

货币政策预期出现分化，且看 11 月 5 日 MLF 到期如何操作

——流动性周报第 27 期

行业周报

◆核心观点：

1. 货币政策预期出现分化，5 日 MLF 到期操作具有指示意义

受国庆假日因素影响，本周 TMLF 操作依然未能落地。我们认为，11 月 5 日 MLF 将有 4035 亿元到期，届时央行的操作模式将对市场预期产生较大影响。综合来看，央行有三种操作模式：一是“MLF+TMLF”组合操作；二是“MLF 续作+利率下调”；三是“MLF 续作，利率不变”。

在上述三种模式中，我们更倾向于央行采取模式一，货币政策既保持了定力，又通过结构性安排降低了银行体系负债成本，还有助于推动 11 月 LPR 报价继续下移。在当前“类滞涨”经济环境下，我国货币政策面临多重目标，如稳定通胀预期、稳增长、优化信贷结构、降低实体经济融资成本以及保持人民币汇率稳定等。在货币政策工具箱中，“MLF+TMLF”组合操作的兼容性更强。

2. 国库定存中标利率创 2017 年以来新低

本周央行开展了 600 亿元国库定存操作，期限为一个月，中标利率为 3.2%，较前一期下降 10bp。对此我们认为：一是国库定存利率是随行就市形成的，并非央行主动引导；二是价格信号已由货币市场端向存款端传导；三是目前 1M 结构性存款利率保持在 3.3% 左右，在各家银行对高成本负债吸收意愿并不强。

3. 本周流动性充裕，央行暂停公开市场操作，资金利率趋于下行

本周随着缴税高峰期的消退，以及月末财政支出的启动，市场流动性回归合理充裕。一是央行暂停公开市场操作，累计实现资金净回笼 5900 亿元；二是资金利率趋于回落；三是存单发行价格受结存置换等因素影响进一步小幅上行。

4. 地方债配置性价比较高，与信用债利差可能进一步拉大

长期地方债经税收还原后的收益率可达 4.70%，且资本占用仅为 20%，明显高于同期限 AAA 级信用债 4.37% 的收益率。当前银行体系地方债配置性价比较高，将会对高等级信用债形成置换挤压效应，4 季度地方债等品种与 AAA 信用债利差可能进一步拉大。

5. 10 月信贷投放季节性缩量，四季度信贷投放或将超去年同期

10 月对公信贷增长并不弱，零售贷款一如既往保持强劲增长态势，广义房地产信贷受比例控制增量收缩。四季度信贷投放大概率会高于去年同期水平。从宏观政策面看，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，我们对四季度对公领域信贷投放并不悲观，而住房按揭贷款投放则可能出现缩量。从银行层面看，目前利率仍处于下行期，LPR 在 11-12 月份存在下调空间，适度加大信贷投放力度既是落实国家相关政策的客观要求，也有助于维持自身经营效益的稳定。

6. 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）

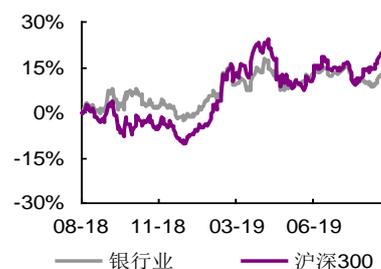
分析师

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

- 10 月 LPR 保持不变，TMLF 将如期而至——流动性周报第 26 期
.....2019-10-26
- 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

目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 货币政策预期出现分化，5日MLF到期操作具有指示意义.....	3
1.2、 国库定存中标利率创2017年以来新低.....	4
1.3、 本周流动性充裕，央行暂停公开市场操作，资金利率趋于下行.....	4
2、 地方债配置性价比较高，信用债利差可能维持高位.....	5
3、 10月信贷投放季节性缩量，四季度信贷投放或将超去年同期.....	6
4、 风险提示.....	7

