

## 中國央行貨幣政策新工具回顧及憧憬

近年來，中國央行貨幣政策工具創新層出不窮，繼陸續推出常備借貸便利（SLF）、短期流動性調節工具（SLO）、抵押補充貸款（PSL）、中期借貸便利（MLF）之後，上月又推出了臨時流動性便利（TLF），以滿足春節前現金投放的集中需求。較之傳統的貨幣政策工具（如基準利率和準備金率調整），這些新工具能夠更為靈活地滿足銀行體系和貨幣市場的流動性需求，實現更為精準的調控。

2016 年，央行靈活運用公開市場常規操作，配合 SLO、MLF、SLF、PSL 等操作，保持適度流動性。目前 MLF 和 PSL 操作已進入常態化，成為基礎貨幣供應的重要管道之一。

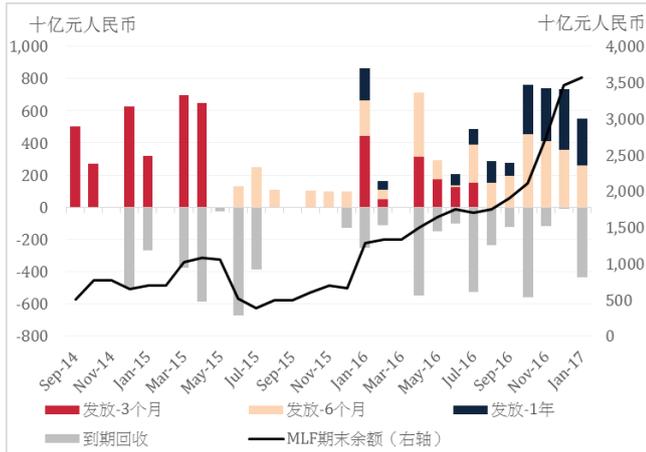
本文歸納了各項新貨幣政策工具的特點。結合 2017 年穩健中性的貨幣政策主基調，我們認為今年央行將繼續通過靈活運用各項新貨幣政策工具維持金融體系流動性“基本穩定”，避免降準和降息；此外，考慮到經濟下行壓力加大、通脹上行空間有限，我們認為今年加息的可能性較小。

丁文捷, Ph.D.  
(852) 3900 0856  
dingwenjie@cmbi.com.hk

## 貨幣政策新工具

### 1. 中期借貸便利 (MLF)

- 發起時間：2014 年 9 月
- 期限：3 個月，6 個月，9 個月，1 年
- 對象：國有商業銀行，股份制商業銀行，較大規模的城商行和農商行
- MLF 利率由央行確定；央行向商業銀行提前詢量，2016 年 6 月開始，部分銀行可上報 MLF 需求
- 2017 年 1 月 24 日，央行開展 6 個月和 1 年期 MLF 操作，並將利率分別上浮 10 個基點至 2.95% 和 3.1%
- 以抵押貸款形式開展，抵押品包括國債、央票、政策性金融債、高等級公司信用債、地方債、同業存單等（設置不同抵押率控制風險）
- 目的：平抑流動性時點波動、對沖外匯占款負增長，一定程度上起到降準的作用；促進三農和小微貸款
- 2016 年起，MLF 操作逐漸常態化，通常在每月中下旬進行
- 截至 2017 年 1 月底，MLF 餘額為 3.57 萬億元。

**圖 1：MLF 操作及期末餘額**


來源：中國人民銀行微博，招銀國際證券

**圖 2：2017 年 1 月 MLF 利率首次上浮**


來源：中國人民銀行微博，招銀國際證券

## 2. 抵押補充貸款 (PSL)

- 2014 年創立
- 期限：3 至 5 年
- 對象：三家政策性銀行（國家開發銀行、農業開發銀行、進出口銀行）
- 抵押品：高等級債券及優質信貸資產
- 利率優惠
- 目的：(1) 為棚改、水利、人民幣“走出去”等具有國家戰略意義的工程提供長期、低成本資金；(2) 引導中長期利率
- 截至 2016 年末，PSL 餘額達到 2.05 萬億元，比 2015 年年末餘額翻倍。PSL 已經成為投放基礎貨幣的管道之一，如果假設 PSL 的貨幣乘數與其它基礎貨幣相同，則 PSL 對 2016 年 M2 同比增速（11.3%）的貢獻為 4.66 個百分點
- 自 2016 年 6 月起，PSL 操作進入常態化；我們認為未來 PSL 將繼續發揮其指導中長期利率、穩經濟增長的作用

