

TMLF 操作依然可期，央行定向操作会迟到但不会缺席

宏观专题

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

郑嘉伟（分析师）

zhengjiawei@xsdzq.cn

证书编号：S0280519040001

2019 年前三季度央行均按照季开展了 TMLF 操作，其中，1 月、4 月和 7 月，央行开展的三次定向中期借贷便利操作，金额分别为 2575 亿元、2674 亿元和 2977 亿元，利率均为 3.15%。2019 年四季度以来央行还未操作 TMLF，市场预期落空，叠加结构性通胀、缴税等因素影响，10 年期国债突破 3.3%。

● **TMLF 优于 MLF 等其他公开市场操作。**其一，TMLF 置换到期的 MLF，有助于降低商业银行资金成本。第二，TMLF 操作重在平滑短期资金缺口。第三，采用 TMLF 操作，放弃降准和续作 MLF，说明央行货币政策的整体思路是锁长放短，保持总量均衡，避免流动性过渡泛滥，造成市场重新加杠杆的冲动。TMLF 还有操作空间。

● **TMLF 操作会迟到，但不会缺席。**从本周流动性缺口来看，将有 4035 亿元 MLF 到期，预计央行将会通过 TMLF+MLF 续作模式对冲到期的 MLF，因此 TMLF 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 TMLF 操作，表明了央行逆周期操作的积极性。一是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。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；二是经济企稳的根基不够牢固，目前依然过渡依靠地产投资。因此，央行使用 TMLF 这种定向宽松的货币政策工具，既可以为民营和中小微企业注入中长期、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，而非再进入房地产领域增加债务风险。三是本周流动性缺口较大。虽然 10 月央行通过“OMO+MLF”对冲了到期的缴税，但 11 月 MLF 集中到期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。

● **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 操作用于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。二是有助于推动实体经济企稳。三是有利于中小微和民营企业发展。央行 TMLF 操作并非大水漫灌，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支持，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。四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。

● **TMLF 操作对股市和债市的影响。**对债市影响：进入 10 月份以来，债市的扰动因素增加。11 月随着财政支出力度加大，叠加央行将会择机操作 TMLF，国债收益率将会逐步回归中枢水平。对股市影响：央行通过 TMLF 操作，释放的流动性短期有助于提高资本市场预期，继续提振市场情绪，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、 TMLF 优于 MLF 等其他公开市场操作	3
2、 TMLF 操作会迟到，但不会缺席	3
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	4
5、 大类资产观察（2019.10.28-2019.11.03）	4
5.1、 股票市场	4
5.2、 债券市场	5
5.3、 外汇市场	6
5.4、 房地产市场	6
5.5、 大宗商品市场	7

图表目录

图 1: 发达经济体主要资本市场表现	5
图 2: 新兴经济体主要资本市场表现	5
图 3: 中债国债到期收益率曲线	5
图 4: 美国国债到期收益率曲线	5
图 5: 美元指数与人民币汇率	6
图 6: 日元、欧元、英镑兑美元汇率	6
图 7: 30 大中城市商品房成交套数和成交面积	7
图 8: 一二三线城市商品房成交分化	7
图 9: 原油期货价格指数	7
图 10: 黄金价格指数	7
图 11: 南华商品涨跌幅度	7
图 12: 南华农产品涨跌幅度	7
图 13: 南华能化涨跌幅度	8
图 14: 南华工业涨跌幅度	8
图 15: 南华金属涨跌幅度	8
图 16: 南华贵金属涨跌幅度	8

事件：2019 年前三季度央行均按照季开展了 TMLF 操作，其中，1 月、4 月和 7 月，央行开展的三次定向中期借贷便利操作，金额分别为 2575 亿元、2674 亿元和 2977 亿元，期限均为 1 年，利率均为 3.15%，到期后可根据金融机构需求续做两次。由于 TMLF 具有长期限、低成本优势，可以通过市场化方式激励银行增加民营、小微企业信贷投放，降低民营、小微企业融资成本，有利于疏通货币政策传导机制，打通货币政策传导的“最后一公里”。因此，央行自 2018 年 12 月创设 TMLF 以来，基本都是在每季度初进行操作，2019 年四季度以来央行还未操作 TMLF，市场预期落空，叠加缴税等因素影响，10 年期国债突破 3.3%，向 4 月的高点靠拢。

