

中国央行货币政策新工具回顾及憧憬

近年来，中国央行货币政策工具创新层出不穷，继陆续推出常备借贷便利（SLF）、短期流动性调节工具（SLO）、抵押补充贷款（PSL）、中期借贷便利（MLF）之后，上月又推出了临时流动性便利（TLF），以满足春节前现金投放的集中需求。较之传统的货币政策工具（如基准利率和准备金率调整），这些新工具能够更为灵活地满足银行体系和货币市场的流动性需求，实现更为精准的调控。

2016 年，央行灵活运用公开市场常规操作，配合 SLO、MLF、SLF、PSL 等操作，保持适度流动性。目前 MLF 和 PSL 操作已进入常态化，成为基础货币供应的重要渠道之一。

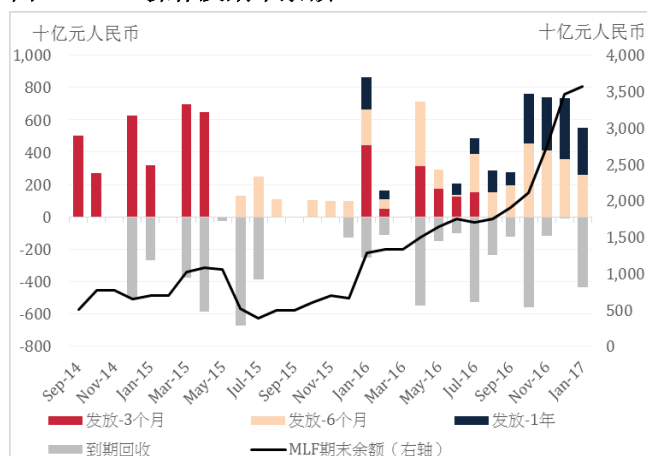
本文归纳了各项新货币政策工具的特点。结合 2017 年稳健中性的货币政策主基调，我们认为今年央行将继续通过灵活运用各项新货币政策工具维持金融体系流动性“基本稳定”，避免降准和降息；此外，考虑到经济下行压力加大、通胀上行空间有限，我们认为今年加息的可能性较小。

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

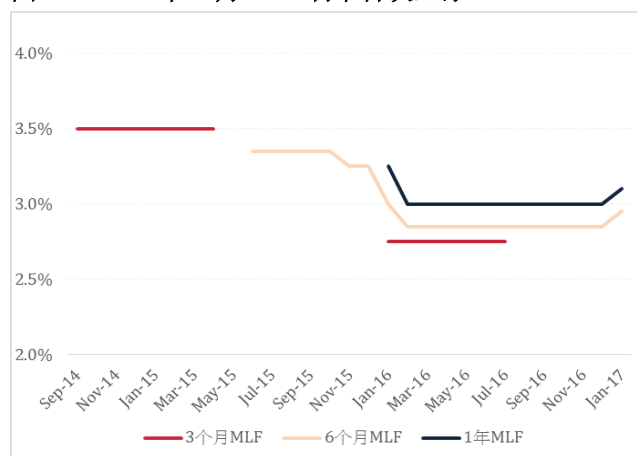
货币政策新工具

1. 中期借贷便利 (MLF)

- 发起时间：2014 年 9 月
- 期限：3 个月，6 个月，9 个月，1 年
- 对象：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
- MLF 利率由央行确定；央行向商业银行提前询量，2016 年 6 月开始，部分银行可上报 MLF 需求
- 2017 年 1 月 24 日，央行开展 6 个月和 1 年期 MLF 操作，并将利率分别上浮 10 个基点至 2.95% 和 3.1%
- 以抵押贷款形式开展，抵押品包括国债、央票、政策性金融债、高等级公司信用债、地方债、同业存单等（设置不同抵押率控制风险）
- 目的：平抑流动性时点波动、对冲外汇占款负增长，一定程度上起到降准的作用；促进三农和小微贷款
- 2016 年起，MLF 操作逐渐常态化，通常在每月中下旬进行
- 截至 2017 年 1 月底，MLF 余额为 3.57 万亿元。

