

10月 TMLF 停作引发的思考

事件点评

2019年11月01日

报告摘要:

2019年第一、第二季度货币政策执行报告均提及“按季开展 TMLF 操作”，此前央行货币政策司长孙国峰也曾明确表示，“TMLF 基本上都是在季后首月第四周进行操作”。因此，市场对近日央行开展 TMLF 操作一直抱有较高预期，然而 10 月央行未作 TMLF，市场预期落空，债市持续调整，10 年期国债收益率一度上破 3.3% 关口。

10 月未作 TMLF，可能有如下原因：

- 一是时间窗口不合适

上周恰逢 10 月缴税高峰期，由于逆回购释放的流动性无投向要求，相比 TMLF，用逆回购对冲税期带来的流动性紧缩效应是更好的选择；本周又恰逢月末财政支出力度加大，银行间流动性保持充裕，暂无进一步投放流动性的必要。

- 二是数据搜集未完成

孙国峰司长曾表示，TMLF 操作是根据银行对小微和民营企业贷款的增量和需求情况综合确定的，搜集银行每个季度对小微企业、民营企业贷款的数据需要一定时间，考虑到各银行国庆长假影响，数据搜集汇总可能需要更多时间。

- 三是出于防通胀考虑

由于生猪存栏短缺，后续猪价上涨动能仍强，带动 CPI 高位运行，明年上半年 CPI 存在破 4 破 5 的风险。不排除央行有避免释放宽松信号、引发通胀预期的考虑。

- 四是出于稳汇率考虑

眼下中美贸易谈判正紧锣密鼓进行，人民币汇率稳定有助于为谈判及敲定第一阶段协议营造良好氛围。事实上，在“美联储降息+中国央行保持定力”背景下，10 月以来人民币汇率呈稳中有升态势。

与 MLF 和降准等总量性货币政策工具不同，TMLF 属于结构性货币政策工具，其设立目的是为了通过市场化的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。当前宏观经济形势复杂严峻，我们需做好防通胀和防通缩、稳增长和防风险、稳外贸和促转型等多种关系的均衡，仅靠单一政策是无法解决的。我们主张，货币政策、财政政策、结构性改革宜汇聚一心，共同发力。

单就货币政策而言，择机恢复 TMLF 操作仍有必要。进一步说，10 月制造业景气继续走低，内生动能仍然脆弱，金融仍需持续支持实体经济，TMLF 作为支持民营、小微企业发展的使命尚未完成。退一步说，此前 TMLF 按季操作堪称央行与市场沟通的典范，四季度内再次开展 TMLF 操作，有助于维护央行的信誉和公信力。从实施窗口上看，借鉴 7 月“TMLF+MLF”组合的方式，择机恢复操作不失为一个不错的选择。

- 风险提示：贸易谈判不及预期，政策推进不及预期。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

毛健，民生证券研究院宏观固收组研究助理。上海财经大学经济学博士。4年央企汽车装配工艺设计经验，1年金融科技战略规划经验，1年股票私募投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

付万丛，民生证券研究院宏观固收组研究助理。美国雪城大学经济学博士。2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。

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_9295

