

同样的药方，不一样的味道

——央行 4 月 24 日操作 TMLF 点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（联系人）证书编号：S0280519040001

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

● 央行定向操作会迟到，但不会缺席

近期货币政策边际上发生了微调，资金面略紧。央行定向操作会迟到，但不会缺席。央行先是深夜辟谣定向降准，第二天紧接着开展 2674 亿的 TMLF 操作。一是货币政策向防风险倾斜，一季度经济开局的确平稳，但也要注意一季度宏观杠杆率再度抬头，近期政治局会议再提结构性去杠杆，此外还要考虑下半年猪肉价格大涨引发的结构性通胀，因此流动性不会像之前那样过于充裕。二是经济企稳的根基不够牢固，并且目前这种企稳主要还是依靠地产和基建而非民营企业。因此，使用 TMLF 这种定向宽松的货币政策工具，既可以为民营企业注入中长期、低成本流动性，又可以尽可能精准滴灌，引导资金进入实体经济重点领域和薄弱环节，而非再进入房地产和基建增加债务风险。三是 4 月流动性缺口较大，TMLF 有利于平抑资金面波动。

● TMLF 为何优于定向降准

其一，降准置换 MLF 实际上是央行在“缩表”，在 2018 年经济下行压力比较大的时候比较常见，2019 年经济开局平稳，政治局会议没有再提“六稳”目标，但新增了“保稳定”，此时如果再降准置换 MLF 使资产负债表收缩，不利于传递“保稳定”的信号。其二，不利于防风险，相对于 TMLF，降准的宽松信号过于强烈，全面降准也好，定向降准也好，货币政策只是总量工具，无法控制最终资金流向，若资金流入房地产或者在金融体系里空转，会增加债务风险、催生资产泡沫。其三，易纲行长在两会记者会上表示下调存款准备金率还有一定空间，但比起前几年空间小很多，这可能意味着，经过 2018 年以来的多次降准后，央行会对降准时机更加慎重。

● TMLF 操作对实体经济的影响

TMLF 操作对实体经济的影响：一是有助于降低中小微企业的融资成本。二是有助于推动宽信用效果，逐步实现实体经济企稳。三是有利于中小微和民营企业发展。TMLF 的规模是观测本轮宽信用的标尺之一，如果未来观测到 TMLF 的投放规模和频率明显提升，则意味着银行风险偏好出现较大上升，民营企业宽信用效果逐渐体现，实体经济得到本质上的支持。宽信用仅仅依靠 TMLF 还不够，再贷款、再贴现以及中小银行实行较低存款准备金率的政策框架等结构性政策有望出台。

● TMLF 操作对股市和债市的影响

对债市影响：进入四月份以来，我国货币政策出现了微调，通过结构性货币政策工具甚至利率并轨在价上的调整将成为未来货币政策的重点，因此这时候讨论宽松货币政策退出还为时尚早，未来货币政策在“灵活审慎”的前提下，维持“稳中偏松”的总基调不会改变，在保持总量平衡的同时“降价”措施成为影响市场走势的关键，货币政策的“边际变化”短期对债市影响较大，尤其是流动性在短期出现边际收紧时，将会增加对债市的扰动，短期债市维持震荡行情。

对股市影响：央行通过 TMLF 释放的流动性短期有助于提高资本市场预期，继续提振股市市场情绪，释放的中长期资金可以直接降低上市银行负债端成本，直接利好金融股，有助于金融板块行情修复；长期来看，随着宽货币向宽信用传导，有助于提高上市公司盈利能力，推动市场逐步走强。

● 风险提示：政策落实不及预期

相关报告

宏观报告：松基建，紧地产；扩财政，强内需；促开放，推改革——中央政治局会议点评

2018-7-31

宏观报告：政策已现微调——兼论当前经济与市场形势

2018-7-4

宏观报告：政策微调下的流动性边际改善

2018-5-31

宏观报告：计划赶不上变化快——当前宏观经济形势分析

2018-5-3

宏观报告：流动性边际改善，风险偏好趋回升——2018 年中国经济金融展望

2018-3-19

目 录

1、 央行定向操作会迟到，但不会缺席	3
2、 TMLF 为何优于定向降准	4
3、 TMLF 操作对实体经济的影响	4
4、 TMLF 操作对股市和债市的影响	5