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、货币政策预期出现分化，5日MLF到期操作具有指示意义

我们在上一期流动性周报《10月LPR保持不变，TMLF将如期而至》曾指出，由于受国庆假日因素影响，四季度TMLF操作会有所顺延，但本周TMLF操作依然未能落地，低于我们预期。受此影响，市场对货币政策预期在近期也出现一定分化：

部分投资者认为，尽管美联储本周再度下调FFR，但国内猪肉价格为代表的CPI增速仍未见顶，以及CPI持续上行带来的外溢效应，已对市场预期造成了一定影响。在此情况下，国内货币政策受通胀因素压制，难有进一步宽松的空间。在目前市场流动性较为充裕的情况下，央行将停止TMLF操作。

另一部分投资则认为，TMLF操作是综合上一季度新增普惠口径小微贷款与新增民企贷款投放情况而定，每季操作旨在引导金融机构加大对小微企业和民营企业信贷支持力度，本质上属于结构性政策工具，具有激励效应，目前仍未操作主要因为国庆假期因素影响而顺延，但并不会暂停操作。

当前，我们倾向于认为，结合11月5日MLF将有4035亿元到期，届时央行的操作模式将对市场预期产生较大影响。综合来看，央行有三种操作模式：

模式一：“MLF+TMLF”组合操作。央行可采取“MLF+TMLF”组合工具对冲当日4035亿元MLF到期，其中TMLF占比高于MLF，MLF价格保持不变。

模式二：“MLF续作+利率下调”。在货币政策工具的选择上，央行完全采用MLF工具对冲4035亿MLF到期，暂停四季度TMLF操作，同时下调MLF利率5-10bp。

模式三：“MLF续作，利率不变”。央行同样只采用MLF工具对冲4035亿MLF到期，暂停四季度TMLF操作，但保持MLF利率不变。

在上述三种模式中，我们更倾向于央行会采取模式一，也存在使用模式二的可能。这是因为，一方面，“MLF+TMLF”组合操作有章可循。在三季度TMLF操作时点(7月23日)，央行投放了2000亿MLF和2977亿TMLF，通过组合工具对冲5020亿MLF到期。另一方面，在当前“类滞胀”经济环境下，我国货币政策面临多重目标，如稳定通胀预期、稳增长、优化信贷结构、降低实体经济融资成本以及保持人民币汇率稳定等。在央行货币政策工具箱中，“MLF+TMLF”组合操作的兼容性更强。

一是“MLF+TMLF”组合操作平滑性更强。在当前猪肉价格持续上涨情况下，通胀压力较大，若直接下调MLF利率可能进一步加剧通胀预期，进而加剧央行货币政策调控成本。由于TMLF价格较MLF价格优惠15bp，在MLF到期之际采用组合工具，既可以对冲MLF到期对银行间市场资金面的影响，也可以起到“隐性降息”的效果，有助于降低商业银行负债成本，引导11月份LPR下行。

二是延续了TMLF操作的连续性和政策属性。如前所述，TMLF本质上属于结构性政策工具，旨在引导金融机构加大对小微和民企信贷支持。若暂停操作，对于前期普惠金融业务发展较好的金融机构而言有失公允，也可能释放央行因资金因素和通胀因素而放弃政策导向的不利信号。

三是“MLF+TMLF”组合操作更为经济。目前，一年期存单价格保持在3.1%左右，TMLF价格为3.15%，较MLF仍具有一定的价格优势。在11月5日4035亿MLF到期之际，若央行完全采用MLF对冲，对商业银行而言并不经济，甚至在某种程度上释放了“加息”信号，不利于市场预期的稳定，容易造成金融市场的波动。

