

MLF 降息 5BP 释放的重要信号

——11月5日央行公开市场操作点评

行业简报

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

010-56510330

dongwx@ebsecn.com

事件：

2019年11月5日，人民银行开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点。

点评：

我们曾在上期流动性周报《货币政策预期出现分化，且看11月5日MLF到期如何操作》中指出，11月5日MLF操作具有指示货币政策方向的重要意义，并提出我们倾向于采取“TMLF+MLF”的组合，不排除采取“MLF+利率下调”的组合。在此，我们对MLF下调以及下一阶段货币政策取向解读如下：

◆“稳增长”权重超过“控通胀”，降低MLF利率旨在的加大对于实体经济支持力度

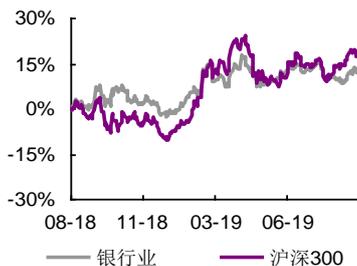
我们上期报告所指出的三种MLF操作模式——“TMLF+MLF”、“MLF+利率下调”和“MLF+利率不变”，实质上是对于货币政策取向、宽严操作的三种选择。而目前看，制约货币政策进一步宽松的主要干扰即是CPI及通胀预期，央行孙国峰司长曾指出：“当前不存在持续通胀或者通缩的基础，但也要防止通胀预期扩散，形成恶性循环，更多通过改革的办法降低融资成本”。我们认为本次MLF下调即是通过改革办法降低融资成本的主要操作。从控通胀意义上讲，MLF价格本身只有信号意义，影响市场预期更多一些，对于当前的结构性通胀没有太实质的意义。

而对于稳增长、稳投资来讲，货币政策又不能出现过度紧缩。虽然近期银行间市场流动性维持宽松格局，但债券市场对于货币紧缩的预期开始升温，这在当前经济环境下，不利于激活微观主体活力，激发有效融资需求。坦率讲，未来一段时间，由于传统行业承债意愿和承债能力受到限制，房地产不再作为短期刺激经济的手段，经济新动能尚不能形成有效支撑，实体经济需求难以出现明显回暖。在此形势下，降低MLF，以此来带动LPR下降，支持实体经济融资，具有更大的现实意义。

◆货币政策外部约束减弱，全球宏观政策同步性提升，调降MLF也是货币政策自主性增强的表现

从全球经济金融形势看，人民币汇率已经实现“三率合一”，大大增强了货币政策的自主性，虽然未来仍受制于市场预期、跨境资本流动和国际宏观政策协调性的制约，但货币政策“以我为主”的基调不会改变。日前，Fed已经年内第三次降息，发达经济体再度开启了“降息+扩表”的安排，全球货币政策同步性提升。我国央行前期并未跟随操作“降息”，本次下调MLF 5BP更多是跟随性下调，同时下调幅度也相当克制，可见央行仍期望货币政策保持一定定力，珍惜传统货币政策的空间。未来看，MLF仍有下调空间，但下一阶段定向降准等结构性工具使用可能性更大。

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

◆从市场资金面看，MLF 下调属于随行就市，TMLF 操作空间变小

目前国股 NCD 价格低于 MLF，银行间流动性总体平稳，DR 利率与 R 利率拟合度较高，全市场流动性也不存在太大的结构性问题。部分银行已经有意使用 NCD 来置换 MLF 和结构性存款。MLF 小幅度降价并不会对利率走廊和市场资金面形成大的影响，下调 MLF 属于随行就市。

但是对于 TMLF 和 MLF 的关系而言，除了我们曾指出的 TMLF 同时含有激励性和流动性管理两种功能，而 MLF 更多是流动性管理职能的差异外，我们认为本次 MLF 降价续作，而没有采取“TMLF+MLF”组合更多是技术性问题，属于操作层面安排。理由如下：虽然 TMLF 和 MLF 均被一级交易商所享受，但由于 TMLF 采取的是银行根据扶持小微民企情况，在每季度到期上报机制，银行对于是否能够享受 TMLF 的资金并无太大自主性，核心仍在央行控制。而 MLF 是定期询量机制，对银行来说，相对不能寄过多希望于 TMLF 来说，MLF 更容易把握控制（虽然也并非申请即获得）。在本月 5 日，有超过 4K 亿 MLF 到期的情况下，银行对于 MLF 需求较大。但在本次 MLF 降价后，是否再推动 TMLF 则存疑，3 季度 TMLF 操作空间变小。

◆预计 11 月 LPR 报价同步下调 5BP

预计 11 月 LPR 将同步下调 5BP，这会作为建立“MLF——LPR”联动机制以来的第一次实践。虽然目前 MLF 与 LPR 实际关联度不大，理论上纵使下调 MLF 也不会等幅度传导至 LPR，但我们依然认为 11 月 LPR 会等比例跟随下调。主要是由于：央行希望通过进一步疏通货币政策传导机制，来加大对于实体经济的扶持力度。会逐步引导 LPR 下行，尤其是推动 LPR 减点贷款操作来消除银行对于大型企业的超额利润，迫使商业银行加强自身风险定价能力建设，更多运用市场化力量来推动服务小微民营企业。从这点上来说，商业银行在有任何政策指引意义的操作下（主要是央行协助控制负债成本），都有义务加大对于实体经济的让利，尤其是在全行业营收和盈利维持较高增长的情况下。未来，我们对于 LPR“阶梯式”下降，总体判断不变。

◆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