

MLF 降息，信号意义重于实质

摘要

今日央行续作并调降 MLF 利率，超出市场预期，股市和债市均给予了正面反映。在目前宏观环境下央行调降 MLF 利率，释放了重要的政策信号，即货币政策会更多的以经济基本面稳定为目标，而非以控制当前通胀为目标，因为当前猪肉单一商品价格上涨无需、也不应由货币政策应对。在“类滞涨”宏观环境下给出了明确的政策选择。但从 MLF 续作和调降利率本身来看，实质影响有限。MLF 等量续作未释放增量流动性，调降 5bps 利率后依然高于市场利率，考虑到近几个月央行对银行间市场相对审慎的态度，当前流动性环境不会由于本次利率调降而改变。

央行给出明确的政策选择打消了股市对货币政策可能收紧的担忧，随着经济逐步企稳，股市将有更好表现。而央行调降利率也显示其无意大幅收紧流动性，短端利率不会明显上行环境下长端利率继续攀升空间有限，但在信贷社融回升、基本面企稳环境下债市也难以重拾升势，预计将延续震荡态势。

风险提示：政策调整超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

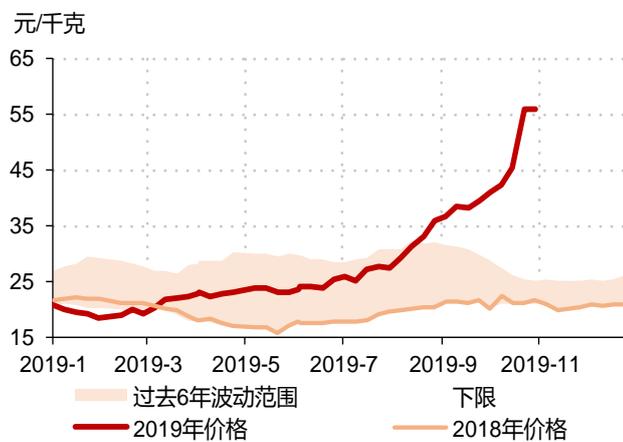
1. 虚的通胀，实的经济——月度经济预测 (2019-11-04)
2. 经济保持平稳，通胀上行压力依然较大 (2019-11-01)
3. 联储再度鸽派降息鹰派表态，降息或暂缓但不会停止 (2019-11-01)
4. 数据再度不一致，如何看待中采 PMI 下行 (2019-11-01)
5. 关注信贷继续超预期的风险——2019 年 4 季度银行信贷经理调研 (2019-10-28)
6. 企业盈利再度走弱，但无需过度悲观 (2019-10-27)
7. 砾中拾金：从宏观基本面寻找 A 股长期投资机会——基本面看股市系列（二） (2019-10-21)
8. 金融危机以来 A 股表现弱于海外的宏观解释——基本面看股市系列（一） (2019-10-20)
9. 地产销售有韧性，经济保持弱平稳 (2019-10-20)
10. 新分歧：经济会企稳还是继续放缓 (2019-10-18)

央行续作并调降 MLF 利率, 降息举措超市场预期。今日央行公告称开展 MLF 操作 4000 亿元, 当日有 4035 亿元 MLF 到期, 央行基本上实现了等量续作。而在连续多次保持利率不变之后, 本次 MLF 续作央行进行了降息。央行本次 MLF 操作期限为 1 年, 利率较之前下降 5bps 至 3.25%, 这是 2016 年 1 季度之后央行首次调降 MLF 利率。在美联储多次降息, 国内经济放缓环境下, 央行在今年 7 月以来的多次 MLF 续作中都没有调降利率, 这次虽然调降了 5bps, 但确实是超出市场预期的, 因而股市和债市都给予了正面反映。

当前环境下, 央行调降利率释放了重要的信号。目前在宏观面上, 政策面临的两难是经济放缓与通胀上行。一方面, GDP 同比增速 1 季度的 6.4% 下滑至 3 季度的 6.0%; 另一方面, 通胀不断攀升, 9 月份 CPI 上升至 3.0%, 10 月份预计将攀升至 3.5%, 明年 1 月高点可能达到 5.0% 左右甚至更高。这表面上导致货币政策形成两难。但观察通胀上升原因, 可以看出, 目前通胀无需、也不应由货币政策应对。当前通胀为猪肉单一价格驱动的通胀, 主要是由于供给收缩所致, 因而调控需求的货币政策无法抑制猪肉价格, 也不应去应对, 而是更多的应该由产业政策进行应对。货币政策更应该关注经济放缓的压力。