1.2、国库定存中标利率创2017年以来新低

本周央行开展了600亿元国库定存操作，期限为一个月，中标利率为3.2%，较前一期下降10bp。对此，我们认为：

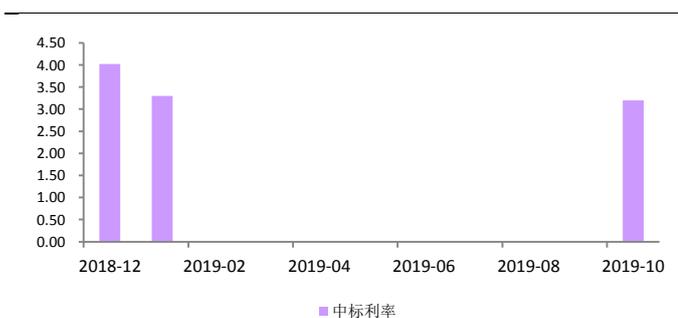
一是国库定存利率是随行就市形成的。一般来说，国库定期存款是央行不定期开展招标，由银行根据资金的需求和银行间市场资金面的松紧度，对国库定存进行报价，最终形成国库定存的招标利率。因此，国库定存利率属于市场利率，并非央行主动引导。

二是价格信号已由货币市场端向存款端传导。从操作时点资金面情况看，央行累计投放了5900亿资金对冲缴税，而随着缴税高峰期的消退以及月末财政支出的启动，市场流动性回归合理充裕，银行备付金水平维持高位，甚至开始适度加大跨季错配融出，价格信号开始由货币市场端向存款端传导。

三是银行适度控制高成本负债吸收。国库定期存款要纳入表内一般存款管理范畴，需要缴纳法定存款准备金率，而目前1M结构性存款利率保持在3.3%左右。在各家银行着力推动存款高质量发展以及监管加强对结构性规范化管理的背景下，银行对结构性存款和3年期以上等中长期大额存单等高成本负债吸收意愿并不强。因此，国库定存利率的下降也合情合理。

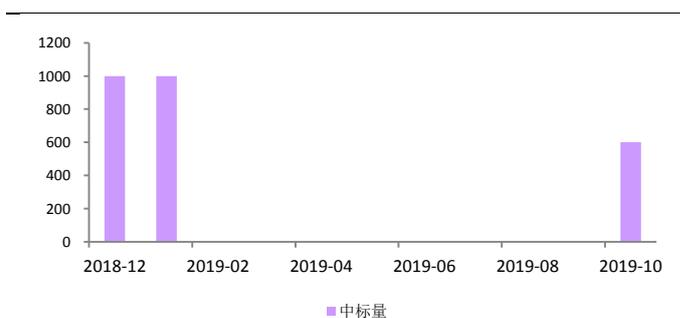
综上所述，此次国库定存利率下调并非央行主动引导，而是随行就市行为，是市场利率下行后价格信号传导所致。

图1：1个月期国库定存中标利率单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：1个月期国库定存中标量单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.3、本周流动性充裕，央行暂停公开市场操作，资金利率趋于下行

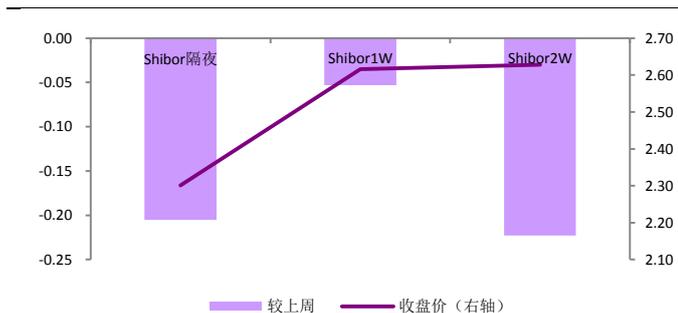
本周随着缴税高峰期的消退，以及月末财政支出的启动，市场流动性回归合理充裕，资金利率趋于回落。

一是央行暂停公开市场操作。本周央行并未开展公开市场操作，累计实现资金净回笼5900亿元。

二是资金利率趋于回落。Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 21bp、5bp 和 22bp 至 2.30%、2.62% 和 2.63%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 23bp、16bp 和 37bp 至 2.28%、2.50% 和 2.40%。

