

# MLF料梅开二度 定向降准继续候场

□本报记者 张勤峰

6日,央行等额续做到期中期借贷便利(MLF),延续近期在流动性操作上的谨慎做法。考虑到年底流动性仍存时点性扰动,市场料本月下一笔MLF到期时,央行开展超额续做可能性大。来年一季度可能是降准更合适时机。

## 流动性操作没有松动迹象

12月6日,央行开展了近一个月以来首次公开市场操作——1875亿元的1年期MLF,利率3.3%,与前次操作持平。据当日交易公告披露,央行对当日到期的1875亿元MLF进行了等额续做。这次操作并没有带来增量流动性投放。央行逆回购操作则继续停摆,自10月26日以来,连续停摆时间已达30个工作日。

事实上,从10月26日开始,央行公开市场操作就再没有净投放过资金,短期流动性投放几乎陷入停滞。从最新MLF操作来看,央行近期在流动性操作上的谨慎做法仍没有松动迹象。对此,市场存在一个基本共识,即这并不是货币政策要收紧的征兆,但确实比以往更加强调流动性要“合理充裕”。

如果说前段时间流动性管理的重心在“充裕”上,现在对“合理”的强调则要多一些。”一位市场分析人士告诉记者。

至于为什么要强调“合理充裕”,他认为,外汇因素已对货币政策构成制约。今年以来,中美经济与政策同步性下降,中美利差逐渐降至历史低位,并伴随着人民币汇率新一轮贬值。为稳定外汇和资本流动,保持适度利差仍有必要,这在某种程度上就要求我国市场利率不宜过低。另外,流动性过度也可能重新刺激金融体系加杠杆。

近期流动性仍较充裕,特别是月初以来,资金面较宽松,短期货币市场利率大幅走低。12月5日,银行间市场上隔夜回购利率DR007跌至2.20%,较11月末下行超过40bp;代表性的7天期回购利率亦下行超过20bp至2.44%,再次跌破2.55%的7天期央行政回购操作利率。这意味着,市场参与者从二级市场融入资金的价格,甚至比从央行获取资金的价格还低,对央行投放流动性需求不强。从这个角度来说,央行等额续做到期MLF并不意外。

## 本月MLF料梅开二度

值得注意的是,12月不止一笔MLF到期。央行曾披露,12月有4735亿元MLF到期。6日已到期1875亿元,剩余2960亿元,到期日为14日。不少市场人士认为,在下一笔MLF到期时,央行可能适量投放增量流动性,主要有以下四点理由:

一是该笔MLF到期量更大。二是该笔MLF到期适逢本月税期高峰。由于12月15日是星期六,本月主要税种申报纳税期限顺延至12月17日。按以往经验来看,12月17日及其前后一两个工作日,将是税期因素对流动性扰动最大的时期。本月第二笔MLF到期的时点,恰好处于税期高峰时点上。三是该笔MLF到期,临近本月中旬的法定存款准备金缴款日,考虑到年末金融机构揽储影响,届时银行体系可能面临法定准备金补缴。四是从业情况来看,12月中旬也是银行机构集中开展跨年资金备付的时候,是市场流动性较容易出现紧张的时期。

综合考虑,12月14日这笔MLF到期量大,且与企业缴税、法定准备金缴款、金融机构备付等在时点上有重叠,可能对短期流动性供求造成叠加影响。从稳定流动性角度出发,届时央行再次开展MLF操作,并进行超额续做的可能性较大。

## 下次降准来年见

上述几点也正是年底流动性供求面临的主要潜在扰动因素。

从总量角度看,由于年末财政支出的“力挺”,12月流动性总量反而有望出现较明显提升。12月是传统的财政投放大月,当月财政存款余额往往大幅下降,例如,2016年12月和2017年12月的财政存款余额均减少约1.2万亿元。中信证券固收研报预计,今年12月财政支出大概在2.4万亿元左右,且考虑到12月税收规模较少,本月财政存款有望实现净支出1.5万亿元。财政资金的集中提升,将迅速充实银行可用资金,提升超储率。历史上,每到四季度末,金融机构超额准备金率就会迎来一个跃升,2017年是从三季度末的1.3%跳涨至2.1%。

但业内人士也提示,财政支出往往集中在年底几个工作日进行,在这之前,恐怕

“远水难解近渴”,金融监管考核、机构开展跨年备付乃至企业缴税等因素仍可能造成资金面短时波动。这种情况往年并不鲜见,2017年末的流动性甚至异常紧张。

值得一提的是,从10月开始,3个月同业存单利率出现了一轮持续上行过程。中金公司等机构认为,这当中可能受到部分银行优化报表、满足监管考核及筹措跨年流动性影响。中信证券明也称,近期同业存单利率的上行暗示市场对于关键时点的流动性压力仍有担忧,需警惕由于情绪变化引起的资金面波动。

从这点来看,随着后续流动性供求收紧,央行大概率会重启公开市场净投放操作,平抑资金面潜在波动。而进一步来看,央行既然选择续做MLF,意味着年底前再实施降准的可能性已不大。不少市场机构预计,下一次降准可能会出现在春节前,很可能以置换式降准的形式呈现。Wind数据显示,2019年一季度MLF到期量超过1.2万亿元。

## 观点链接

### 华泰证券:降准置换MLF仍可期

鉴于我国的准备金率依然偏高,在稳增长诉求之下,不排除继续降准置换的可能,总量政策仍有空间。此外,MLF操作利率已高于其他政策利率,在利率普遍下行情况下,MLF利率可能已成为惩罚性利率,也对长端利率下行形成制约。因此,传统意义的降息难见,更有可能见到MLF利率下调或者PSL,再贷款利率下调。