图表目录

图 1: 货币市场利率中枢和波动率抬升 (%)	3
图 2: 4 月财政存款环比增量往往较高 (亿元)	4

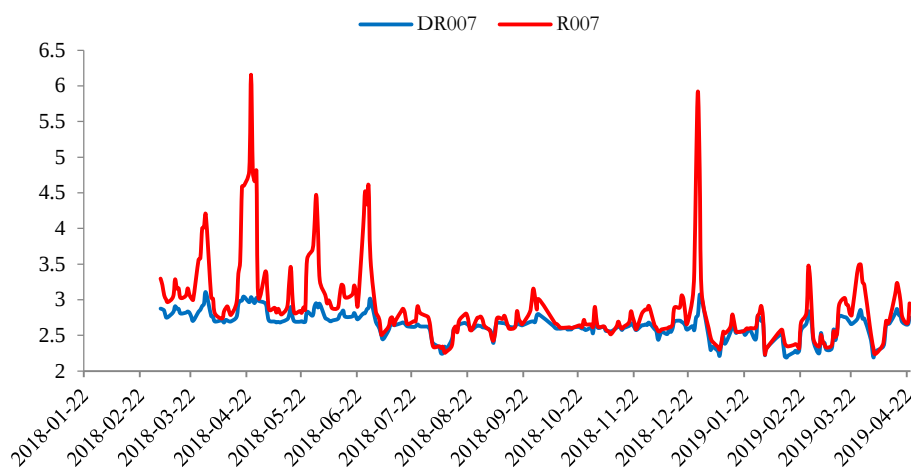
事件：2019年4月24日，中国人民银行开展了2019年二季度定向中期借贷便利（TMLF）操作。操作对象为符合相关条件并提出申请的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行。操作金额根据有关金融机构2019年一季度小微企业和民营企业贷款增量并结合其需求确定为2674亿元。操作期限为一年，到期可根据金融机构需求续做两次，实际使用期限可达到三年。操作利率为3.15%，比中期借贷便利（MLF）利率优惠15个基点。

1、央行定向操作会迟到，但不会缺席

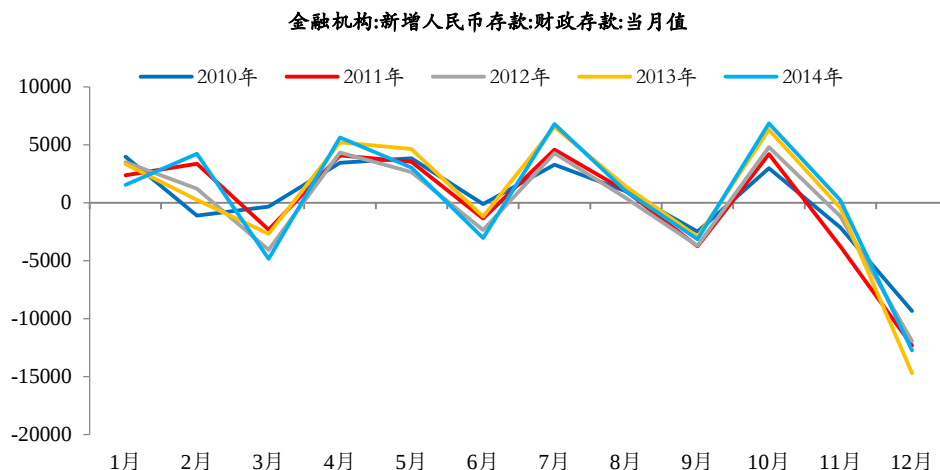
近期货币政策边际上发生了微调，资金面略紧。第一，央行2019年第一季度例会重提“总闸门”、“防风险”，从2018年四季度央行例会的“加大逆周期调节力度”调整为“保持战略定力，坚持逆周期调节”。第二，3月20日-4月15日期间，央行连续18个交易日暂停逆回购，针对4月17日到期的3665亿元MLF，央行没有降准置换MLF，也没有使用TMLF，而是使用“1600亿元逆回购+2000亿元MLF”予以对冲，这种缩长放短的操作表明央行投放流动性已经相对谨慎，货币市场利率中枢与波动率均有抬升。

央行定向操作会迟到，但不会缺席。央行先是深夜辟谣定向降准，第二天紧接着开展2674亿的TMLF操作。一是货币政策向防风险倾斜，一季度经济开局的确平稳，但也要注意一季度宏观杠杆率再度抬头，近期政治局会议再提结构性去杠杆，此外还要考虑下半年猪肉价格大涨引发的结构性通胀，因此流动性不会像之前那样过于充裕。二是经济企稳的根基不够牢固，并且目前这种企稳主要还是依靠地产和基建而非民营企业。因此，使用TMLF这种定向宽松的货币政策工具，既可以为企业注入中长期、低成本流动性，又可以尽可能精准滴灌，引导资金进入实体经济重点领域和薄弱环节，而非再进入房地产和基建增加债务风险。三是4月流动性缺口较大，虽然上周央行通过“OMO+MLF”对冲了到期的MLF，但缴税对银行体系流动性的影响仍在，通过TMLF有利于平抑资金面波动。

