10月21日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为4.20%，5年期以上LPR为4.85%，各期限报价利率与9月一致，符合我们在《MLF提频不降价，10月LPR预计不变——流动性周报第25期》中的研判。

自央行改革LPR形成机制以来，LPR已连续两期出现下调，其中1年期LPR由4.31%降至4.20%，5年期LPR自报价以来保持4.85%不变。我们在《LPR改革22问》报告中就LPR的决定因素作了深入分析，LPR的变化一方面取决于MLF基准利率，另一方面取决于点差。从10月以来的情况看，MLF基准利率依然维持在3.3%水平，本月资金面较9月边际趋紧，资金利率有所上行，银行负债成本并无改善迹象。同时，中美贸易摩擦第一阶段达成协议已被市场充分预期，在经济下行压力下市场风险偏好依然审慎。基于上述因素，10月各期限LPR较9月保持不变也在情理之中。

图1：LPR运行

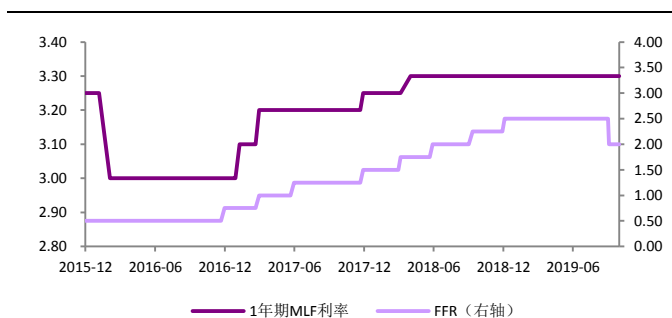
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：1年期MLF利率与FFR

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

展望未来，我们认为，LPR仍有望保持“阶梯式”下行特点。

一是央行更多采用压缩点差方式引导LPR报价下行。目前，我国货币政策传导渠道不畅问题依然突出，主要原因在于高企的负债成本和较低的风险偏好使得“MLF-LPR-贷款实际利率”的传导机制难以得到疏通。事实上，虽然LPR在前两期的报价均出现了不同程度下行，但主要是依赖于央行政策（窗口指导、降准）等红利推动使得LPR与MLF利率点差收窄。结合近期银保监会出台规范结构性存款的管理政策来看，未来将更多采取控制银行负债成本、改善风险管理水平等手段，推动达到疏通“MLF-LPR-贷款实际利率”的目标。而降低银行体系负债成本方面，除对创新存款的管控外，我们不排除四季度后期继续出现定向降准等操作。

二是MLF利率下调只会迟到，不会缺席。我们在前期报告中曾多次提出，引导LPR报价下行，需要从点差和基准利率两个方面入手。近期央行新增2000亿MLF，实际上释放了MLF有望实现常态化操作的信号，为央行在每月通过MLF的量价调控来引导LPR下行创造了先行条件。在全球货币政策明显转松，美联储已进入“QE+降息”通道的情况下，中美无风险利差的

扩大为国内政策利率下调创造了空间，国内 MLF 与同期限同业存单的价差拉大，使得 MLF 作为利率走廊上限的约束减轻，国股银行开始通过发行 NCD 来部分置换 MLF 和结构性存款，适应性下调 MLF 利率更加顺利成章。短期内，囿于 CPI 通胀水平维持在偏高位置，央行可能不愿释放 MLF 利率下调的降息信号，此举可能刺激通胀预期蔓延。但随着国内生猪补栏的推进，猪肉价格有望明年二季度得到企稳，届时通胀压力对货币政策的掣肘效应将进一步减弱。鉴于此，我们倾向性认为，未来 MLF 利率下调只会迟到，不会缺席。

## 1.2、TMLF 将如期而至，预计规模保持在 3000 亿元左右

本周进入 10 月第四周，按照前三期 TMLF 操作规律看，央行将应在本周开展 TMLF 操作，但考虑到国庆假期因素，预计 TMLF 操作延至下周（10.28~31）。对于此次 TMLF 操作，我们认为：

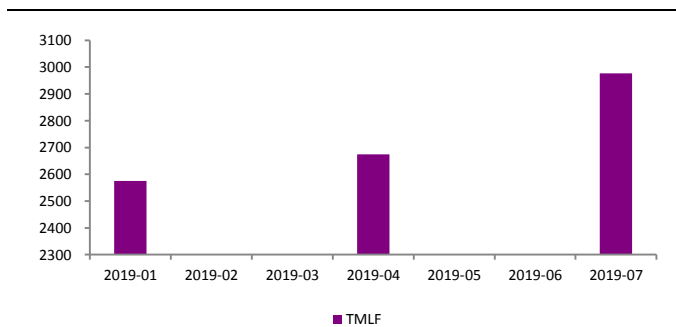
**一是本周进入缴税高峰期，资金面边际趋紧。**为应对缴税高峰期和国库定存到期，央行自 10 月 16 日开始，通过新增 MLF 和 OMO 方式，已投放资金 7900 亿元，在综合考虑近年来 10 月财政存款增幅，以及今年地方债前置的影响，缴税和国库定存到期不续作带来的资金缺口基本得到补充，资金利率在一度走高的情况下，近两天开始趋于回落。

