

为什么 MLF 利率下调不必急于一时

事件点评

2019 年 09 月 17 日

报告摘要：

2019 年 9 月 17 日，央行开展 2000 亿元 MLF 操作，中标利率 3.30%，上次为 3.30%。今日有 800 亿元逆回购和 2650 亿元 MLF 到期。

● MLF 利率持平彰显政府改革决心与定力

在《2019 年 8 月宏观数据预测》和《全面降准可期，降息尚待四季度》中，我们一再重申，MLF 利率下降尚待四季度。原因有四点：第一，中国经济的问题根源在于投资效率不足，而非投资总量不足。供给侧结构性改革的核心在于提高投资效率。第二，降息的作用在于以消费减少为代价，促使更多资源流向高效企业。降息无法解决投资低效率问题，反而可能加剧产能过剩和高杠杆。第三，利率市场化有助于提高投资效率，降息应待 LPR 应用得到落实，四季度为较好的降息时间窗口。第四，人民币贬值与降息存在一定的替代效应。

虽然 8 月经济数据不及预期，但本次 MLF 续作利率仍然持平，彰显了政府坚持结构性改革的决心与定力。正如不将房地产作为短期刺激经济的手段一样，政府也不会通过扩大无效投资规模来稳增长，进而损害中长期经济增长潜力。而引导银行降低贷款利率在 LPR 基础上的加点符合利率市场化的改革方向，银行业让利实体经济也是中国经济健康发展的需要，我们预期 LPR 下降将会根据此路径实施。

● MLF 续作维持流动性，专项债有望顺利发行

“全面降准+定向降准”出台之后，市场上有部门机构预期 MLF 不会续作。但是，我们认为，中国的逆周期调控需要积极财政政策发力，在公共财政收入和土地出让收入增速较低的情况下，专项债是重要的资金来源。国务院常务会议明确提出，今年限额内地方政府专项债要确保 9 月底前发行完毕，而全面降准可以为专项债发行提供长期流动性，叠加 9 月中旬税期，MLF 续作维持流动性合理充裕，既有利于保障专项债顺利发行，也不改货币政策稳健基调。

● 政策进、经济退，股市仍为结构性行情

虽然积极财政政策托底经济，基建投资增速有望小幅回升，但不改供需两弱格局，三季度 GDP 增速将回落至 6.1%。经济退、政策进，股市仍为结构性行情。周期板块短期内受益于政策刺激，中长期仍看好大消费和科技创新板块。

利率债方面，MLF 利率持平使得宽松预期降温，但经济下行仍支撑利率债基本面，10 年期国债重上 3.3% 的概率不大，调整仍是机会。

● 坚持改革，股债双牛终将来临

在《挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍应坚持》中，我们指出，当前中国家庭大部分资产配置在房地产上，金融资产占比远低于美国。随着房价刚性上涨预期被打破，资金流入金融市场，无风险利率有望下行。倘若科创板能带动中国资本市场健康发展，监管当局加大对上市公司违法违规的查处和惩罚力度，上市公司治理水平提升。消费增长叠加减税降费对企业盈利的支撑，中国有望迎来股债双牛。

● 风险提示：中美贸易摩擦加剧，政策推进不及预期等。

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

- 1、货币政策边际上暂时不会更加宽松——央行货币政策委员会 Q1 例会点评 20190416
- 2、政策重心由逆周期调节转向供给侧改革——三季度政治局会议点评 20190422
- 3、中美经贸谈判再生波澜——特朗普加税声明点评 20190506
- 4、基建投资资金来源剖析及增速预测——宏观预测专题报告二 20190523
- 5、挤出效应超越拉动效应，房住不炒仍应坚持——房地产深度报告系列之三 20190710
- 6、2019 年 8 月宏观数据预测 20190829
- 7、全面降准可期，降息尚待四季度——国务院常务会议点评 20190905

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，曾任私募研究员与投资总监，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_10067



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>