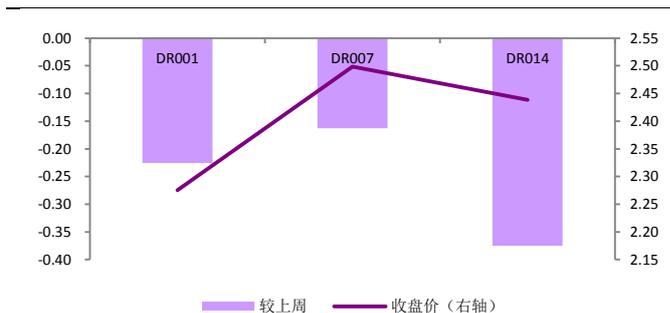
三是存单发行价格进一步上行。本周存单发行总规模为 3176 亿元，净发行 535 亿元，发行期限依然以 1 年期为主，发行规模为 1470 亿元。价格方面，本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单较上周分别上行 14bp、11bp、24bp、-8bp 和 4bp 至 2.93%、3.06%、3.22%、3.00% 和 3.12%。

图 3: Shibor 价格运行单位: %



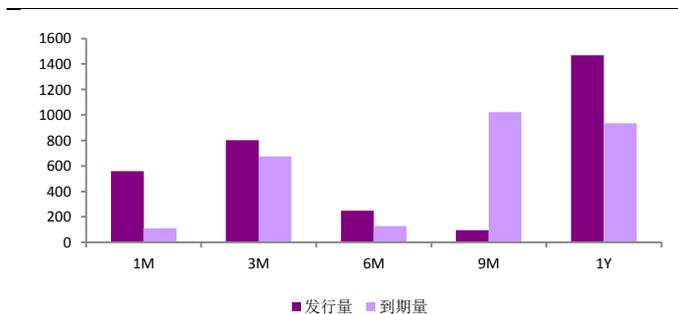
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 4: D-repo 价格运行单位: %



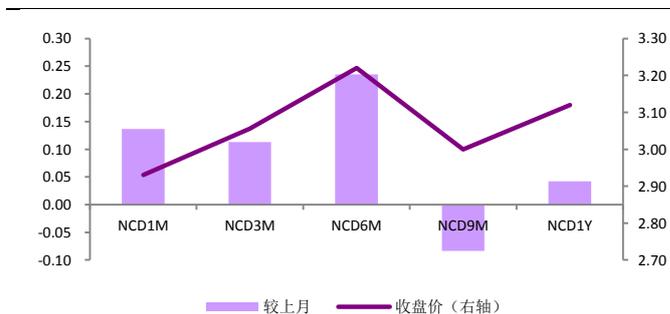
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 5: 存单发行情况单位: 亿元



资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 6: 存单价格运行单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、地方债配置性价比较高，信用债利差可能维持高位

根据国常会相关要求，地方债已经成为下阶段财政政策的重要抓手，这对于今年四季度及 2020 年银行资产配置而言无疑是重要的机遇，地方债配置性价比已显著提升，而与之对应的信用债投资则略显“鸡肋”，这种差异有可能通过比价效应反映在价格体系中，即地方债与信用债的利差将拉大。本周，高等级信用债利率跳涨，而地方债等利率债相对平稳，预计整个四季度可能都会显示出此等特点。主要是由于：

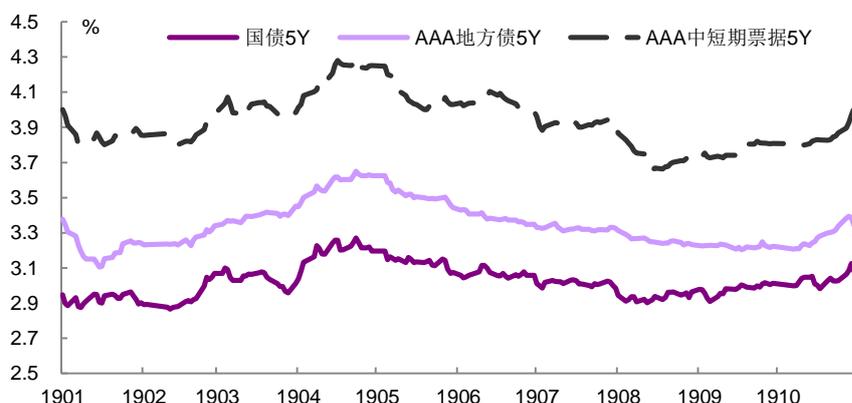
一是经税收还原后的地方债收益率较为可观。目前，10 年期地方债利率为 3.55%，还原税收的投资收益率达 4.70%，且资本占用仅为 20%，明显高于同期限 AAA 级信用债 4.37% 的收益率，也在一定程度上也高于目前商业银行生息资产平均收益率（约为 4.5%）。因此，从投资收益来看，地方债已