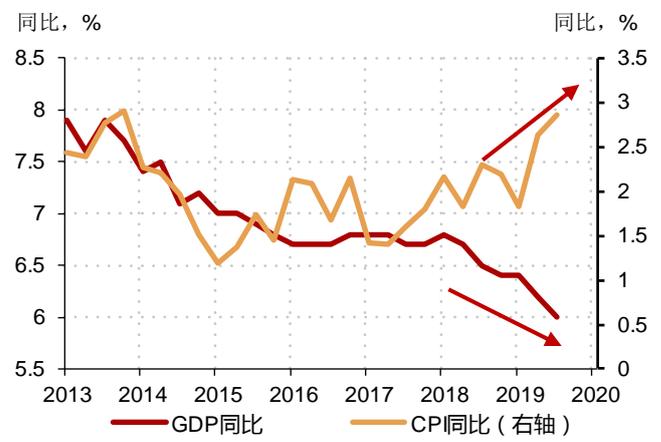
本次央行降息的信号意义在于货币政策不会因为通胀持续上升而改变方向, 而是更多的由经济状况主导。在通常持续攀升的环境下, 央行降息, 体现的信号意义在于货币政策方向不会由当前供给收缩驱动的通胀主导, 而是由经济走势主导。在外部利率持续下降, 国内经济放缓压力依然存在的环境下, 央行将延续宽松的货币政策, 这个大的方向不会变。央行对“类滞胀”环境下货币政策选择给出了明确的方向, 因而无需过度担心货币政策收紧和流动性过度趋紧。

图 1: 猪肉价格大幅上涨推升通胀压力



数据来源: wind、西南证券整理

图 2: 在经济放缓压力与通胀上行之间货币政策选择经济为目标



数据来源: wind、西南证券整理

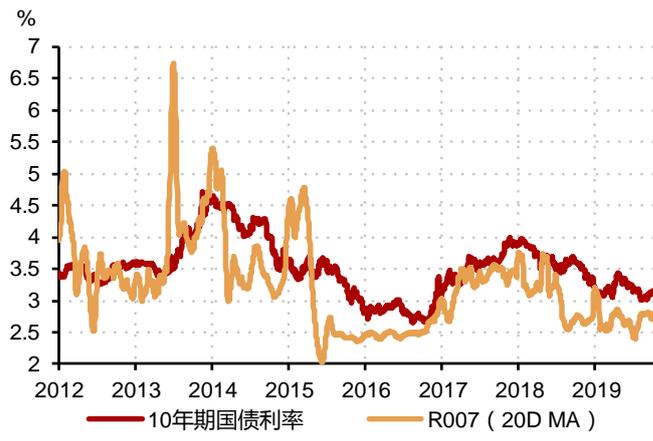
但本次 MLF 利率调降实质影响有限。从量价两个方面来看, 本次 MLF 续作及利率调降都是信号意义大于实质意义。从量的方面来看, 本次 MLF 续作是等量续作, 并未产生新的流动性投放。而从价的意义来看, 本次 MLF 利率调降之后, 1 年期 MLF 利率为 3.25%, 而 1 年期 SHIBOR 利率目前为 3.09%, 依然明显低于同期限 MLF 利率。作为货币政策调控工具的 MLF 利率依然明显高于市场利率, 显示目前 MLF 利率并非市场利率, 且远高于市场利率, 因而调降更多是信号意义, 实质影响有限。

央行调降 MLF 利率并不意味着流动性进入十分宽松阶段, 央行相对审慎态度下流动性将继续保持合理平稳。近几个月由于央行较为审慎, 公开市场资金投放有限, 在实体社融扩

张背景下，流动性并不十分宽松，而是相较于 5-7 月水平，小幅趋紧。目前 R007 和 DR007 利率中枢都处于 2.6%-2.7% 左右，较 5-7 月平均 2.3%-2.4% 水平有所上升。背后是央行无意引导银行间利率和债券市场利率显著下行，这也与央行行长易刚表态珍惜利率下行的空间一致。但在近期债券市场利率明显调整之后，央行调降 MLF 利率，显示央行也无意引导银行间利率和债券市场利率大幅上行，因为这将抑制实体经济融资产生抑制，导致实体经济融资收缩。未来一段时间，流动性可能延续目前状况，难以进入十分宽松阶段。

