

MLF 利率下调后，货币政策怎么走

——流动性周报第 28 期

行业周报

◆核心观点:

1. MLF 利率下调后，如何看待 OMO 利率、TMLF 操作及货币政策

一是央行下调 MLF 利率比较克制，货币政策定力较强，短期内连续释放宽松信号可能性偏低，但 OMO 是否跟随性下调 5BP 则处于两可之间，市场不太会因为 OMO 利率变化产生大的波动。后续仍要视资金面、通胀情况、全球货币政策等因素来考量。

二是央行对于 TMLF 的推出或将进一步后延，但在市场环境适宜时，仍有可能推出定向激励性工具。

三是未来货币政策将更多使用改革办法疏通货币政策传导渠道（如打破贷款利率隐性下限、消除银行向国企贷款的超额利润、加强对高成本结构性存款的规范化管理以及抑制非理性存款竞争等方式），LPR 下行将“走小步、不停步”，适时加强逆周期调节应对经济下行压力（如降准及降准置换 MLF），并在结构性调控方面下更大功夫，定向降准工具使用仍然可期，再贷款工具可能被赋予新的内涵，流动性再贷款、金融稳定再贷款等工具推出，有助于防范区域性金融风险。

2. 流动性合理充裕，1 年期存单价格进一步上行

本周机构平稳实现跨月后，市场流动性保持合理充裕。一是 MLF 到期减量降价续作。本周继续暂停 OMO 操作，但在 4035 亿 MLF 到期时，续作 4000 亿元 1 年期，并下调 MLF 利率 5bp。二是资金利率趋于回落。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 38bp、3bp 和 11bp 至 2.19%、2.47% 和 2.45%。三是存单发行量加大，1 年期存单价格进一步上行。本周存单发行总规模为 4004 亿元，发行期限以 3 个月和 1 年期为主。

3. 预计 10 月份及四季度新增贷款好于去年同期

受季节性因素影响，10 月信贷投放或将大幅缩量，预计新增人民币贷款将超过去年同期 6900 亿的水平，且四季度优于去年同期的 3 万亿。

一是新增信贷季节性下降，单月增量中性偏暖，10 月份增量占比好于今年以来季初月份的平均态势，这主要受益于制造业信贷的回暖，基建置换贷款增加，重大基础设施配套融资稳定。

二是结构上广义房地产信贷受控，同比数据对公料好于零售。今年下半年以来，央行口径房地产新增贷款占全部贷款比 33.7%，在对地产融资“稳中从紧”政策导向下，四季度可能仍会延续对于新增房地产贷款的比例控制，从而挤压其他对公贷款向好。

三是票据和非银信贷填充部分信贷规模，有效需求不足特征依然突出。在 10 月末时点，票据贴现价格出现下滑，票据开票承兑与贴现规模均出现上行，同时 R007 利率连降 4 个交易日，交易量也大幅攀升，反映出票据和非银贷款依然作为平衡信贷投放工具在使用。

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。

买入（维持）

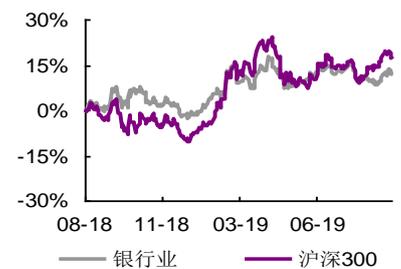
分析师

王一峰（执业证书编号：S0930519050002）
010-56513033
wangyf@ebcn.com

联系人

董文欣
010-56513030
dongwx@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

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
..... 2019-11-4
5 日 MLF 到期操作值得期待，三种操作模式如何权衡？——流动性周报第 26 期
..... 2019-10-28
10 月 LPR 保持不变，未来有望呈现“阶梯式”下行——流动性周报第 25 期
..... 2019-10-21

目录

1、 货币政策操作及流动性运行.....	3
1.1、 MLF 利率下调后，后续货币政策怎么看？	3
1.2、 流动性合理充裕，1 年期存单价格进一步上行	5
2、 预计 10 月份及四季度新增信贷好于去年同期.....	6
3、 风险提示	7

1、货币政策操作及流动性运行

1.1、MLF 利率下调后，后续货币政策怎么看？

11月5日，备受市场瞩目的4035亿MLF到期操作最终落地，央行当日开展MLF操作4000亿元，与到期量基本持平，期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点。

