

TMLF 重启对于经济 and 改革具有二重含义

——评央行重启 TMLF 操作

宏观数据点评

2019 年 04 月 25 日

报告摘要：

- **经济背景：经济暂稳不等于内生企稳，仍需政策呵护。**

一季度 GDP 增速超预期，但在数据背后，是短期经济增长仍依赖房地产和基建，内生动能尚未真正企稳。二至三季度，是以房地产投资、基建投资为代表的传统动能和以制造业投资、民间投资、消费为代表的内生动能接力的关键期。为保障两种动能平稳接力，进一步的政策呵护仍有必要，这也是日前中央财经委会议强调仍要逆周期调节的经济逻辑。

- **TMLF 重启的经济意义：补充流动性，有利于降低融资成本。**

TMLF 重启是降准有顾虑下补充流动性的替代性选择。4 月以来，逆回购到期和投放完全对冲；4 月 17 日 MLF 投放 2000 亿，本次 TMLF 投放 2674 亿，对冲本月中旬 MLF 到期 3675 亿后实现小幅净投放。再结合考虑税期和财政支出加码等因素，4 月流动性可保持总体平稳。由于 TMLF 利率低于 MLF，可以降低银行资金成本，进而也有利于降低实体经济融资成本。

- **TMLF 重启的改革意义：这是利率市场化改革的有益探索。**

利率市场化如何推进？可能的一种方案是完善利率走廊。央行多次指出，要发挥 SLF 利率作为短期利率上限的作用，发挥 MLF 利率作为中期政策利率的作用。TMLF 的使用期限可达到三年，因此 TMLF 利率可以作为长期政策利率的一个尝试和探索，从这个意义上，可以说 TMLF 重启是完善利率走廊和推进利率市场化改革的有益探索。此外，值得一提的是，利率市场化改革还有另一种可能方案，即培育和提高了银行自主定价能力。

- **债市展望：预计 5-6 月迎来一波交易性机会。**

4 月以来，在经济数据超预期、税期、降准预期不断落空等一系列因素冲击下，十年期国债收益率从不到 3.1% 快速上升至 3.4% 左右，债市经历了一波剧烈调整。短期内经济未真正企稳，货币宽松只是放缓并非结束。我们预计，5-6 月债市超调之后将迎来一波交易性机会，十年期国债收益率或降至 3.3% 左右。下半年，随着通胀中枢抬升和经济内生动能企稳，十年期国债收益率中枢可能重新抬升。

- **风险提示：逆周期调节不及预期。**

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

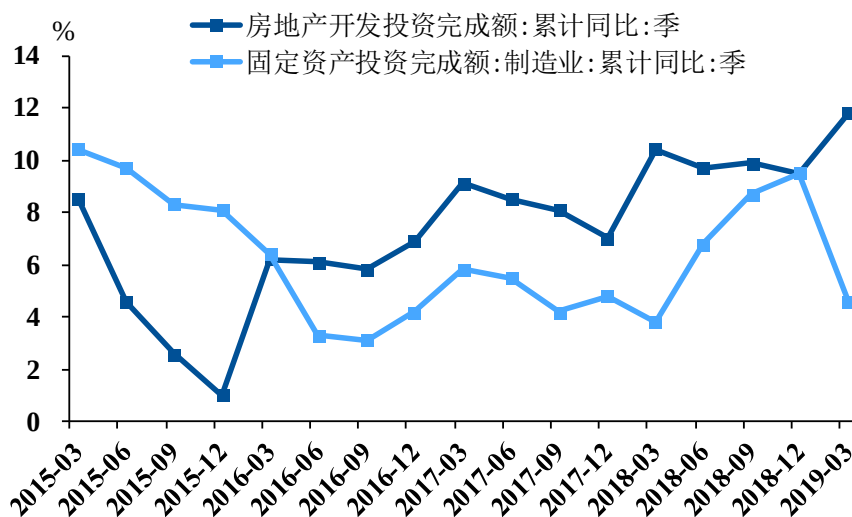
邮箱：maojian@mszq.com

相关研究

4月24日，央行重启TMLF操作。近日，不少人认为货币宽松要结束了。我们此前的报告预判，TMLF重启可以期待，如今得到验证。对于这次TMLF重启，很多人看到了其补充流动性的意义，但却没注意到其改革意义，我们认为，TMLF重启对于经济 and 改革具有二重含义。