图 1：MLF 操作及期末余额


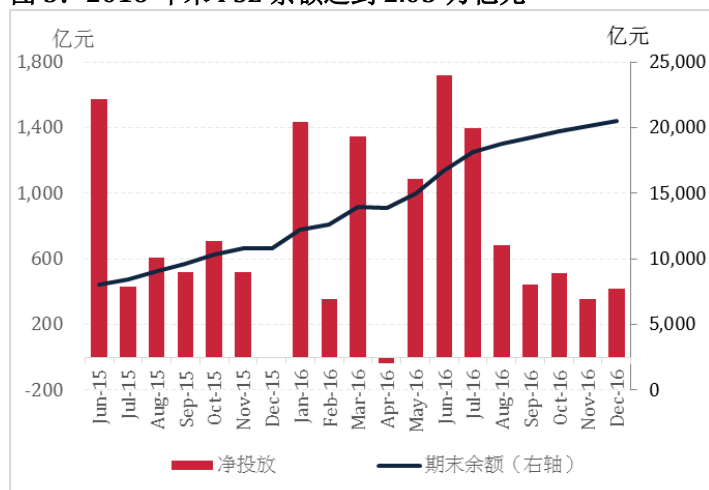
来源：中国人民银行微博，招银国际证券

图 2：2017 年 1 月 MLF 利率首次上浮


来源：中国人民银行微博，招银国际证券

2. 抵押补充贷款 (PSL)

- 2014 年创立
- 期限：3 至 5 年
- 对象：三家政策性银行（国家开发银行、农业开发银行、进出口银行）
- 抵押品：高等级债券及优质信贷资产
- 利率优惠
- 目的：（1）为棚改、水利、人民币“走出去”等具有国家战略意义的工程提供长期、低成本资金；（2）引导中长期利率
- 截至 2016 年末，PSL 余额达到 2.05 万亿元，比 2015 年年末余额翻倍。PSL 已经成为投放基础货币的渠道之一，如果假设 PSL 的货币乘数与其它基础货币相同，则 PSL 对 2016 年 M2 同比增速（11.3%）的贡献为 4.66 个百分点
- 自 2016 年 6 月起，PSL 操作进入常态化；我们认为未来 PSL 将继续发挥其指导中长期利率、稳经济增长的作用

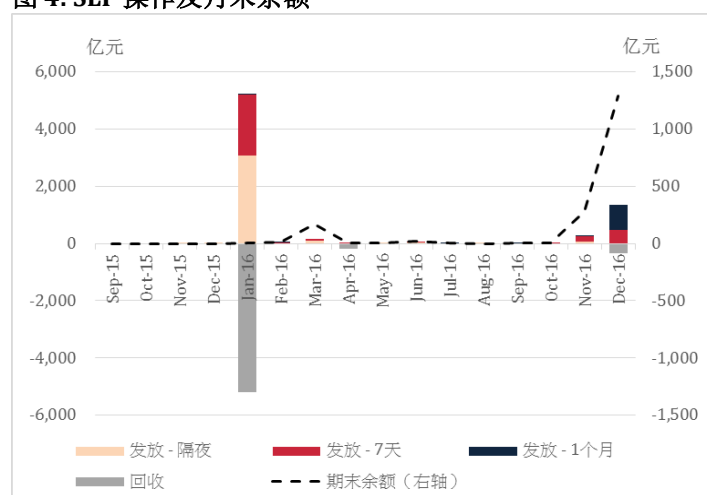
图 3：2016 年末 PSL 余额达到 2.05 万亿元


来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

3. 常备借贷便利 (SLF)