我们在上一期流动性周报《货币政策预期出现分化，且看11月5日MLF到期如何操作》中，我们针对5日MLF到期操作，列举了三种操作模式：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”，曾指出央行可能会使用模式二。随后，我们在《MLF降息5BP释放的重要信号》中，对于此次MLF利率下调释放的信号，从货币政策目标、外部市场环境、商业银行资金摆布策略等方面展开了分析，并预计：11月20日LPR会等幅度跟随下调，对LPR“阶梯式”下降的总体判断不变。在此次MLF利率下调落地后，市场仍有部分疑虑，归纳起来有三个方面：一是OMO利率是否跟随下调，二是四季度TMLF是否会推出，三是未来货币政策走势。我们在本期流动性周报中，重点分析这三个问题。

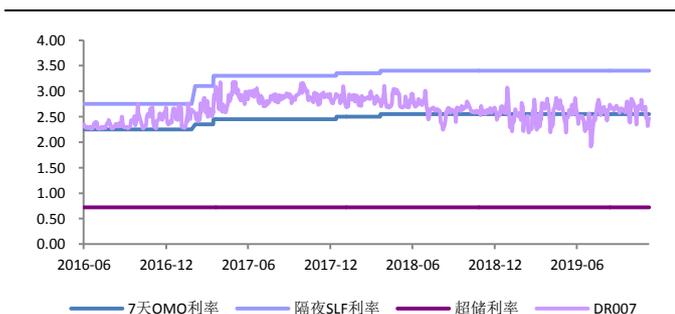
1.1.1、OMO利率是否会跟随下调

在MLF利率下调5bp后，市场开始关注OMO会不会跟进。从目前的情况来看，市场对OMO利率是否会下调仍存在一定的分歧。

部分机构认为，自2017年以来，OMO与MLF利率一共经历了4此调整（不含此次MLF利率下调），前三次调整的时间点、步长完全一致，第4次OMO利率于3月22日上调5bp，但当月无MLF到期，MLF利率延后至4月17日上调5bp。因此，央行在调整政策利率时，有意保持政策利率曲线形态稳定，不对收益率曲线做出扭曲操作，并预计后续OMO利率将大概率下调5bps。

图1：我国利率走廊体系

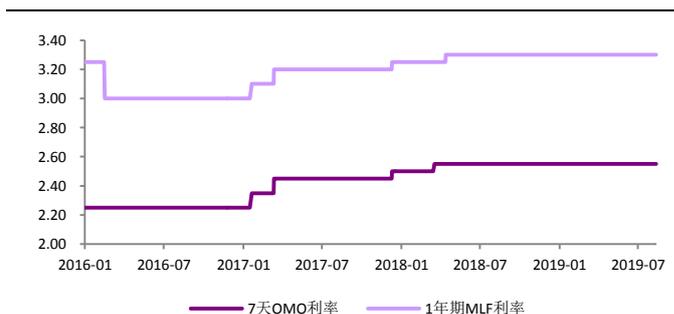
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：MLF利率与OMO利率的联动

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

另一部分机构认为，此次央行调整MLF利率，旨在强化MLF利率作为LPR利率的基准性，引导后续LPR报价和贷款实际利率下行。目前，市场流动性比较宽松，资金利率持续保持较低水平，并未脱离利率走廊体系，跟随调低OMO利率的必要性不大。若央行此次下调OMO利率，会进一步释放宽松信号，导致通胀预期加剧和资金利率进一步下行，这不仅会加大央行调控通胀的成本，而且也会助长金融机构加杠杆行为，加剧资产负债期限错配风险。

我们认为，本次央行下调MLF利率比较克制，货币政策定力较强，短

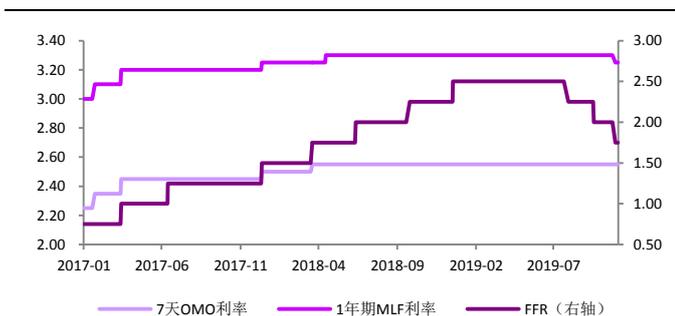
期内连续释放宽松信号可能性偏低，但 OMO 是否跟随性下调 5BP 则处于两可之间，市场不太会因为 OMO 利率变化产生大的波动。