### 国盛证券:央行或于明年1月降准

央行近期的几项操作似乎让人费解,包括可能的定向正回购、全月停止逆回购投放以及MLF连续等量续做。这三点除了指向投放模式

变化之外,也指向央行希望维持流动性“合理充裕”。据央行此前消息,近期重点工作在于疏通传导机制。但“合理充裕”的流动性有望维系,央行可能于明年1月再度降准,主要是考虑到春节前流动性往往需央行呵护。

### 中信证券:货币环境将保持宽松

长期来看,预计货币政策将保持略偏宽松,但过于乐观的一致性预期可能导致政策转折点被忽视。当前经济下行压力仍存,融资环境短期难见明显改善。外部因素方面,美联储加息可能提前结束,对我国货币政策的制约将趋于弱化,预计略偏宽松货币政策仍将持续,合理充裕的流动性环境仍将持续。(张勤峰 整理)

## 鸡蛋期价下方空间有限

□本报记者 张利静

12月6日,鸡蛋期货1905合约收报3493元/500千克,较前一日跌0.74%。分析人士指出,当前全国鸡蛋价格持续反弹,各地走货情况有所好转,产区库存压力略有缓解,即便终端需求仍表现较弱,也难有较大回调空间。

## 现货蛋价表现偏强

瑞达期货研究称,周四全国鸡蛋价格持续反弹,销区北京持涨、上海持稳,主产区全面上涨;近期初产鸡群不多,鸡蛋供应增幅缓慢,目前各地区走货情况有所好转,产区库存压力略有缓解,尤其是北方主产区。

从近期鸡蛋价格走势来看,11月,芝华鸡蛋现货价格指数总体震荡走弱,其中1日芝华鸡蛋价格指数为4.36元/斤,29日为4.09元/斤,较月初下降0.27元/斤。“11月为鸡蛋季节性需求淡季,需求较10月明显减弱。但由于今年在产蛋鸡存栏处于历史低位,现货价格较往年相对坚挺。”光大期货研究员孔海兰分析。

从蛋鸡存栏情况来看,据芝华数据最新公布的蛋鸡存栏统计显示,10月在产蛋鸡存栏量降至10.63亿只,环比减少2.35%,同比减少8.36%;后备鸡存栏2.06亿只,环比减少2.26%,同比减少15.23%;预计11月在产蛋鸡存栏在11.2亿只左右,存栏呈现逐步上涨趋势。

从鸡龄来看,市场人士指出,当前蛋鸡存栏结构逐渐恢复正常,高峰鸡增多明显,但初产蛋鸡数量有所下降,引发市场对后市供应担忧。此外,由于鸡肉对于生猪的消费替代,老鸡延迟淘汰现象明显,市场库存逐步累积,供给紧张局面缓解。

“10月在产蛋鸡存栏小幅下降,另今年6月以来育雏鸡补栏较前期下降明显,预计后市在产蛋鸡恢复进度较慢。同时,鸡龄结构显示,在产蛋鸡中,大、中、小蛋占比均小幅减少,中短期供给面偏紧预期不变。”孔海兰分析。

## 下方空间有限

从鸡蛋基本面来看,方正中期期货鸡蛋分析师霍雅文认为,当前产区仍保有一定量的库存,生产环节有1-2天余货,流通环节1-2天左右余货,短期内终端需求仍表现较弱,走货减缓,终端消费仍有待提振,但各地库存不多,有助稳定鸡蛋价格,预计短期鸡蛋价格继续回调空间有限,未来或企稳震荡。

瑞达期货研究则对蛋价更为乐观。据分析,受生猪跨省调运受限,主产区和主销区出现猪价两极分化现象,部分禽蛋主产区猪肉价格跌至5元区(单位:元/斤),对蛋价走高形成一定压制。根据万德农业部生猪存栏变化率(环比增减),每年的12月猪肉春节备货,存栏环比降幅基本都在2%以上,如果未来活猪跨省调运政策未做出调整,不排除当前主销区肉价继续走高,推动禽肉蛋类流向高价区的可能。

操作上,该机构建议,鸡蛋1901合约建仓4130元/500千克建仓的多单继续持有,目标4250元/500千克;如果期价下破4170元/500千克则建议暂时退出多单。

## 赵伟:美联储放缓加息利好美债黄金

□本报记者 王姣

“考虑到失业率和美联储货币政策之间的关系,以及美联储近期的由‘鹰’转‘鸽’,美联储本轮加息周期或已至尾端。”长江证券研究所宏观部负责人、首席宏观债券研究员赵伟12月6日在接受中国证券报记者采访时表示,对大类资产而言,随着美联储放缓加息节奏,综合考虑美国宏观形势、货币环境等未来变化,10年期美债收益率顶部已现,黄金配置价值加速凸显,同时难以缓解美股调整风险。

中国证券报:近期,美联储多位高官发表鸽派讲话,吹风未来“放缓加息”,是否预示本轮加息周期临近尾端?

赵伟:11月以来,美联储在加息立场上由“鹰”转“鸽”。其中,主席鲍威尔和副主席克拉里达均强调目前利率“仅略低于”中性利率水平。美联储11月议息会议纪要也摒弃“进一步渐进加息”表述,转为强调“未来货币政策不预设路径、将更加灵活”。

赵伟:11月以来,美联储在加息立场上由“鹰”转“鸽”。其中,主席鲍威尔和副主席克拉里达均强调目前利率“仅略低于”中性利率水平。美联储11月议息