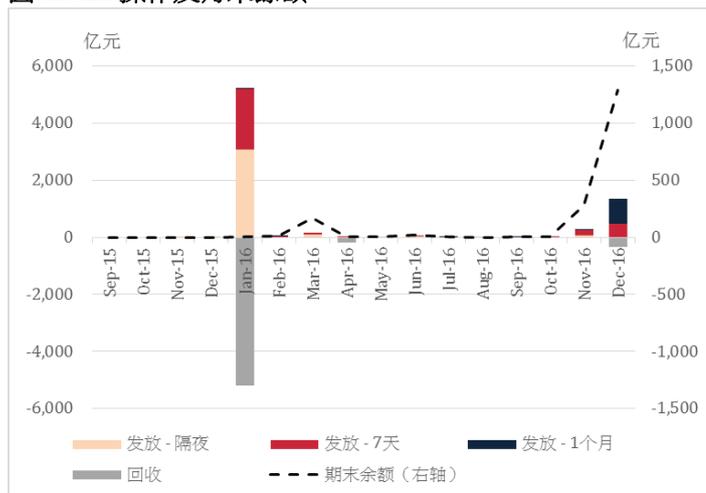
**圖 3：2016 年末 PSL 餘額達到 2.05 萬億元**


來源：中國人民銀行，萬得資料，招銀國際證券

### 3. 常備借貸便利 (SLF)

- 2013 年初設立
- 期限：隔夜、7 天、1 個月、3 個月
- 對象：國有及股份制商業銀行、政策性商業銀行、地方法人金融機構
- 抵押品：高等級債券及優質信貸資產
- 利率由央行確定（2015 年 11 月以來未改變）
- 當前利率：隔夜 SLF@2.75%，7 天 SLF@3.25%，1 個月 SLF@3.60%
- 目的：滿足金融機構短期流動性需求
- SLF 利率作為利率走廊上限，引導短期市場利率
- 據以往的操作方式判斷，SLF 操作通常發生在農曆新年（例如 2016 年 1 月和 2016 年 12 月），以滿足節前金融機構流動性集中需求。由於期限通常短於 1 個月，SLF 月末餘額很少超過 1000 億元。2016 年 12 月央行集中投放 1 個月期限 SLF 892.52 億元，故 2016 年年末 SLF 餘額達 1,290.07 億元。

圖 4: SLF 操作及月末餘額



來源：中國人民銀行，萬得資料，招銀國際證券

### 4. 臨時流動性便利 (TLF)

- 2017 年 1 月 20 日設立
- 期限：28 天
- 對象：幾家大型商業銀行
- 目的：保障春節前現金投放的集中性需求，促進銀行體系流動性和貨幣市場平穩運行
- **不需要抵押品**（這是 TLF 與同期限逆回購及 MLF 操作的最大區別之一）
- 資金成本與同期限公開市場操作利率大致相同（當日 28 天逆回購利率為 2.55%）

## 5. 短期流動性調節工具 (SLO)

- 2013 年初設立
- 作為公開市場操作的有效補充
- 對象：參與公開市場操作的一級交易商
- 期限：1-7 天
- 利率招標
- 抵押品：國債、央票、政策性金融債、政府支持機構債券、商業銀行債券等
- 最近一次 SLO 操作追溯到 2016 年 1 月 20 日