回顾 2017 年以来央行 4 次调整政策利率的操作实践来看，一方面主要是为了应对美联储加息以及中美利差收窄造成人民币汇率贬值预期加大的影响，另一方面，当时我国金融市场正处于“紧货币、强监管”的环境，资金利率明显偏离政策利率滋生一级交易商套利行为。因此，央行顺势调整政策利率也理所当然。但当前情况有所不同：（1）在新 LPR 改革推出后，市场普遍预期 MLF 利率会及时下调，以引导 LPR 报价下行，但央行更多采取压缩点差方式来达到这一目标；（2）面临美联储的连续降息，央行并未盲目采取跟随策略，直到美联储降息 75bp 后，才象征性下调 MLF 利率 5bp。由此可见，当前我国货币政策保持了较强定力，特别是在价格型工具的使用上显得较为审慎，在近期通胀压力不断加大的背景下（10 月 CPI 进一步攀升至 3.8%，猪肉价格上行形成的外溢效应和市场预期的变化已引起央行高度关注），下调 MLF 利率 5bp 已实属难得。

从利率走廊形态来看，自 2018 年 6 月以来，我国利率走廊运行稳定，DR007 并未突破隔夜 SLF 利率（上限）和超额存款准备金利率（下限），并且总体围绕着 7 天 OMO 利率中枢上下波动。尽管当前资金面较为平稳，但 DR007 并未形成趋势性下行，从利率走廊形态来看，进一步下移利率走廊的必要性不大。

图 3：中美基准利率变化

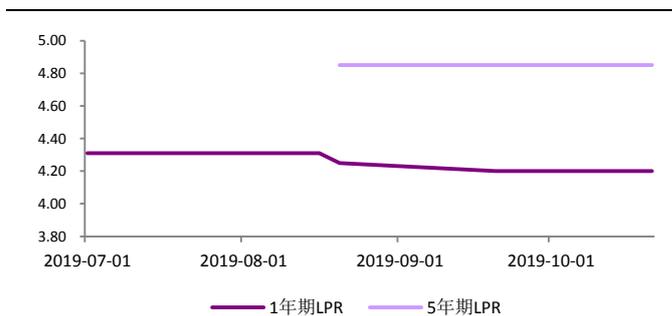
单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：LPR 报价利率

单位：%



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.1.2、四季度 TMLF 是否会推出

对于 TMLF 这一工具的操作时点，央行在相关政策文件里已明确表示：“人民银行按季开展定向中期借贷便利操作”，而前三季度 TMLF 操作均为季初月份的最后一周，市场也基本形成了这一预期，在该时点来临之际梳理自身普惠口径下小微和民企贷款的增量，并向央行提交申请。三季度 TMLF 至今未开展，我们认为大致有以下几点原因：

一是在节约成本和维稳流动性方面，商业银行选择后者。一般而言，MLF 申请与 TMLF 申请程序有所不同，MLF 是央行寻量，TMLF 是机构主动申报，但决策权由央行确定。如果过度寄希望于 TMLF 而不去申请 MLF（或大幅缩量申请 MLF），可能面临 MLF 与 TMLF 同时无法得到的后果，这将导致自身面临较大的资金缺口。因此，在节约成本与流动性之间，商业银行往往会选择后者。

二是通过 TMLF 促进下调 LPR 的直接性不如 MLF。一般而言，在 4035 亿元 MLF 到期中，平摊到各家机构的规模基本保持在 100-500 亿元，即便是

完全用 TMLF 代替 MLF 进行续作，节约的成本仅为数百万元，这对于一个一级交易上而言可以说是微乎其微。也就是说，尽管 TMLF 更便宜，但仅依靠 TMLF 操作不足以起到引导 LPR 下行的效果。与之不同的是，下调 MLF 利率 5bp，尽管从成本的角度看，对改善商业银行负债成本极为有限，但 MLF 利率作为 LPR 定价的基准利率，下调 5bp 释放的信号意义更强，可以起到促使商业银行下调 LPR 的效果。

基于此，在 MLF 利率下调后，央行对于 TMLF 的推出或将进一步后延，但我们倾向性认为，TMLF 工具推出的核心目的在于引导金融机构加大对小微和民企的信贷支持，央行不会轻易放弃这一激励性政策目标，在市场环境适宜时，仍有可能推出 TMLF 工具。

1.1.3、未来货币政策走势研判

当前，我国信用体系收缩压力并未消除，有效需求仍是实体经济面临的主要矛盾，新旧动能转换过程当中产业调整仍在继续，产能过剩问题尚未得到有效解决，加之中央已明确不将房地产作为短期刺激经济的手段，实体经济融资需求和意愿并不高，金融机构风险偏好依然较低。在此情况下，“稳增长和稳就业”仍是货币政策面临的首要目标，但高企的通胀及外溢效应形成的预期，一定程度上制约了货币政策的宽松空间。基于此，我们认为：