图 3：调降后 MLF 利率依然高于市场利率


数据来源: wind、西南证券整理

图 4：近年短端利率走势对长端利率具有决定性作用


数据来源: wind、西南证券整理

MLF 利率调降打消“类滞胀”阶段对货币政策收紧的担忧，在经济逐步企稳环境下股市将更为受益。在房地产持续强韧和基建投资回升推动下，近期实体经济呈现出企稳状况。随着今年年末明年年初地方债发行落地，相应项目配套融资的下放，信贷社融将持续回升，这将推动经济持续企稳。因而，未来一两个季度经济基本面并不差。但近期股市并未对此有明显反应，背后重要原因之一是市场担忧通胀上升会导致货币政策趋紧。但央行调降 MLF 利率打消了这种顾虑，因而今天股市给予了正面表现。未来一段时长股市将更多受基本面主导，随着经济企稳和企业盈利改善，股市在未来一两个季度将获得更好表现。

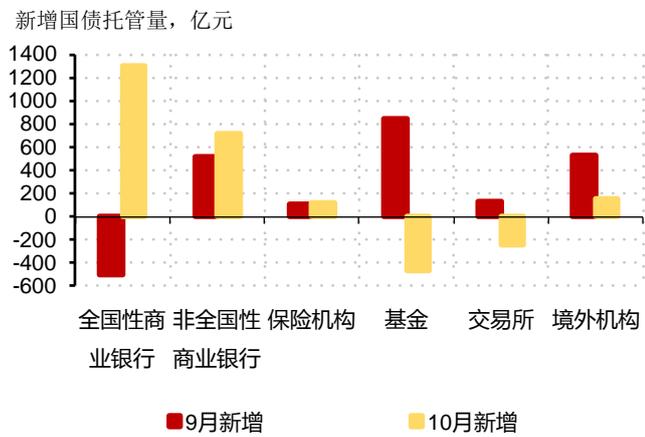
债市将延续震荡态势。一方面，央行调降 MLF 利率显示央行不会明显收紧流动性和货币政策，这意味着利率难以大幅调整。虽然短端利率下降不一定能够推动实体融资增加，但短端利率上升却能够抑制实体融资。因而在实体经济尚未明确企稳情况下，央行不会放任流动性大幅趋紧，长端利率大幅调整可能性有限。而从托管数据来看，10 月银行再度增持利率债，当月全国性商业银行增持国债 1303 亿元，而减持利率债的则主要是基金，当月减持 464 亿元。银行配置力量的持续也意味着债市难以持续调整。

另一方面，流动性难以大幅宽松，债券市场难以重拾升势。央行调降 MLF 利率信号意义重于实质，并不意味着流动性大幅宽松，而是更大可能保持当前水平。同时，央行将更多的通过 PSL，以及配合地方债发行等方式推动资金进入实体经济，10 月央行投放 750 以 PSL，创下年内单月新高。实体信用的改善意味着信贷社融增速回升，这将减少债券市场资金供给，对债券市场形成抑制。因而央行调降 MLF 利率并不意味着债券利率就会大幅下行。

在信贷社融见顶之前，债券市场或继续震荡。我们通过基本面、资金面和利率对应的经验关系来看，即通过 CPI 和 PPI、工业增加值、R007 月均值即月波动率对 10 年期国债历史

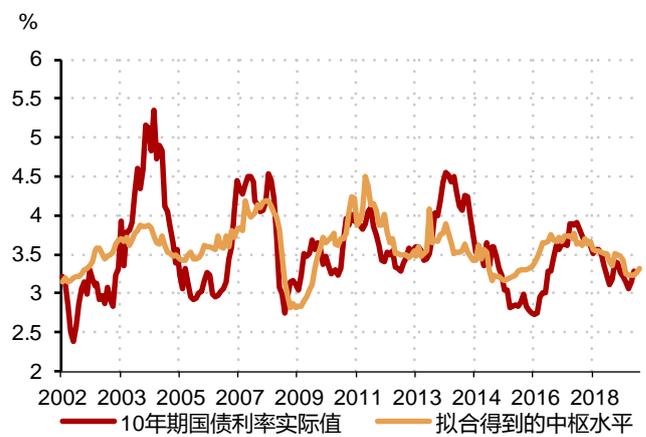
经验回归关系来看,当前10年期国债利率中枢在3.3%左右,因而债市进一步调整空间有限,或延续震荡态势。

图5: 银行在10月再度增配国债



数据来源: wind、西南证券整理

图6: 10年期国债利率中枢值为3.3%, 与当前水平较为接近



数据来源: wind、西南证券整理

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报

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_9214