经济背景：经济暂稳不等于内生企稳，仍需政策呵护。一季度GDP增速超预期，但在数据背后，是短期经济增长仍依赖房地产和基建，内生动能尚未真正企稳（图1）。二至三季度，是以房地产投资、基建投资为代表的传统动能和以制造业投资、民间投资、消费为代表的内生动能接力的关键期。为保障两种动能平稳接力，进一步的政策呵护仍有必要，这也是日前中央财经委会议强调仍要逆周期调节的经济逻辑。

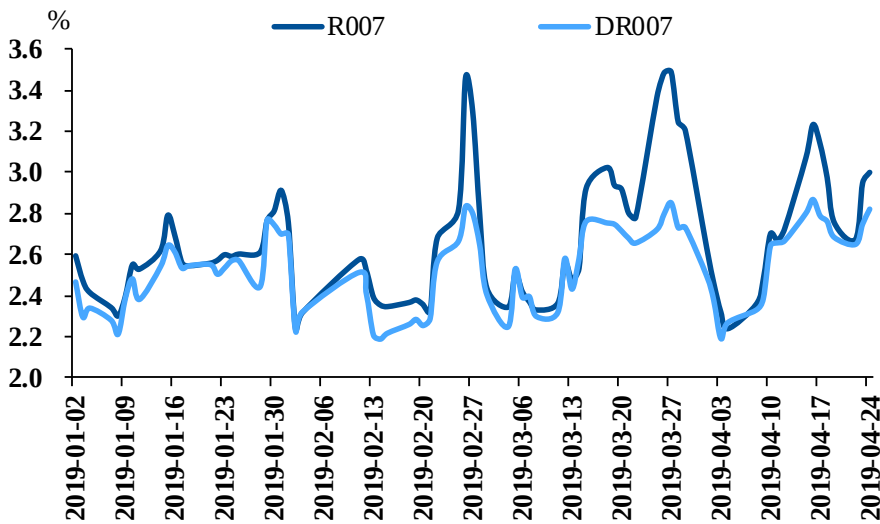
图1：一季度房地产投资向上，制造业投资向下



资料来源：Wind，民生证券研究院

TMLF重启的经济意义：补充流动性，有利于降低融资成本。4月初以来，银行间市场利率明显上升，客观上需要补充流动性（图2）。TMLF重启是降准有顾虑下补充流动性的替代性选择。4月以来，逆回购到期和投放完全对冲；4月17日MLF投放2000亿，本次TMLF投放2674亿，对冲本月中旬MLF到期3675亿后实现小幅净投放。再结合考虑税期和财政支出加码等因素，4月流动性可保持总体平稳。由于TMLF利率低于MLF，可以降低银行资金成本，进而也有利于降低实体经济融资成本。