1、TMLF 优于 MLF 等其他公开市场操作

TMLF 操作为何优于其他公开市场操作：其一，TMLF 置换到期的 MLF，有助于降低商业银行资金成本。TMLF 操作利率比 MLF 低 15BP，有助于降低商业银行负债端成本，尤其是在 LPR 定价机制下银行息差不断被压缩，操作 TMLF 有助于加强流动性结构引导，改善商业银行负债结构。

第二，TMLF 操作重在平滑短期资金缺口。根据前三次 TMLF 操作的时间窗口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，平稳资金面。

第三，采用 TMLF 操作，放弃降准和续作 MLF，说明央行货币政策的整体思路是锁长放短，保持总量均衡，避免流动性过渡泛滥，造成市场重新加杠杆的冲动；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。

第四，TMLF 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，因此政策的关键是降低民营、小微企业风险溢价，通过 TMLF 精准滴灌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，TMLF 操作由于降准和 MLF 续作等公开市场操作。

2、TMLF 操作会迟到，但不会缺席

央行定向操作会迟到，但不会缺席。从本周流动性缺口来看，将有 4035 亿元 MLF 到期，预计央行将会通过 TMLF+MLF 续作的模式对冲到期的 MLF，实现流动性净投放，这样也将部分缓解 10 月缴准对资金面的影响。由于 TMLF 操作利率低于 MLF 操作利率，因此 TMLF 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 TMLF 操作，表明了央行逆周期操作的积极性。

一是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；

二是经济企稳的根基不够牢固，目前依然过渡依靠地产投资。因此，央行使用 TMLF 这种定向宽松的货币政策工具，既可以为民营和小微企业注入中长期、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，

而非再进入房地产领域增加债务风险。

三是本周流动性缺口较大。虽然 10 月央行通过“OMO+MLF”对冲了到期的缴税和 MLF，但 MLF 集中到期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。

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 操作用于置换到期的中期借贷便利（MLF），一方面公开市场操作利率降低了 15 个 BP，另一方面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。

二是有助于推动实体经济企稳。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。央行 TMLF 操作并非大水漫灌，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。

四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，银行依然可以获得一定的风险补偿，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回升，实体经济将得到本质上的支持。当然仅仅 TMLF 可能还不够，再贷款、再贴现等多措并举的政策组合拳有望出台。

4、TMLF 操作对股市和债市的影响

对债市影响：进入 10 月份以来，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 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 月随着财政支出力度加大，叠加央行将会择机操作 TMLF，国债收益率将会逐步回归中枢水平。

对股市影响：央行通过 TMLF 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，随着 TMLF 操作，有助于提高上市公司盈利能力，推动市场逐步走强。

5、大类资产观察（2019.10.28-2019.11.03）

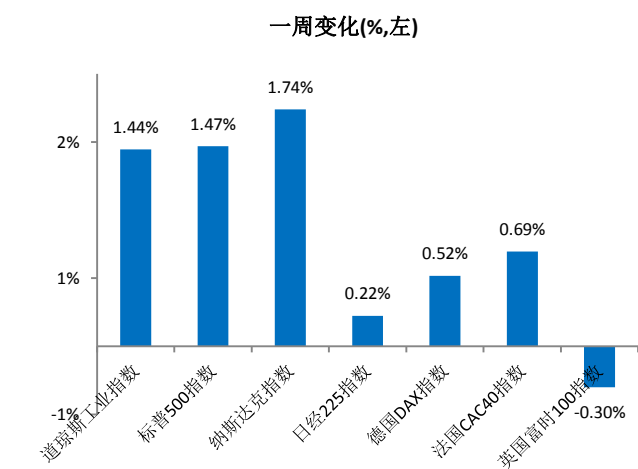
5.1、股票市场

美联储如期降息，三大股指集体收涨。上周，北京时间 10 月 31 日凌晨，美联储 10 月议息会议决定降息 25bp，这是 2019 年以来美联储已经连续三次降息，联邦基金利率下降至 1.5%-1.75% 区间。美联储降息符合市场预期，在美联储降息政

策刺激下，全球股市创下 20 个月以来的最高水平。随后美国 10 月非农就业人口增加 12.8 万，高于市场预期的 8.5 万人；失业率为 3.6% 仍处在 50 年来的最低水平。美三大股指集体收涨，纳指、标普 500 指数齐创历史收盘新高。其中，道指周涨 1.44%，收于 27347.36 点；标普 500 指数周涨 1.47%，收于 3066.91 点；纳指周涨 1.74%，收于 8386.40 点。