- 2013 年初设立
- 期限：隔夜、7 天、1 个月、3 个月
- 对象：国有及股份制商业银行、政策性商业银行、地方法人金融机构
- 抵押品：高等级债券及优质信贷资产
- 利率由央行确定（2015 年 11 月以来未改变）
- 当前利率：隔夜 SLF@2.75%，7 天 SLF@3.25%，1 个月 SLF@3.60%
- 目的：满足金融机构短期流动性需求
- SLF 利率作为利率走廊上限，引导短期市场利率
- 据以往的操作方式判断，SLF 操作通常发生在农历新年（例如 2016 年 1 月和 2016 年 12 月），以满足节前金融机构流动性集中需求。由于期限通常短于 1 个月，SLF 月末余额很少超过 1000 亿元。2016 年 12 月央行集中投放 1 个月期限 SLF 892.52 亿元，故 2016 年年末 SLF 余额达 1,290.07 亿元。

图 4: SLF 操作及月末余额



来源：中国人民银行，万得数据，招银国际证券

4. 临时流动性便利 (TLF)

- 2017 年 1 月 20 日设立
- 期限：28 天
- 对象：几家大型商业银行
- 目的：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
- 不需要抵押品（这是 TLF 与同期限逆回购及 MLF 操作的最大区别之一）
- 资金成本与同期限公开市场操作利率大致相同（当日 28 天逆回购利率为 2.55%）

5. 短期流动性调节工具 (SLO)

- 2013 年初设立
- 作为公开市场操作的有效补充
- 对象：参与公开市场操作的一级交易商
- 期限：1-7 天
- 利率招标
- 抵押品：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
- 最近一次 SLO 操作追溯到 2016 年 1 月 20 日

图 5: 央行新型货币政策工具总结

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	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	
			中央银行票据: 3个月, 1年或3年	招标	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

来源: 中国人民银行, 媒体, 招银国际证券

2017 货币政策工具运用憧憬

稳健中性是 2017 年中国货币政策的主基调。2016 年底举行的中央经济工作会议将稳健中性定为 2017 年货币政策的基调，并提出“要把防控金融风险放到更加重要的位置”以及“着力防控资产泡沫”。此后举行的 2017 年中国人民银行工作会议也回应，要“综合运用多种货币政策工具，调节好流动性闸门，保持流动性基本稳定”。在措辞上，保持流动性“基本稳定”与去年大部分时期提出的保持流动性“合理充裕”相比，体现了今年货币政策边际收紧的趋势。

基于以上基调，我们对于 2017 年央行货币工具的使用有以下几点预测：

1. 我们认为央行将尽可能地避免使用传统的货币宽松工具，如降息、降准

因为降息降准将释放较为强烈的货币宽松的信号，与稳健中性的主基调背道而驰，也不利于“防风险”、“控泡沫”等主要工作的开展。

2. 央行将继续并加大 MLF、SLF、PSL、TLF 等工具的灵活运用，以上操作将更为常态化和透明化

MLF 仍将在一定程度上起到“降准”的作用，成为基础货币供应的途径之一。当然，MLF 操作可能受到其需要抵押品、会削弱银行流动性覆盖率指标等因素的限制，但我们认为央行可能会在未来不断完善抵押品管理框架、扩大抵押品范围，或者微调银行流动性覆盖率的监管要求，以打破这些限制。

2017 年 1 月 20 日开展的临时流动性便利(TLF)操作不代表货币政策转向宽松。尽管有媒体将此次 TLF 解读为“变相降准”，但我们认为其主要目的还是在于缓解节前流动性紧张的局面，操作对象也非常有针对性，为在现金投放中占比高的几家大型商业银行。由于 TLF 操作较为灵活，不需要抵押品，我们预计今年央行还会适时进行 TLF 的续期或新操作。

3. 我们认为今年不会加息，尽管央行于 1 月 24 日提高 MLF 利率

我们认为提高 MLF 利率的主要目的在于重申货币当局稳健中性的立场，尤其考虑到该操作发生在 1 月 20 日央行开展临时流动性便利操作、市场憧憬变相货币宽松之后。提升 MLF 利率的信号意义大于实质。尽管如此，我们认为央行加息的可能性较小，主要考虑到未来通胀上行空间有限，中国经济仍面临较大下行压力，加息反而会加重企业债务负担。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。