

# 降成本目标未变，央行货币政策空间打开

## ——MLF利率下调点评

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

刘娟秀（分析师）

郑嘉伟（分析师）

证书编号：S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

证书编号 S0280519040001

2019年11月5日，央行开展4000亿元1年期MLF（中期借贷便利）操作，中标利率为3.25%。较上期下降5BP，当期MLF到期规模为4035亿元，未开展逆回购操作。

● **MLF降息平稳资金面，降低资金成本。** 降息置换到期MLF，有助于平稳资金面。从资金缺口角度来看，本周有4035亿元MLF到期，央行通过MLF降息续作的模式对冲到期的MLF，一方面实现了流动性平稳过渡，另一方面体现了央行“降成本”的货币政策目标。同低成本的MLF置换高成本的MLF，有助于降低商业银行负债端成本，从而降低中小微企业的融资成本。

● **引导LPR下行，央行货币政策空间打开。** MLF降息操作有助于引导LPR报价利率下行。目前货币政策面临两难：一方面是经济下行压力依然存在，另一方面也要注意三季度宏观杠杆率再度抬头。尽管近期中央工作会议不再提去杠杆，但是2019年下半年猪肉价格大涨引发的结构性通胀依然是货币政策的掣肘，货币政策一方面要防风险，另一方面还需加大逆周期操作稳增长，这样流动性不会像之前那样过于充裕。虽然10月央行通过“OMO+MLF”对冲了到期的缴税和MLF，但商业银行息差被压缩，LPR报价并未下行。自LPR改革以来分别下调了两次，分别为6BP和5BP，10月份商业银行负债端成本较高，LPR报价保持不变，影响了央行降低实体经济融资成本的目标。MLF操作利率成为影响LPR报价的关键，当前利率市场化后LPR=MLF+BP构成，央行MLF降息操作，其中将MLF操作利率降低5BP，将有助于降低11月20日LPR报价的下行。

● **为何是MLF而不是TMLF？** TMLF存量规模较小，目前只有8226亿元，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；而MLF存量规模达到33670亿元，MLF的操作对象更广泛，更具有普适性，主要目的是补充基础货币，而且MLF操作利率不仅影响LPR报价，也影响收益率曲线结构，通过调整MLF不仅可以降低LPR报价，也可以通过货币传导机制降低国债收益率的长端利率。因此，MLF操作的指示意义更为明确。

● **MLF降息对股市和债市的影响。** **对债市影响：**进入10月以来，债市的扰动因素增加，一方面来自基本面中美贸易谈判的缓和，同时猪肉价格上涨产生的连锁反应带动CPI增速破3%，结构性通胀压力不容小觑，此外流动性层面，10月恰缴税高峰期等，TMLF落空，债市情绪过于悲观，出现了持续调整，以至于10年期国债收益率一度上破3.3%关口。11月随着央行MLF降息，国债收益率将会逐步回归中枢水平。**对股市影响：**央行通过MLF降息操作，变相降低银行负债端成本，释放的流动性短期有助于提高资本市场预期，继续提振11月份股市市场情绪，释放的中长期资金可以直接降低上市银行负债端成本，利好金融股，有助于金融板块行情走强；长期来看，MLF降息操作，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：政策转向；外部环境恶化**

### 相关报告

下半年货币政策更加注重“适时适度”——宏观专题

2019-07-01

下半年积极财政仍将继续发力——宏观专题

2019-06-25

同业业务、流动性分层与央行风险管理——宏观专题

2019-06-18

信贷平稳，低基数助推社融增速回升——2019年5月份金融数据点评

2019-06-12

专项债助力托基建、宽信用、稳增长——宏观观点评

2019-06-11

未来货币政策留有充足空间——宏观专题

2019-06-10

黑天鹅事件频发下存在哪些风险点——宏观周度观察

2019-06-03

金融经济周期视角下行业轮动投资机会分析——宽信用系列专题研究之五

2019-05-19

利率并轨——临门一脚有多难？——宽信用系列专题研究之四

2019-04-24

宽信用仍在路上，通胀或难掣肘——2月份金融数据点评

2019-03-10

金融供给侧结构性改革助力宽信用格局——宽信用系列专题研究之三

2019-03-03

央行创设CBS并非中国版QE——宽信用系列专题研究之二

2019-01-27

穿越黎明前的黑暗：2019年宽信用路在何方？——宽信用系列专题研究之一

2019-01-25

这次有何不一样？——两次债牛比较分析——宏观专题报告

2019-01-16

## 目 录

1、 MLF 降息平稳资金面，降低资金成本.....	3
2、 引导 LPR 下行，央行货币政策空间打开 .....	3
3、 为何是 MLF 而不是 TMLF? .....	3
4、 MLF 降息对实体经济的影响 .....	4
5、 MLF 降息对股市和债市的影响 .....	4

**事件：**2019年11月5日，央行开展4000亿元1年期MLF（中期借贷便利）操作，中标利率为3.25%。较上期下降5BP，当期MLF到期规模为4035亿元，未开展逆回购操作。

## 1、MLF 降息平稳资金面，降低资金成本

**降息“置换”到期MLF，有助于平稳资金面。**从资金缺口角度来看，本周共有4035亿元MLF到期，央行通过MLF降息续作的模式对冲到期的MLF，实现了流动性平稳过渡。由于此次MLF操作利率较上期下降5BP，这是自2018年4月以来MLF操作利率的首次下调，因此MLF降息操作有助于引导LPR报价利率下行，同时央行已经明确将会加大逆周期调节力度，因此开展MLF操作，表明了央行逆周期操作的积极性。