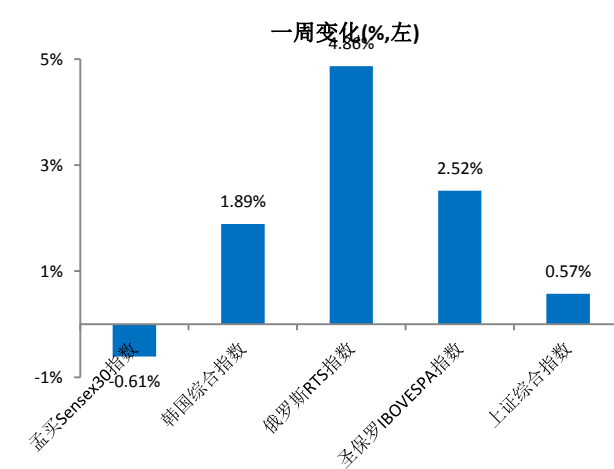
欧洲三大股指涨跌互现，亚太股指多数上行。上周，英国即将在 12 月举行大选，政治不确定性使得英国富时 100 指数出现回调，其中英国富时 100 指数周跌 0.30%，收于 7302.42 点；德国 DAX 指数周涨 0.52%，收于 12961.05 点；法国 CAC40 指数周涨 0.69%，收于 5761.89 点。**亚太方面涨跌互现。**韩国综指周涨 1.89%，收于 2087.89 点；日经 225 指数周涨 0.22%，收于 22850.77 点；上证指数周涨 0.57%，收于 2954.93 点。

图1：发达经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

图2：新兴经济体主要资本市场表现



资料来源：wind，新时代证券研究所

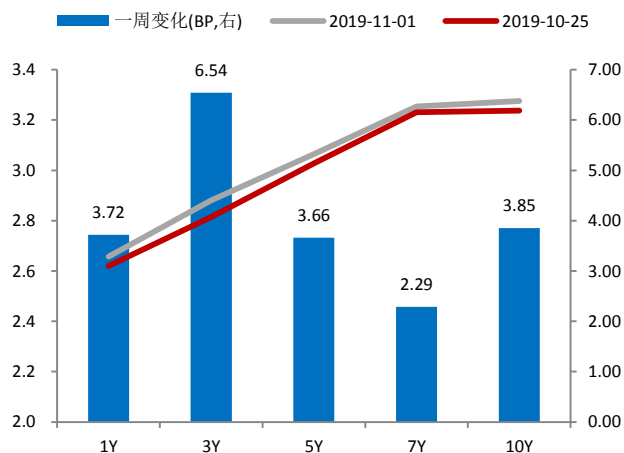
5.2、债券市场

美债收益率整体下行。上周，美联储如期降息，2019 年受美联储三次降息的影响，美国国债市场 2019 年创出 2011 年以来表现最好的一年，年回报率将超过 7%，美债收益率多数下行。其中，1 年期短端美债收益下行 7BP 至 1.53%；3 年期、5 年期、7 年期美债收益率分别下行 7BP、7BP、8BP，分别报 1.55%、1.55%、1.63%；10 年期美债收益率下行 7BP，报 1.73%；30 年期美国国债收益率下行 9.7BP，收至 2.191%。