圖 5: 央行新型貨幣政策工具總結

| 工具             | 发起时间    | 对象                                 | 期限   | 利率决定         | 抵押品/质押品                               | 注  |
|----------------|---------|------------------------------------|--|--------------|---------------------------------------|--|
| 公开市场操作(OMOs)   | 1999    | 参与公开市场操作的商业银行和证券公司                 | 正/逆回购: 7天, 14天, 21天, 28天, 91天<br>中央银行票据: 3个月, 1或3年 | 招标<br>招标     | 国债、央票、政策性金融债、政府支持机构债券、商业银行债券等<br>无    |  |
| 短期流动性调节工具(SLO) | 2013年初  | 参与公开市场操作的一级交易商                     | 1-7天   | 招标           | 国债、央票、政策性金融债、政府支持机构债券、商业银行债券等         | 作为公开市场操作的补充  |
| 常备借贷便利(SLF)    | 2013年初  | 国有商业银行, 政策性银行, 股份制商业银行, 部分地方法人金融机构 | 隔夜, 7天, 14天, 1个月, 3个月                              | 由央行确定        | 高等级债券及优质信贷资产                          | SLF利率作为利率走廊的上限                                       |
| 中期借贷便利(MLF)    | 2014年9月 | 国有商业银行, 股份制商业银行, 较大规模的城商行和农商行      | 3个月, 6个月, 1年                                       | 由央行确定        | 国债、央行票据、CDB及政策性金融债、高等级公司信用债、地方债、同业存单等 | 平抑流动性波动, 对冲外汇占款负增长, 一定程度上起到降准的作用                     |
| 抵押补充贷款(PSL)    | 2014年中  | 三家政策性银行                            | 3至5年   | 优惠利率         | 高等级债券及优质信贷资产                          | 为棚改、水利、人民币“走出去”等战略性工程提供长期资金支持, 稳增长                   |
| 临时流动性便利(TLF)   | 2017年1月 | 大型商业银行                             | 28天  | 接近同期公开市场操作利率 | 无                                     | 2017年1月20日首次开展, 为保障春节前现金投放的集中性需求, 促进银行体系流动性和货币市场平稳运行 |

來源：中國人民銀行，媒體，招銀國際證券

## 2017 貨幣政策工具運用憧憬

穩健中性是 2017 年中國貨幣政策的主基調。2016 年底舉行的中央經濟工作會議將穩健中性定為 2017 年貨幣政策的基調，並提出“要把防控金融風險放到更加重要的位置”以及“著力防控資產泡沫”。此後舉行的 2017 年中國人民銀行工作會議也回應，要“綜合運用多種貨幣政策工具，調節好流動性閘門，保持流動性基本穩定”。在措辭上，保持流動性“基本穩定”與去年大部分時期提出的保持流動性“合理充裕”相比，體現了今年貨幣政策邊際收緊的趨勢。

基於以上基調，我們對於 2017 年央行貨幣工具的使用有以下幾點預測：

### 1. 我們認為央行將盡可能地避免使用傳統的貨幣寬鬆工具，如降息、降准

因為降息降準將釋放較為強烈的貨幣寬鬆的信號，與穩健中性的主基調背道而馳，也不利於“防風險”、“控泡沫”等主要工作的開展。

### 2. 央行將繼續並加大 MLF、SLF、PSL、TLF 等工具的靈活運用，以上操作將更為常態化和透明化

MLF 仍將在一定程度上起到“降准”的作用，成為基礎貨幣供應的途徑之一。當然，MLF 操作可能受到其需要抵押品、會削弱銀行流動性覆蓋率指標等因素的限制，但我們認為央行可能會在未來不斷完善抵押品管理框架、擴大抵押品範圍，或者微調銀行流動性覆蓋率的監管要求，以打破這些限制。

2017 年 1 月 20 日開展的臨時流動性便利(TLF)操作不代表貨幣政策轉向寬鬆。儘管有媒體將此次 TLF 解讀為“變相降准”，但我們認為其主要目的還是在於緩解節前流動性緊張的局面，操作物件也非常有針對性，為在現金投放中占比高的幾家大型商業銀行。由於 TLF 操作較為靈活，不需要抵押品，我們預計今年央行還會適時進行 TLF 的續期或新操作。

### 3. 我們認為今年不會加息，儘管央行於 1 月 24 日提高 MLF 利率

我們認為提高 MLF 利率的主要目的在於重申貨幣當局穩健中性的立場，尤其考慮到該操作發生在 1 月 20 日央行開展臨時流動性便利操作、市場憧憬變相貨幣寬鬆之後。提升 MLF 利率的信號意義大於實質。儘管如此，我們認為央行加息的可能性較小，主要考慮到未來通脹上行空間有限，中國經濟仍面臨較大下行壓力，加息反而會加重企業債務負擔。

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1) 發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2) 他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1) 並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；(2) 不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3) 沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4) 並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

|     |                                |
|-----|--------------------------------|
| 買入  | : 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%       |
| 持有  | : 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間 |
| 賣出  | : 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%       |
| 未評級 | : 招銀國際並未給予投資評級                 |

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

#### 對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

#### 對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。