**二是 TMLF 投放并不具有普惠性，资金性价比有限，商业银行申请主要为了反映自身普惠小微信贷投放情况和维护央行关系的需要。**根据央行相关政策，当季 TMLF 操作金额不超过上一季度新增普惠口径小微贷款与新增民企贷款之和。但事实上，TMLF 投放并不具有普惠性特点，一般而言，针对普惠口径小微贷款和民企贷款在同业对标中表现相对较差的银行，往往难以得到 TMLF 资金支持，即央行 TMLF 资金投放具有一定的选择性，同时央行也会针对 TMLF 投放期市场流动性状况进行统筹安排。**应当说，TMLF 除了正向激励性作用外，也被移植了流动性管理的职能。**从商业银行角度看，尽管 TMLF 较 MLF 价格优惠 15bp，但目前较同期限存单价格相比，仍不具备价格优势。商业银行此时申请 TMLF，一是能够向央行如实反映自身普惠信贷投放规模，二是也有出于维护与央行之间关系的需要。

**三是预计四季度 TMLF 投放保持在 3000 亿元左右规模。**今年前三季度 TMLF 操作规模分别为 2575 亿、2647 亿和 2977 亿元，总体呈现逐季递增态势。需要注意的是，由于 1、4、7 月均为缴税大月，在 TMLF 操作前夕，央行均加大了 OMO 操作力度，使得 TMLF 投放后的一周均面临较大规模的 OMO 到期，因此 TMLF 一定程度上起到了对冲效果。有所不同的是，三季度 TMLF 投放的同时，也伴随着 2000 亿元 MLF 的操作，而当天有 5020 亿元的 MLF 到期，即 MLF+TMLF 合计基本实现了对到期资金的对冲。综合上述特点来看，从 10 月情况看，央行为应对缴税同样投放了近 5900 亿 OMO，考虑到 TMLF 较 MLF 便宜 15bp，在引导 LPR 下行的政策导向下，我们预计央行四季度 TMLF 投放不会低于三季度，规模预计保持在 3000 亿左右。

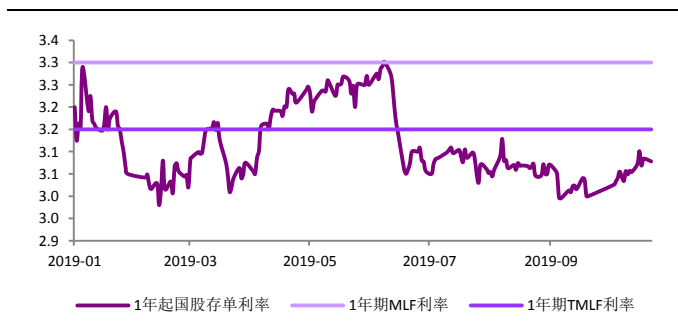
图 3: TMLF 投放规模

单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: MLF 利率、TMLF 利率与存单利率 单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

### 1.3、本周进入缴税高峰期，央行加大资金投放，存单发行量价齐涨

本周进入缴税高峰期，市场流动性一度趋紧，资金价格普遍上行。随着央行公开市场操作力度的加大，资金面紧张程度有所缓和。

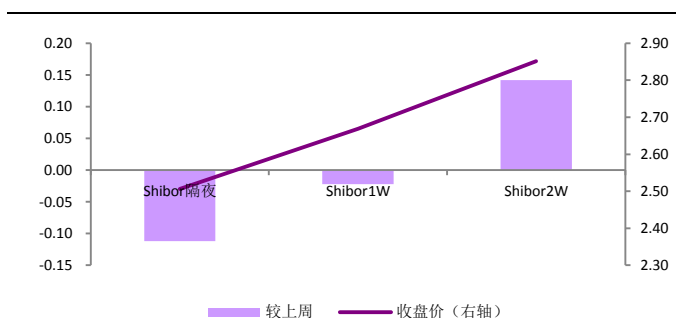
一是央行加大公开市场操作力度。为应对缴税及国库定存到期等因素影响，本周央行加大了 7 天逆回购操作，累计实现资金净投放 5900 亿元。

二是资金利率先升后降，跨月资金利率保持上行。Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 11bp、2bp 和 -14bp 至 2.51%、2.67% 和 2.85%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 12bp、4bp 和 -4bp 至 2.50%、2.66% 和 2.81%。

三是存单发行量价齐涨。本周存单发行总规模为 4531 亿元，净发行 1182 亿元，发行期限依然以 1 个月和 1 年期为主，分别发行 1124 亿元和 2443 亿元。价格方面，本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单较上周分别上行 4bp、10bp、-3bp、3bp 和 1bp 至 2.79%、2.94%、2.99%、3.08% 和 3.08%。