**MLF操作落地，体现了央行“降成本”的货币政策目标。**用低成本的MLF置换高成本的MLF，有助于降低商业银行负债端成本，从而降低中小微企业的融资成本。通过MLF降息操作可直接降低商业银行付息成本，通过商业银行传导有助于降低整个金融机构负债端成本，从而降低LPR报价，最终传导至实体经济，降低中小微企业融资成本。

## 2、引导LPR下行，央行货币政策空间打开

**MLF降息操作有助于引导LPR报价利率下行。**目前货币政策面临两难：一方面是经济下行压力依然存在，另一方面也要注意三季度宏观杠杆率再度抬头。尽管近期中央工作会议不再提去杠杆，但是2019年下半年猪肉价格大涨引发的结构性通胀依然是货币政策的掣肘，货币政策一方面要防风险，另一方面还需加大逆周期操作稳增长，这样流动性不会像之前那样过于充裕。虽然10月央行通过

“OMO+MLF”对冲了缴税和到期的MLF，但商业银行息差被压缩，LPR报价并未下行。自LPR改革以来分别下调了两次，分别为6BP和5BP，10月份商业银行负债端成本较高，LPR报价保持不变，影响了央行降低实体经济融资成本的目标。MLF操作利率成为影响LPR报价的关键，当前利率市场化后 $LPR=MLF+BP$ 构成，央行MLF降息操作，其中将MLF操作利率降低5BP，将有助于降低11月20日LPR报价。

## 3、为何是MLF而不是TMLF？

**MLF操作的指示意义更为明确。**此前央行每季度初均会操作TMLF，前三次TMLF操作的时间窗口均是首季度的第四周，但是TMLF操作重在对冲到期的逆回购和MLF，将短期资金置换为长期资金，有助于在中期流动性投放层面维持流动性投放的平衡。此次虽然存在10月缴税影响了资金价格，但是整体而言四季度流动性较为平稳；此外TMLF存量规模较小，目前只有8226亿元，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；而MLF存量规模达到33670亿元，MLF的操作对象更广泛，更具有普适性，主要目的是补充基础货币，而且MLF操作利率不仅影响LPR报价，也影响收益率曲线结构，通过调整MLF不仅可以降低LPR报价，也可以通过货币传导机制降低国债收益率的长端利率。因此，从影响范围、规模以及对长端利率的影响力，TMLF需要再贷款、再贴现等多措并举的政策组合拳配合，MLF操作的指示意义更为明确，降低了市场对央行货币政策意图的争论。

**MLF还有操作空间。**目前我国的主要矛盾是引导商业银行将流动性投放至民

营、小微企业等实体经济重点领域和薄弱环节与商业银行不良率反弹之间冲突，因此政策的关键是给予商业银行足够的风险补偿，通过 MLF 降息有助于精准降低商业银行负债端成本，改善商业银行资产负债结构，因此，MLF 未来依然还有进一步操作空间。

#### 4、MLF 降息对实体经济的影响

**MLF 降息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。央行调低 MLF 操作利率用于置换到期的中期借贷便利，一方面公开市场操作利率降低了 5BP，将显著降低商业银行负债成本；另一方面释放中长期资金可通过商业银行传导至金融市场，有助于降低非银机构等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。

二是应对经济下行压力。目前经济企稳根基并不够牢固，投资依然过渡依靠地产。因此，央行使用 MLF 降息操作，提高宽货币向宽信用的传导，有利于推动经济企稳，实现金融更好的服务实体经济发展。

三是打开 LPR 调降空间。目前利率市场化后我国采取  $LPR=MLF+BP$  构成，MLF 操作利率成为影响 LPR 报价的关键，MLF 操作利率自 2018 年 4 月以来一直处于暂停状态，央行通过 MLF 降息将会进一步打开商业银行 LPR 报价下行空间，未来随着 MLF 降息操作，LPR 还有较大降息空间，这样有助于缓解小微、民营企业融资难融资贵的问题。

#### 5、MLF 降息对股市和债市的影响

**对债市影响：**进入 10 月以来，债市的扰动因素增加，一方面来自基本面中美贸易谈判的缓和，同时猪肉价格上涨产生的连锁反应带动 CPI 增速破 3%，结构性通胀压力不容小觑，此外流动性层面，10 月恰缴税高峰期等，TMLF 落空，债市情绪过于悲观，出现了持续调整，以至于 10 年期国债收益率一度上破 3.3% 关口。11 月随着央行 MLF 降息，国债收益率将会逐步回归中枢水平。

**对股市影响：**央行通过 MLF 降息操作，变相降低银行负债端成本，释放的流动性短期有助于提高资本市场预期，继续提振 11 月份股市市场情绪，释放的中长期资金可以直接降低上市银行负债端成本，利好金融股，有助于金融板块行情走强；长期来看，MLF 降息操作，有助于提高上市公司盈利能力，推动市场逐步走强。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行人或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**潘向东，首席经济学家**，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社2016年8月出版。

**刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师**，英国格拉斯哥大学经济学博士，9年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

**郑嘉伟，宏观分析师**，经济学博士，具有多年金融监管及相关研究工作经验，在《中国金融》等期刊发表多篇研究成果，曾就职于中国银保监会派出机构、国信证券，从事宏观固收研究。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

**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\\_9218](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9218)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>