



证券研究报告·宏观研究报告

2019年11月6日

首创宏观“茶”：

央行下调 MLF 利率的“意料之外”与“情理之中”

——11月5日央行下调 MLF 利率点评

#### 研究发展部宏观策略组

王剑辉  
宏观策略分析师  
电话：010-56511920  
邮件：wangjianhui1@sczq.com.cn  
执业证书：S0110512070001

#### 主要观点：

- 11月5日，人民银行宣布开展1年期MLF操作，利率由3.3%降至3.25%。对此，我们主要分析观点如下：
- 1、此次下调MLF利率在时点上超出市场预期，属于“意料之外”；
- 2、此次下调MLF利率在趋势上符合市场预期，属于“情理之中”；
- 3、“稳增长”力压“控通胀”，主因宏观经济尚未企稳；
- 4、中短期之内货币政策还将出台“稳增长”举措；
- 首先，LPR大概率小步慢降；
- 其次，中短期之内还存在下调MLF利率的可能；
- 再次，中短期大概率出台全面降准以及定向降准的措施。

**事件：**11月5日，人民银行宣布开展1年期MLF操作，利率由3.3%降至3.25%。

**点评：**

对于央行将1年期MLF的利率由3.3%降至3.25%，我们的点评如下：

### 1、此次下调MLF利率在时点上超出市场预期，属于“意料之外”

11月5日下调MLF利率5个基点在时点上超预期，理由有以下五点：一是9月CPI同比录得3.0%，创2013年12月以来新高，且在未来5个月确定性逐步走高；二是央行在10月16日开展MLF操作2000亿元，其中标利率3.3%，与前次相同；三是在10月15日第一批定向降准实施到位的情况下，央行并未在10月20日下调LPR报价，令市场预期落空；四是此前央行货币政策司孙国峰司长称，TMLF操作基本上都是在季后首月第四周，但是10月央行并未进行TMLF操作，市场的悲观解读是央行有收紧货币政策的考虑；五是随着11月与12月PPI翘尾同比的上行，市场认为宏观经济已经进入主动去库存阶段的末期，被动去库存阶段也就是经济复苏阶段即将来临。

### 2、此次下调MLF利率在趋势上符合市场预期，属于“情理之中”

11月5日下调MLF利率5个基点在趋势上符合市场预期，研判依据以下七点：一是宏观经济压力依旧，3季度GDP增速仅录得6.0%，创万得资讯1992年有记录以来的新低，“踩点”6.0%-6.5%合理区间的下限；二是9月核心CPI同比为1.50%，持平于前值，创2016年5月以来新低，目前呈逐级“下台阶”的趋势，表明宏观经济需求较弱；三是10月我国制造业PMI仅录得49.3，在创近8个月新低的同时，与过往15年同期相比，2019年位列倒数第2，此外，10月非制造业PMI则创13年同期最低值；四是9月工业企业利润总额当月同比低至-5.3%，创2015年9月以来新低，而累计同比仅录得-2.1%，较前值下行0.4个百分点；五是9月工业企业亏损家数累计同比录得6.70%，依旧较前值上行1.0个百分点，工业企业亏损家数累计同比上行，预示就业压力还将继续存在；六是9月服务业从业人员仅录得47.60，较前值下行0.10个百分点，创万得资讯2012年7月有记录以来的新低，表明服务业就业压力继续增大；七是民营小微企业面临的压力加大，体现为9月私营工业企业的工业增加值增速以及营业利润率均较前值下行，而其他三个类型企业的相应指标取值或持平于前值，或较前值上行，预示民营小微企业在三季度面临的下行压力重新加大。一言以蔽之，宏观经济压力犹存，民营小微企业生存不易，“稳增长”必要性提升。

### 3、“稳增长”力压“控通胀”，主因宏观经济尚未企稳

在央行是否下调MLF利率这个问题上，市场的分歧体现在两个层面：第一个层面是“稳增长”与“控通胀”孰轻孰重的争议，或者说，在季度GDP增速可能破“6”与CPI确定性破“3”，央行该如何抉择？我们认为，“稳增长”的重要性要大于“控通胀”的重要性。《中国人民银行法》明确规定，我国货币政策目标是“保持货币币值稳定，并以此促进经济增长”。货币的币值稳定体现在两个方面，对外是本币汇率稳定，对内是通胀水平，尤其是CPI同比保持稳定，但是我们要注意到，“保持货币币值稳定”是次要目标，最终目标是“促进经济增长”。从“以此”二字看，保持币值稳定只是实现经济增长的手段，从这里即可清晰地看出，在央行的职责里，“稳增长”的重要性要远超“控通胀”的重要性。