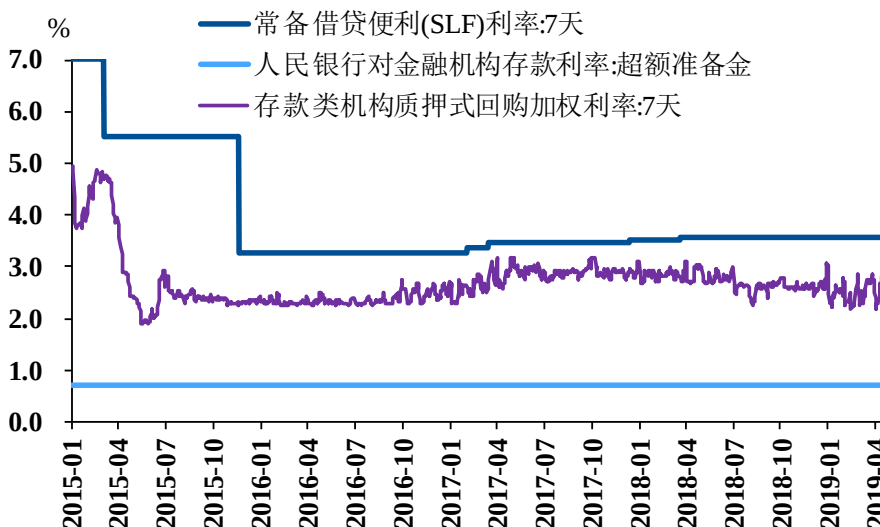
图 2：4 月初以来银行间市场利率明显上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

TMLF 重启的改革意义：这是利率市场化改革的有益探索。利率市场化如何推进？可能的一种方案是完善利率走廊。央行多次指出，要发挥 SLF 利率作为短期利率上限的作用（图 3），发挥 MLF 利率作为中期政策利率的作用。TMLF 的使用期限可达到三年，因此 TMLF 利率可以作为长期政策利率的一个尝试和探索，从这个意义上，可以说 TMLF 重启是完善利率走廊和推进利率市场化改革的有益探索。此外，值得一提的是，利率市场化改革还有另一种可能方案，即培育和提高了银行自主定价能力。

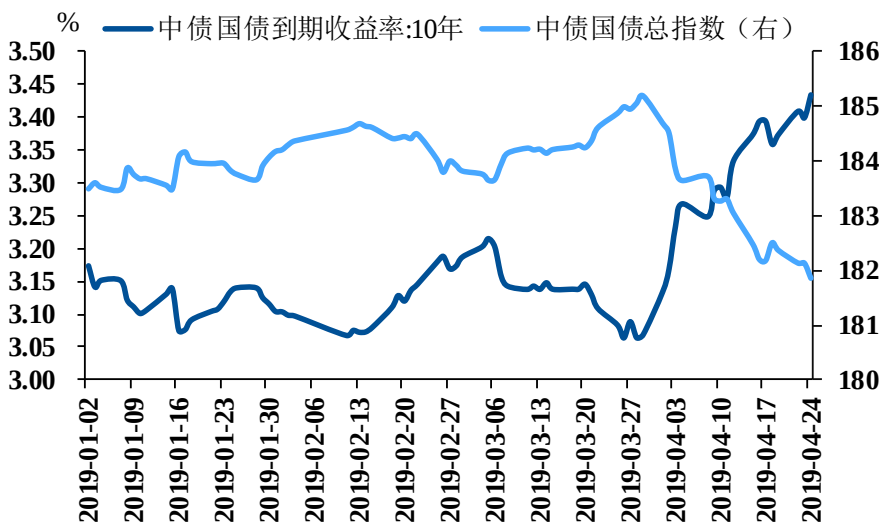
图 3：央行希望发挥 SLF 利率作为短期利率上限的作用



资料来源：Wind，民生证券研究院

债市展望：预计 5-6 月迎来一波交易性机会。4 月以来，在经济数据超预期、税期、降准预期不断落空等一系列因素冲击下，十年期国债收益率从不到 3.1% 快速上升至 3.4% 左右，债市经历了一波剧烈调整（图 4）。短期内经济未真正企稳，货币宽松只是放缓并非结束。我们预计，5-6 月债市超调之后将迎来一波交易性机会，十年期国债收益率或降至 3.3% 左右。下半年，随着通胀中枢抬升和经济内生动能企稳，十年期国债收益率中枢可能重新抬升。

图 4：4 月以来债市经历了一波剧烈调整



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

逆周期调节不及预期。

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_12933

