

从数量到价格，从广泛到定向

——中国央行4月TMLF操作点评

事件：

2019年4月24日，人民银行开展1年期定向中期借贷便利（TMLF）操作2674亿元，操作利率为3.15%。

投资要点：

➤ 央行或许不希望市场对宽松力度太乐观，但稳定意图不变

4月17日有3665亿元MLF到期，央行缩量续作2000亿元，并进行1600亿元的7天逆回购操作，市场预期的TMLF没有到来，央行或许不希望市场过于乐观，3月金融数据经济数据均表现较好，若短期继续叠加宽松货币信号，市场风险偏好易过快提升；而在经历了随后的中央政治局会议后，市场对于货币政策边际变化悲观，与此前乐观的数据相互中和，此后，本周逆回购到期，TMLF接棒，迟到但未缺席，央行稳定市场流动性的意图不变。

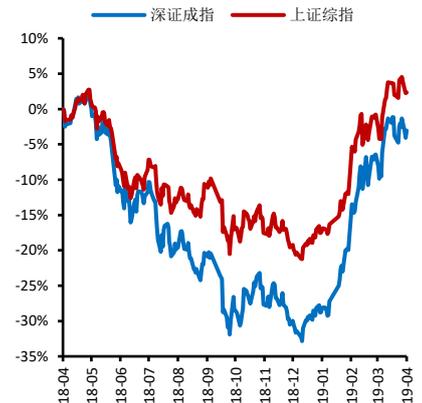
➤ 从数量到价格，从广泛到定向

根据央行此前的公告，符合相关要求、具备增加小微企业民营企业贷款潜力的银行向央行提出申请，央行视其支持实体经济力度和需求，可提供TMLF的金额，若续作期限可达三年，利率则比一年期的MLF还优惠15个基点。

从央行近年来货币政策工具使用的情况来看，2016-2017年间央行大量使用以逆回购为主的短期数量投放工具，期间也跟随美联储上调过公开市场操作利率，数量大致稳定的情况下价格提升，政策中性中边际收紧。2018年开始，央行开始逐渐转变，首先是随着逆回购工具使用的减少，MLF占比增加；其次是多次使用定向降准，用成本更低、期限更长的降准资金替换MLF；再次是央行多次扩展货币政策的灵活性，创新货币政策工具，综合使用各类工具，包括临时准备金动用安排、降准置换MLF、扩大MLF担保品、设立TMLF等。可以看出央行对经济支持力度加大，也更加精准灵活。

从央行未来发展来看，货币政策框架正在逐渐由“数量型”向“价格型”转变，由广泛性地投放向定向投放转变，而此次TMLF操作也正是这种倾向的体现，TMLF在数量上仅略高于MLF续作后差额，但在价格上更加优惠，若此后继续使用，则在某种程度上相当于下调政策利率，另外TMLF定向支持小微企业和民营企业，对实体经济的支持更加明确。

相对市场表现



李朗 分析师

执业证书编号：S0590518070001

电话：0510-85609581

邮箱：lilang@glsc.com.cn

相关报告

1、《地产持续回暖，政策或刺激消费》

2019.04.22

2、《CPI重回2%以上，PPI有望持续回升》

2019.04.16

3、《季节扰动消退后的真实强劲出口》

2019.04.16

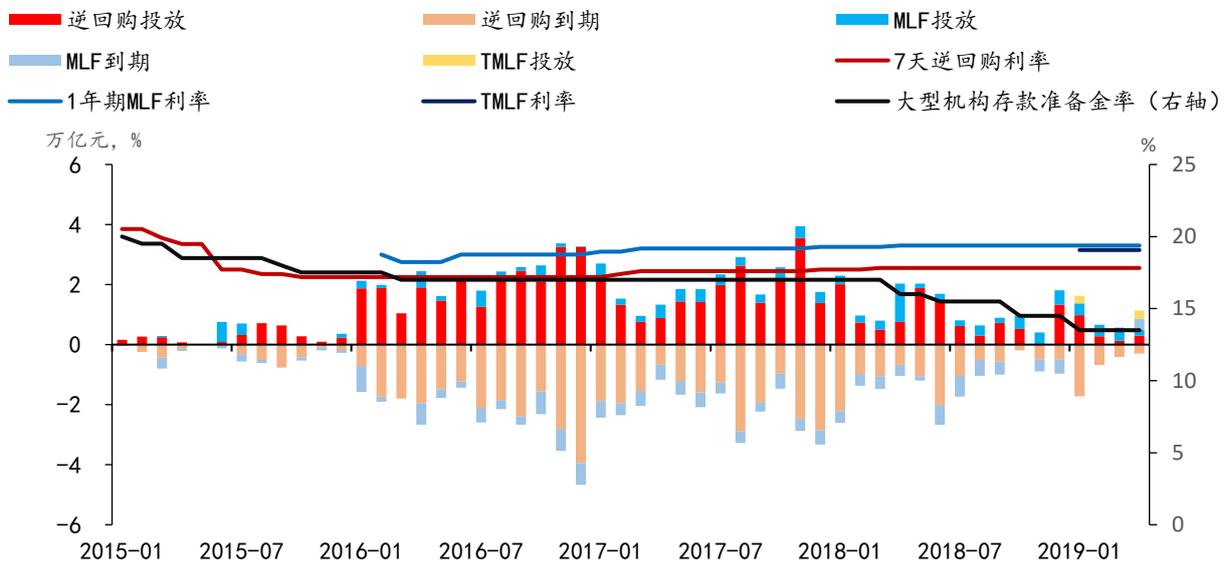
➤ 大水漫灌不可取，定向宽松值得期待

促进经济增长是我国货币政策的目标所在，数据企稳并不代表结构性的问题已经解决，大水漫灌不利于经济和市场的长期健康发展，但政策的结构支持依旧值得期待。

➤ 风险提示

宏观经济下行；政策调控超预期；外围环境波动等。

图表 1：近年来央行主要货币政策工具的使用



来源：Wind，国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

| | | |
|------------|------|--------------------------------|
| 股票 投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上 |
| | 推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上 |
| | 谨慎推荐 | 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上 |
| | 观望 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10% |
| | 卖出 | 股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上 |
| 行业 投资评级 | 优异 | 行业指数在未来 6 个月内强于大盘 |
| | 中性 | 行业指数在未来 6 个月内与大盘持平 |
| | 落后 | 行业指数在未来 6 个月内弱于大盘 |

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所
 江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层
 电话：0510-82833337
 传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

| 地区 | 姓名 | 固定电话 |
|----|-----|-------------------|
| 北京 | 管峰 | 010-68790949-8007 |
| 上海 | 刘莉 | 021-38991500-831 |
| 深圳 | 薛靖韬 | 0755-82560810 |

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_12864