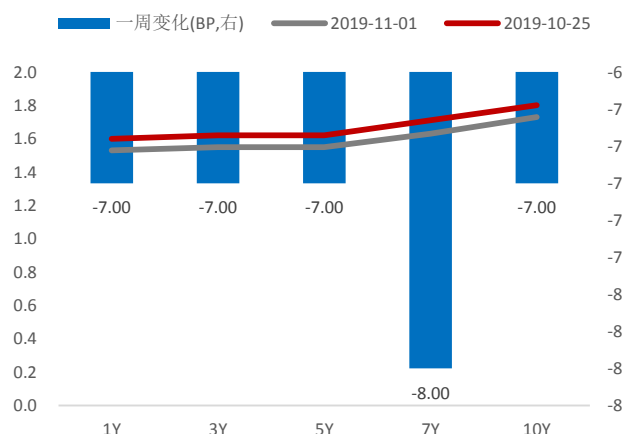
国内债券市场：十年期国债收益率破 3.3%，期限利差小幅走阔。上周，央行公开市场有 5900 亿元逆回购到期，开展 600 亿元国库现金定存，全口径净回笼资金 5300 亿元，由于央行提前投放，整体对资本面扰动因素较小，资金面周内较为宽松，货币市场利率多数下行，其中，银行间隔夜质押式回购利率较上周下行 21.32BP，至 2.3337；整体来看，市场关注中美贸易谈判进展以及 TMLF 操作进度，国债收益率纷纷上行，其中 1 年期国债收益率上行 3.72BP 至 2.6576%，3 年期、5 年期、7 年期国债收益率分别上行 6.54BP、3.66BP、2.29BP，10 年期国债收益率上行 3.85BP，至 3.2757%。10Y-1Y 期限利差走阔 0.13BP 至 61.81BP。

图3：中债国债到期收益率曲线

图4：美国国债到期收益率曲线



资料来源：wind，新时代证券研究所



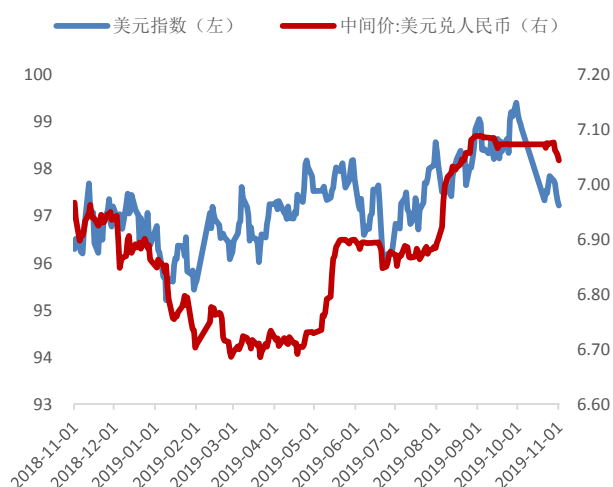
资料来源：wind，新时代证券研究所

5.3、外汇市场

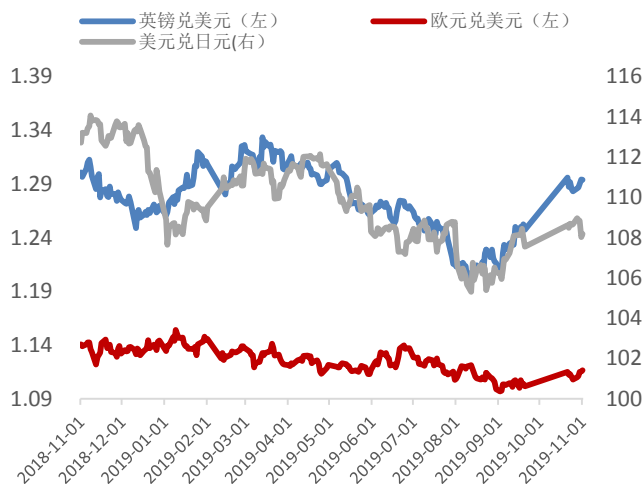
美元指数走跌，非美货币涨跌不一。上周，美国供应管理学会(ISM)数据显示，美国10月份制造业经济活动继续萎缩，采购经理人指数(PMI)为48.3；因令人失望的PMI数据美元指数回吐，周跌0.64%，收于97.2170，非美货币涨跌不一，其中，英镑兑美元跌周涨0.84%，报1.2939；欧元兑美元周涨0.76%，报1.1165；美元兑日元周跌0.45%，报108.18。美元兑人民币汇率中间价升值31.2BP，收于7.0437。