一是用改革办法疏通货币政策传导渠道，引导 LPR 进一步下行。央行及监管部门将更多通过改革办法疏通货币政策传导渠道，如打破贷款利率隐性下限、消除银行向国企贷款的超额利润、加强对高成本结构性存款的规范化管理以及抑制非理性存款竞争等方式，压缩 MLF 与 LPR、LPR 与贷款实际利率之间的点差，鼓励商业银行信贷投放更多运用 LPR 定价，并引导信贷资金流入小微和民营企业。

二是适时加强逆周期调节应对经济下行压力。央行货币政策总体仍维持松紧适度，确保货币和社融增速与国内生产总值的名义增速基本匹配，在应对经济下行压力方面，央行仍会适时加大逆周期调节力度，通过降准（置换 MLF）等方式维稳经济基本面，继续利用“OMO+MLF”工具组合实现保持市场流动性水位的平稳，稳定市场预期。

三在结构性调控方面下更大功夫，恢复金融机构信心。在适时加大逆周期调节的同时，央行也将在结构性调控方面下更大的功夫，继续针对中小银行实施较低的法定存款准备金率，有针对性的完善再贴现、SLF、存款准备金及流动性再贷款，利率、期限、操作对象等方面创新流动性投放工具，扩宽央行资金覆盖面，恢复金融机构信心，稳定通胀预期。未来，定向降准工具有使用仍然可期，再贷款工具可能被赋予新的内涵，流动性再贷款、金融稳定再贷款等工具推出，有助于防范区域性金融风险。

1.2、流动性合理充裕，1 年期存单价格进一步上行

本周机构平稳实现跨月后，市场流动性保持合理充裕，5 日央行下调 MLF 利率释放维稳信号，资金利率进一步回落。

一是 MLF 到期减量降价续作。本周继续暂停 OMO 操作，但在 4035 亿 MLF 到期时，续作 4000 亿元 1 年期，并下调 MLF 利率 5bp。

二是资金利率趋于回落。Shibor1D、7D、14D 较上周分别下行 40bp、5bp 和 20bp 至 1.9%、2.57% 和 2.43%。隔夜、7 天和 14 天 D-Repo 较上周分别下行 38bp、3bp 和 -11bp 至 2.19%、2.47% 和 2.45%。

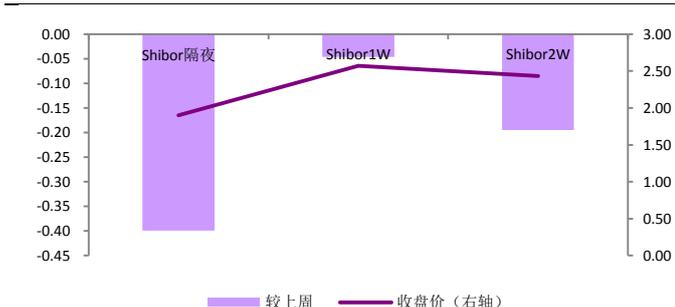
三是存单发行量加大，1 年期存单价格进一步上行。本周存单发行总规模为 4004 亿元，净发行 2166 亿元，发行期限以 3 个月和 1 年期为主，发行规模分别为 1200 亿元和 1582 亿元。价格方面，本周国股存单 1 个月、3 个月、6 个月、9 个月和 1 年期存单较上周分别上行 -23bp、5bp、-14bp、8bp 和 9bp 至 2.70%、3.10%、3.09%、3.08% 和 3.20%。