具备较高的配置价值。

二是信用债利差有望扩大。自8月份以来，受中美贸易摩擦达成阶段性协议、地方债发行节奏加快形成“挤出效应”、CPI持续攀升、三季度金融数据表现良好以及TMLF尚未落地等因素综合影响，国债等收益率一波显著至3.28%，而信用债利率在前期反弹则不显著。经过此轮调整，国债收益率已基本反映了当前市场各种利空因素，短期内进一步上行空间相对有限，但“类滞涨”的经济环境同样会对债券市场同样形成一定压制。与之对比，AAA级信用利差经过前期快速下行后，目前基本在1%-1.1%区间内企稳，且这一信用利差水平已逼近2017年以来最低值。4季度，随着后续地方债的加速发行，以及银行配置债券资产的减少，对信用债的挤出效应将逐步得到体现，信用利差可能维持高位。

鉴于此，我们认为，当前是银行加大地方债配置的较好时点，银行会在四季度资产负债配置策略中，在综合考虑客户关系、市场流动性等基础的情形下，增加地方债增量配置额度，支持分行更好抢占市场份额。

图7：国债、地方债与高等级信用债收益率变化情况



资料来源：Wind，光大证券研究所

3、10月信贷投放季节性缩量，四季度信贷投放或将超去年同期

受国庆小长假以及三季末项目储备的集中释放等季节性因素影响，10月信贷投放或将大幅缩量，但我们对四季度金融机构信贷投放并不悲观。

从10月信贷投放情况看，信贷结构并不弱。观测数据显示：一方面，与今年季初月份（4月和7月）相比，10月对公信贷增长并不弱，对公贷款增量占比好于今年以来的平均态势。零售贷款一如既往保持强劲增长态势，特别是信用卡等场景化贷款增势依然较好。住房按揭贷款投放受监管约束而同比缩量，以控制广义房地产年内增量占比小于1/3，也部分与10月份LPR改革初期，按揭前置有一定关系。

展望四季度信贷投放，我们并不悲观，甚至会高于去年同期水平。

从宏观政策面看，正如我们在前期报告中指出，在政策驱动引导下，金融领域信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，固定资产投资增速在9月已出现边际企稳态势，企业资本开支类支出开始加大，促进形成有效融资需求。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，

我们对四季度对公领域信贷投放并不悲观。临近年末，各商业银行均有意控制全口径房地产信贷投放节奏，确保年末存量占比不高于年初水平，预计四季度住房按揭贷款投放可能出现缩量。

从银行层面看，前三季度商业银行经营取得了良好的业绩，盈利能力稳步提升、资产质量不断改善。前三季度银行业营收增长中，净利息收入贡献度超过 70%，这既得益于政策红利的推动，也与银行资产负债总规模增长形成的规模效应、结构调整及资产定价的改善有关。可以确定的是，在国家政策导向下，目前利率仍处于下行期，LPR 在 11-12 月份还存在一次下调空间，适度加大信贷投放力度，尤其是中长期信贷投放既是落实国家相关政策的客观要求，也有助于维持自身经营效益的稳定。

总体来看，受季节性因素影响，10 月新增信贷规模可能出现大幅缩量，但这并不改我们对四季度信贷投放的偏乐观预期。无论从宏观政策层面还是银行自身层面看，在利率下行期适度加大逆周期安排既能够有效顺应国家政策导向，也有助于提升自身经营效益。

4、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