

研究报告

2015 年 10 月 13 日, 星期二

中国：中国央行不断丰富货币政策工具箱

扩大信贷资产质押再贷款试点

上周末（10 月 10 日），中国央行低调宣布将在 2014 年山东和广东开展信贷资产质押再贷款试点形成的基础上，进一步扩大信贷资产质押再贷款试点计划范围至上海、天津、辽宁、江苏、北京、重庆等 9 省/市。中国央行将对这些质押品进行评级（包括银行以及质押资产），并以其中合格的优质信贷资产为质押打折后向银行发放再贷款，类似于保理业务。

这是中国央行对其流动性管理工具箱的一次扩围，即从此前的优质质押品（如政府债券、地方政府债券等）扩大至银行账簿上的企业贷款。中国央行在声明中指出，这是对合格质押资产池的一次扩增，目的是提高政策操作的有效性和灵活性，解决银行没有足够合格再贷款资产的问题，（以及更重要的是）引导贷款流向农业以及中小型企业（SME）等部门。

中国式 QE 来了？

很多人很快就视这一最新公告为中国即将扩大其量化宽松（QE）计划的又一迹象，类似于美国、欧洲以及日本等国家和地区的央行已经采取或正在采取的 QE 一样。这虽然这看起来是相似 QE 操作，但详细分析后就可判断出这不是“中国式 QE”。

正如我们在今年 6 月发文（请参阅以下链接）中的解释，中国央行的最新公告在某种程度上更接近于欧洲央行的长期再融资操作（LTRO），而不是 QE，因为 QE 通常需要在一定的期限内实施规定规模的大规模资产购买（LSAP）计划，以扩大央行的资产负债表。认为这并非是中国式 QE 有两个理由支撑：1）鉴于中国已经设定了广义货币供应量（M2 货币供应量）的增长目标（2015 年的增长目标为 12%），中国的货币政策实质上已经量化；以及 2）中国央行更有能力通过存款准备金率（RRR）的手段实施类似 QE 计划，为银行体系注入基础更广泛的流动性。甚至拿 LTRO 做比较也并不完全正确，因为中国的银行体系并未面临流动性危机，而流动性危机正是欧洲央行当时推出其 LTRO 计划的大背景。

中国的再融资以及再贷款计划包括最新宣布的扩大信贷资产质押再贷款试点以及先前的种种举措，如 PSL（抵押补充贷款）计划、MLF（中期借贷便利）、SLO（公开市场短期流动性调节工具）以及 SLF（常备借贷便利）等。这些计划显然不在 QE 范围之内。

以上计划旨在向目前并未面临流动性危机的银行体系提供“定向”流动性，以及引导银行贷款流向中国央行认为比较重要的部门，同时影响贷款利率。中国央行并未通过 RRR 向银行体系释放大量流动性，而是针对选定目标使用这些便利。这符合李克强总理一再呼吁的情况，即“用好增量，盘活存量”。

举例来说，2014 年 7 月，中国国家开发银行从中国央行获得 1 万亿元 PSL，定向用于支持棚户区改造，且当时的贷款利率就是基准利率。而在上周末的公告中，定向部门就是农业和中小型企业部门，这是因为大多数商业银行通常选择避开向这些部门提供贷款。

观点：不会对人民币造成太大影响

对于那些认为这是中国式 QE 的又一迹象的人们而言，显然认为最新公告会对人民币造成不利影响，犹如之前 QE 不利于欧元和日元。合乎逻辑的结论是，未来人民币会承受进一步的贬值压力。

正如我们上面所指出的，最新公告仅仅是中国央行对其流动性管理工具箱的进一步优化，而不是在打造中国式 QE，后者仅需通过现有手段，也就是货币供应量目标和/或 RRR 就能实现，毋须劳师动众另起炉灶。因此，我们认为中国央行的最新公告不会对人民币造成任何重大负面影响，相反，还会降低中国央行立即大幅降准的风险。

因此，我们仍然认为人民币出现大规模或长期贬值的概率相当低，至少在未来数月里这种概率相当低。但是，随着人民币市场化程度的加深和灵活性的增加，人民币汇率会响应市场发展动态和市场消息，所以我们预计人民币汇率会出现更多的双向波动，因此，管理外汇风险和市场风险变得更加重要。

由于国际货币基金组织/世界银行年会刚于上周末闭幕，5 年一次的特别提款权（SDR）货币篮子审议决定将成为 2015 年 11 月的市场关注焦点，我们预期未来数周内，中国会进一步开放其市场/资产账户，同时实施更多的自由化措施，如扩大人民币交易区间等。

如果 SDR 决定利好中国，则应该会对人民币产生积极影响，我们依然认为人民币“入篮”概率为 60%。由于美联储加息的不确定性可能会支撑美元，我们继续维持人民币汇率在 2015 年年底为 6.50/美元，在 2016 年年底为 6.56/美元的预测。

链接

人民银行推广信贷资产质押再贷款试点 2015 年 10 月 10 日

<http://bit.ly/abc-20151010-refi>

China: Market Liberalization Measures Update, 2015 年 6 月 4 日

http://www.uobgroup.com/assets/pdfs/research/Flash_150604A.pdf

中国：市场自由化的最新举措，2015 年 6 月 5 日

http://www.uobgroup.com/assets/pdfs/research/Flash_150605.pdf



免责声明：本文分析的资料均来自公开的信息。尽管本文所含信息被认为是可靠的，但大华银行集团对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。同时，本文包含的意见和预测仅反映我们在本文分析发布时的意见，如有变更，恕不另行通知。大华银行集团可能持有本文提及的货币和金融产品的头寸，并有可能影响其中的交易。在达成任何拟定交易之前，读者应不依赖大华银行集团或其关联公司而独立确定交易的经济风险和价值以及法律、税务、会计特征和后果，并且读者须能够承担这些风险。本文及其内容是大华银行集团的专有信息及产品，不得复制或用于其他用途。本文以英文书写，中文版本且仅供参考。中、英文版本若有任何歧义，均以英文版本为准。

另，本文内容由新加坡大华银行提供，大华银行（中国）有限公司对本文所含信息的准确性及完整性不作任何保证也不承担任何法律责任。