图5：美元指数与人民币汇率

图6：日元、欧元、英镑兑美元汇率



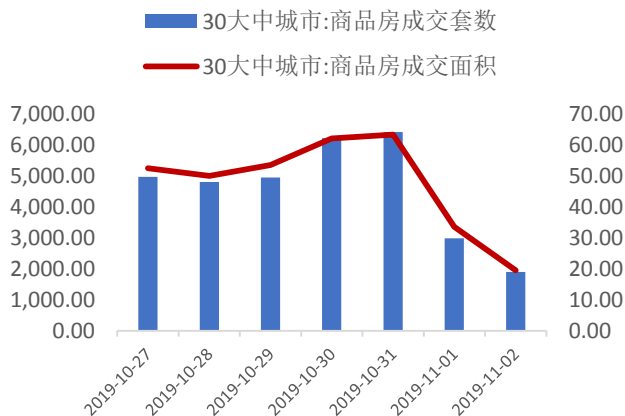
资料来源：wind，新时代证券研究所



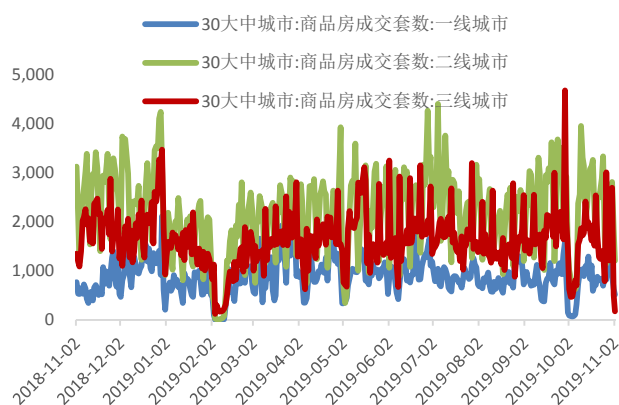
资料来源：wind，新时代证券研究所

5.4、房地产市场

三十大中二三线城市商品房成交小幅下行。根据克而瑞统计数据显示，得益于国庆黄金周期间以恒大、碧桂园为代表大型房企集中降价促销，百强房企整体10月单月业绩规模同比提升达13.7%，环比降幅较去年同期也明显收窄。整个地产销售出现结构型行情，即龙头房企增速较上月回升，小型房企单月增速回落。其中，三十大中城市二三线城市商品房成交面积有所下行。其中，一线城市成交5703套，环比增加804套；二线城市成交12556套，环比减少1616套；三线城市成交9040套，环比减少89套。

图7： 30 大中城市商品房成交套数和成交面积

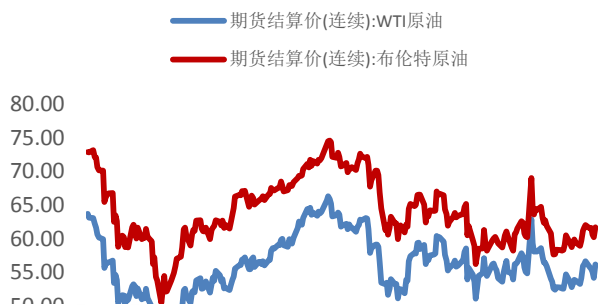
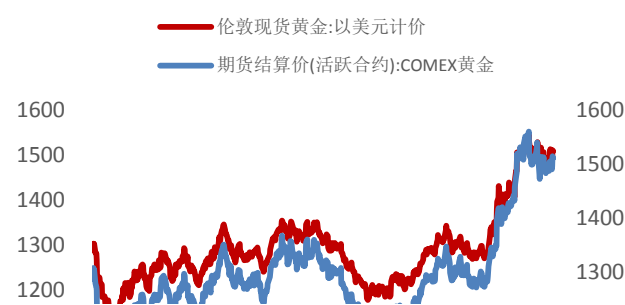
资料来源：wind，新时代证券研究所

图8： 一二三线城市商品房成交分化

资料来源：wind，新时代证券研究所

5.5、大宗商品市场

黄金价格创五周以来收盘新高，原油受非农数据强劲提振。受美联储降息美元指数走弱等因素影响，黄金价格持续走高，创五周以来收盘新高。其中，COMEX黄金期货周涨0.76%，收于1511.40美元/盎司；备受关注美国10月非农就业数据意外强劲，印证了美联储传递的将暂停降息信号，现货黄金价格有所下行，收于1508.8美元/盎司。受美国非农就业数据强劲、美国活跃原油钻井数量减少以及国际贸易谈判等方面积极信息，油价得到支撑，其中，布伦特原油周跌0.53%，报61.69美元/桶；WTI原油周跌0.81%，报56.20美元/桶；国内商品期货品种涨跌不一，其中，农产品全线上涨，黑色系、能化品多数下跌，贵金属上行。

图9： 原油期货价格指数**图10： 黄金价格指数**

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_9251