图 5: Shibor 价格运行

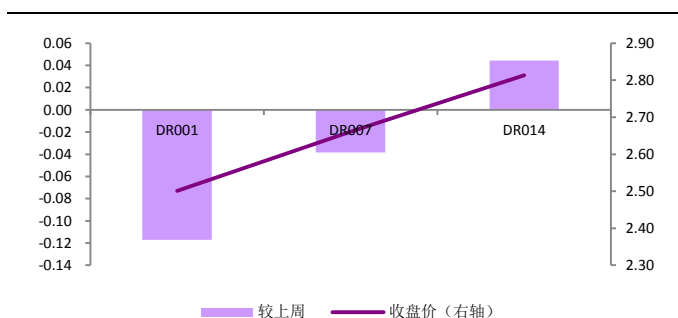
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: D-repo 价格运行

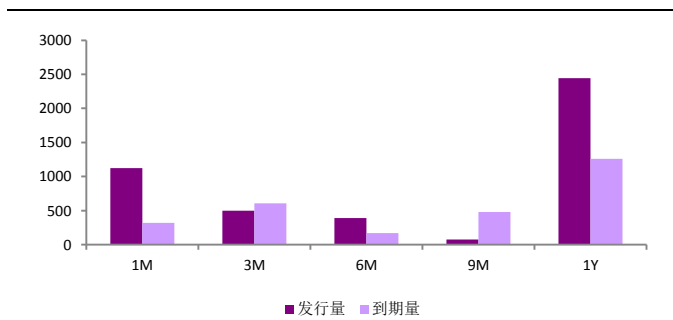
单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7：存单发行情况

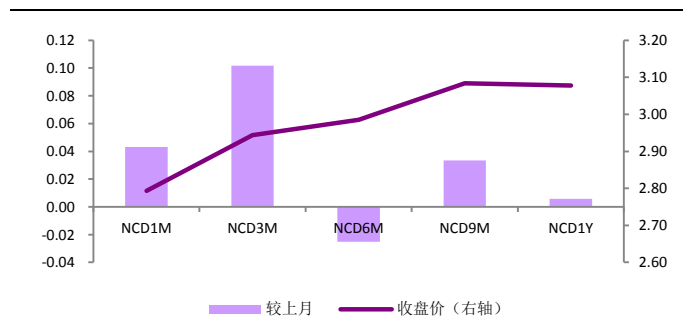
单位：亿元



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：存单价格运行

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

## 2、10 月信贷或季节性缩量，但未必悲观

一般而言，10 月份由于国庆小长假以及三季末项目储备的集中释放等因素，信贷投放往往大幅缩量。近五年来，10 月新增信贷规模保持 5000-7000 亿水平，为全年新增信贷的低点。根据观测，今年 10 月份季节性因素仍将发挥主导作用，但是我们对 10 月乃至四季度信贷并不悲观：

**一是对公信贷增长并不弱。**历史上，对于 4、7、10 月这样的季初月份，对公信贷会出现回落态势，尤其是在今年以来对公信贷有效需求不足的情况下，部分中小银行呈现出月初回落、月末冲高的特点。我们对 10 月份信贷观测会更多与今年 4、7 月份数据进行对比，倾向于认为 10 月份以来信贷投放并不十分疲弱。我们曾在前期报告中指出，在政策驱动引导下，金融信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，3 季度后半段已出现环比改善特征，制造业固定资产投资和基建固定资产投资增速在 9 月已出现边际企稳态势，部分企业资本开支同比上升。在投资需求与融资需求良性循环引导下，四季度固定资产投资有望边际企稳。

**二是零售端贷款有望保持良好增势。**10 月份以来，零售贷款一如既往保持强劲增长态势，特别是信用卡、消费贷等场景化贷款增势依然较好，好于我们预期。住房按揭贷款投放受国庆小长假因素影响有所减弱，LPR 切换前夕集中投放也是一定原因，我们认为 10 月份后半程按揭会有所提速。但需要关注的是：临近年末，受央行政策指导，商业银行有必要控制全口径房地产信贷投放节奏，确保年末增量、存量占比符合监管要求，目前表内全口径房地产贷款前三季度新增占比在 33.7%，接近总体调控目标。考虑到不同银行的个体因素，预计四季度后期住房按揭贷款需求可能推后到 2020 年初进行满足。

总体来看，受季节性因素影响，10 月新增信贷规模受季节性因素影响将大幅缩量，但信贷结构有望延续改善态势。未来基建领域将进一步发力以起到托底实体经济的作用，并吸纳更多的银行信贷资源的流入，叠加去年较低基数效应，四季度经济将出现企稳迹象，在政策驱动下的投融资需求良性循环将为明年商业银行“开门红”奠定基础。

## 3、风险提示

中美经贸谈判出现反复，政策刺激作用低于市场预期。

## 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见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