图1：货币市场利率中枢和波动率抬升（%）



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2：4月财政存款环比增量往往较高（亿元）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、TMLF 为何优于定向降准

TMLF 为何优于定向降准：其一，降准置换 MLF 实际上是央行在“缩表”，在 2018 年经济下行压力比较大的时候比较常见，2019 年经济开局平稳，政治局会议没有再提“六稳”目标，但新增了“保稳定”，此时如果再降准置换 MLF 使资产负债表收缩，不利于传递“保稳定”的信号。其二，不利于防风险，相对于 TMLF，降准的宽松信号过于强烈，全面降准也好，定向降准也好，货币政策只是总量工具，无法控制最终资金流向，若资金流入房地产或者在金融体系里空转，会增加债务风险、催生资产泡沫。其三，易纲行长在两会记者会上表示下调存款准备金率还有一定空间，但比起前几年空间小很多，这可能意味着，经过 2018 年以来的多次降准后，央行会对降准时机更加慎重。

3、TMLF 操作对实体经济的影响

TMLF 操作对实体经济的影响。一是有助于降低中小微企业的融资成本。央行 TMLF+OMO 操作用于置换到期的中期借贷便利（MLF），央行通过 TMLF 操作比 MLF 续作降低了 15 个 BP，操作期限最长可达三年，这样通过释放中长期资金可直接降低相关银行付息成本，通过商业银行传导有助于降低金融机构负债端成本，从而传导至实体经济，降低中小微企业的融资成本。二是有助于推动宽信用效果，逐步实现实体经济企稳。由于 4 月 25 日是存款准备金率上缴期，通过 TMLF 续作，有助于缓解缴存等因素对商业银行投放信贷对银行体系带来基础货币流出压力，提高宽货币向宽信用的传导，有利于经济提前企稳，实现金融更好的服务实体经济发展。三是有利于中小微和民营企业发展。此次央行 TMLF 并非大水漫灌，主要是增加对中小微企业、民营企业等实体经济贷款资金来源投入力度比较大的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，所释放的资金有助于缓解小微企业和民营企业的融资难问题，从而提高资金服务实体经济的效率。

TMLF 的规模是观测本轮宽信用的标尺之一。创设 TMLF 的本意是疏通货币政策传导机制，缓解小微、民营企业融资难融资贵的问题，对于小微、民营企业贷款风控能力较强且有这方面贷款投放意愿的银行而言，TMLF 可以降低银行负债成

本，相当于一种奖励；但对于其他银行而言，一旦发生坏账，银行得到的风险补偿只有 15BP，显然得不偿失，因此，如果未来观测到 TMLF 的投放规模和频率明显提升，则意味着银行风险偏好出现较大上升，民营企业宽信用效果逐渐体现，实体经济得到本质上的支持。

仅仅 TMLF 可能还不够，再贷款、再贴现以及中小银行实行较低存款准备金率的政策框架有望出台。相对于 MLF，TMLF 的成本更低，但申请条件也更加严格，从社融结构可以看出，社融增速的提升依赖于短期贷款、票据、非标和地方专项债，因此短期内银行可能不会大规模申请 TMLF。宽信用仅仅依靠 TMLF 还不够，国常会提出“扩大再贷款、再贴现等工具规模，抓紧建立对中小银行实行较低存款准备金率的政策框架”，在逆周期政策暂时微调的情况下，这类结构性政策有利于实现“既要...，又要...”的政策目标。

4、TMLF 操作对股市和债市的影响

对债市影响：进入四月份以来，我国货币政策出现了微调，尤其是央行一季度例会重提“把好货币总供给闸门”，国常会和中央政治局会议“货币政策要松紧适度”。这也就意味着未来货币政策总量投放已经告一段落，通过结构性货币政策工具甚至利率并轨在价上的调整将成为未来货币政策的重点，因此这时候讨论宽松货币政策退出还为时尚早，未来货币政策在“灵活审慎”的前提条件下，维持“稳中偏松”的总基调不会改变，在保持总量平衡的同时“降价”措施成为影响市场走势的关键，货币政策的“边际变化”短期对债市影响较大，尤其是流动性在短期出现边际收紧时，将会增加对债市的扰动，短期债市维持震荡行情。

对股市影响：央行通过 TMLF 变相降息释放的流动性短期有助于提高资本市场预期，继续提振股市市场情绪，释放的中长期资金可以直接降低上市银行负债端成本，直接利好金融股，有助于金融板块行情修复；长期来看，随着宽货币向宽信用传导，有助于提高上市公司盈利能力，推动市场逐步走强。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_12942