第二个层面是，宏观经济是否即将要“企稳”的争议。如果认为宏观经济已经，或者即将企稳，那么“稳增长”的必要性就下降，“控通胀”的重要性就凸显，反之亦反。我们认为宏观经济压力犹存，判断的依据除了第二点中提到的七点理由之外，还包括：10月14日李克强总理在西安主持召开部分省政府主要负责人经济形势座谈会时明确指出，“当前经济下行压力加大，实体经济困难突出”，“（要）顶住经济下行压力”；10月15日IMF分别下调中国2019年、2020年两年增速预测0.1和0.2个百分点至6.1%和5.8%，当然，IMF定期调整其预测，但是作为权威机构，其观点可以作为参考。再往前追溯，央行对宏观经济的看法趋于谨慎，9月25日的3季度货币政策委员会例会明确提出“经济下行压力加大”。在对宏观经济看法趋于谨慎的背景下，央行在“稳增长”与“控通胀”中，选择“稳增长”也就不难理解了。

#### 4、中短期之内货币政策还将出台“稳增长”举措

对于宏观经济，我们始终保持谨慎的看法，在9月PMI数据超预期上行之后，我们在《制造业PMI可能没有想象中的那么乐观（20191008）》中明确指出，“制造业PMI可能没有想象中的那么乐观，（9月PMI）“反弹”概率大于“反转”概率，并坚持7月PMI数据点评中的观点：短期之内制造业PMI大幅上行概率较低”。在9月利润数据以及10月PMI数据出来之后，我们在《首创宏观茶：制造业PMI重回弱势，非制造业PMI创13年同期最低值》中指出，“预计4季度“稳增长”在决策中的重要性将上升。后期逆周期政策的力度将加大：财政政策方面，专项债的发行将提速，而货币政策虽然保持定力，但是利好民营小微企业的结构性宽松政策出台的概率相应加大，全年GDP增速大概率落在合理区间之内”。对于中短期之内货币政策的走势，结合宏观经济走势，我们的观点如下：

**首先，LPR大概率小步慢降。**回首8月20日，央行下调LPR报价即可认为开启了此次降息周期。彼时央行刘国强副行长在国务院政策例行吹风会上表示，降准、降息都有空间，但是降不降还要根据经济增长和物价形势。此次MLF下调5个基点，其重要性在于确认对此次降息周期，具有很强的信号意义。在11月5日下调MLF利率5个基点之后，预计11月20日央行大概率相应下调LPR报价5个基点，毕竟LPR报价由MLF利率与银行加点两部分组成。在宏观经济压力犹存，民营小微企业下行压力重新加大的背景下，为“缓解企业融资难问题”，“运用市场化改革的办法推动降低实际利率水平”，我们坚持前期“LPR大概率小步慢降”的判断。

**其次，中短期之内还存在下调MLF利率的可能。**众所周知，央行通常在续作MLF的同时，下调MLF利率。12月6日、12月14日、4月17日均有MLF到期，在续作时存在下调MLF利率的可能。考虑到2020年CPI同比前高后低，1季度大概率是全年最高点，2季度大概率下行，因此结合4月17日MLF到期，届时央行有可能下调MLF利率。此外，从现在至2020年4月17日有大约5个月的“空窗期”，不排除央行提前在12月14日再次小幅下调MLF利率的可能。当然，4月17日下调MLF利率的概率要大于12月14日。

**再次，中短期大概率出台全面降准以及定向降准的措施。**在10月15日2019年第三季度金融统计数据新闻发布会上，孙国峰司长也提到，“关键的问题在于怎么降低风险溢价”。在谈及9月6号人民银行宣布了全面降准与定向降准时，孙国峰司长指出，“这样有利于降低商业银行自身的资金成本，也有利于降低风险溢价”。既然降低风险溢价是关键的问题，而降准也有利于降低风险溢价，那么未来降准的概率十分大。从短期看，针对省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15

日分两次实施到位，这就意味着 12 月之前再次宣布下调法定存款准备金率的概率为零，央行最早再次下调法定存款准备金率的时点，大概率在 2019 年 12 月或 2020 年初，相比而言，2020 年初的可能性更大，毕竟 4 季度货币政策要保持定力，“坚决不搞大水漫灌”。

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\\_9195](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_9195)