图 5: Shibor 价格运行

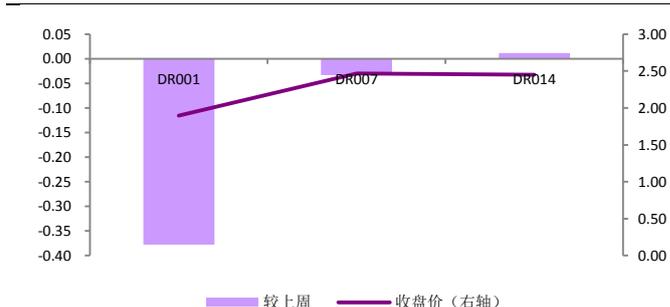
单位: %

图 6: D-repo 价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所



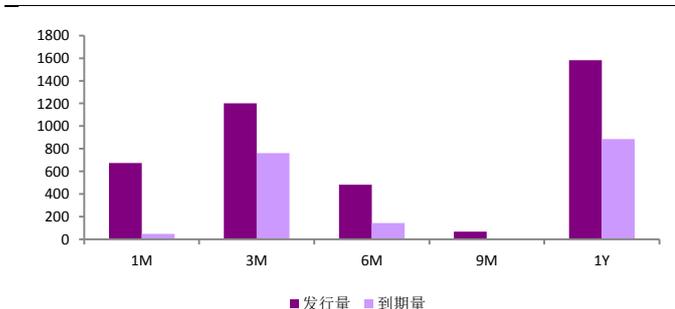
资料来源: Wind, 光大证券研究所

图 7: 存单发行情况

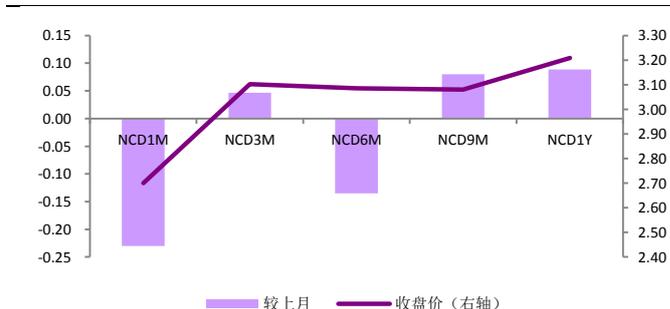
单位: 亿元

图 8: 存单价格运行

单位: %



资料来源: Wind, 光大证券研究所



资料来源: Wind, 光大证券研究所

2、预计 10 月份及四季度新增信贷好于去年同期

我们认为，受国庆小长假以及 9 月份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，预计 10 月份新增人民币贷款好于去年同期 6900 亿的水平，且四季度优于去年同期的 3 万亿水平。

一是新增信贷季节性下降，单月增量中性偏暖。从历史数据观测，虽然 10 月份信贷环比可能出现明显的季节性下滑，但未必能够得出信用投放不佳的结论。一方面，观察过去两年同期，在 9 月份信贷高增长后，10 月份信贷增量均会季节性出现大幅下滑。今年 9 月份单月人民币信贷增量高达 1.69 万亿，较往年明显冲高，高基数对 10 月信贷增长形成压制，10 月份新增贷款能够好于去年同期并不容易。另一方面，数据显示，相比今年 4 月和 7 月份的对公信贷增长而言，10 月份增量占比好于今年以来的平均态势，这主要受益于制造业信贷的回暖，基建置换贷款增加，重大基础设施配套融资稳定。

二是结构上广义房地产信贷受控，同比数据对公料好于零售。观测去年

10 月份信贷结构，居民中长期贷款增量占比为 54%，但今年下半年以来，广义口径的房地产信贷融资受到控制，央行口径房地产新增贷款占全部贷款比 33.7%，在对地产融资“稳中从紧”政策导向下，四季度可能仍会延续对于新增房地产贷款的比例控制。另一方面，10 月份作为按揭跟踪 LPR 改革的首月，政策也有一定磨合期，部分按揭也有所前置。未来在政策驱动引导下，金融领域信贷资源逐步向制造业和基建领域倾斜，以促进固定资产投资增速企稳，形成良好的投融资循环，四季度对制造业融资继续走好确定性较强。

三是票据和非银信贷填充部分信贷规模，有效需求不足特征依然突出。10 月份，银行体系流动性相对充裕，全月存款类机构质押回购平均利率 2.65%，较 9 月均值略高 2BP；银行间质押式回购加权利率为 2.8%，较 9 月均值高 8BP。在 10 月月末时点，票据贴现价格出现下滑，票据开票承兑与贴现规模均出现上行，反映出票据依然作为平衡信贷投放工具在使用。对非银贷款方面，今年 4、7 月份均出现了银行体系资金融出给非银明显增长的特点，10 月份月末 R007 利率连降 4 个交易日，交易量也大幅攀升。特别是在 11 月初看，短期资金宽松特征十分明显。11 月 5 日，央行在市场资金十分宽松的形势下降低 MLF5BP，旨在驱动使用结构性调控手段驱动银行向实体经济让利，增强资金市场和信贷市场的连通性。这也从侧面反映出，部分资金淤积于短期资金市场，低风险偏好下金融机构有意用票据和非银信贷填充贷款规模。

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，但这并不改变我们对四季度信贷投放的偏乐观预期。

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将与，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