



恒生銀行
HANG SENG BANK

中国经济月报

薛俊升

高级经济师

thomasshik@hangseng.com

人行放宽银根的真貌

经济研究

2015年5月

- 中国人民银行（「人行」）正透过扩大资产负债表并贷款予金融机构，实施量化宽松货币政策。
- 因此，近期有关人行或推行量化宽松货币政策以支持地方政府借贷的揣测显得不符事实。
- 最近当局宣布地方债务可被接纳为国库现金管理及货币政策操作的抵押品，反映当局未必需要人行正式放宽银根，已可采取有效措施支持地方政府借贷。



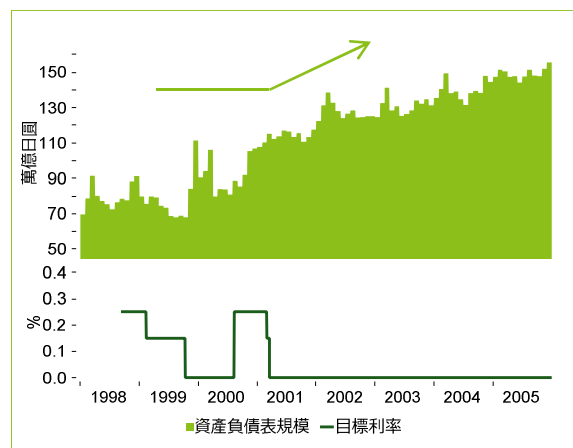
人行正推行量化宽松货币政策

自去年 11 月以来，中国人民银行（「人行」）已 3 次减息及 2 次调低存款准备金，令市场揣测人行是否需要推行量化宽松货币政策，以支持地方政府借贷。

一般而言，中央银行决定货币的价格，亦即利率，以此左右消费及投资以调节经济，并达致通胀、就业等政策目标。然而，作为政策工具的目标利率，最低水平为零。当目标利率已届此限度，而央行又要放宽银根，便需要转为决定货币的数量，透过印钞购买资产或向金融机构放贷，以扩大其资产负债表规模。

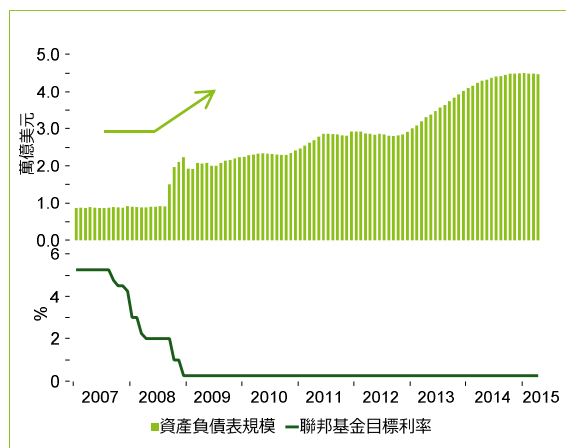
正如 2001 年日本央行减息至零后，开始以储备货币的数量作为其政策目标。又如 2008 年美国联邦储备局将联邦基金目标利率降至 0-0.25% 后，推行资产购买计划（表 1 及 2）。

表 1：日本央行资产负债表及其目标利率



数据源：Macrobond，恒生银行

表 2：联储局资产负债表及其目标利率

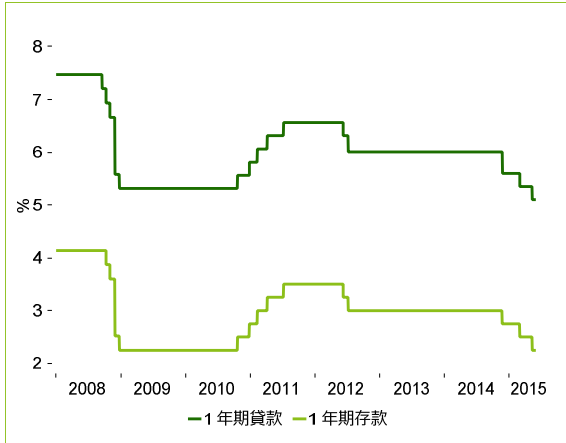


数据源：Macrobond，恒生银行

现时，内地存贷款基准利率分别为 2.25% 及 5.10%，两者均远高于零（表 3）。但人行资产负债表规模仍由 2008 年初的 17.4 万亿人民币增长一倍至现时的 34.2 万亿人民币（表 4）。这又是否代表人行正推行量化宽松货币政策？

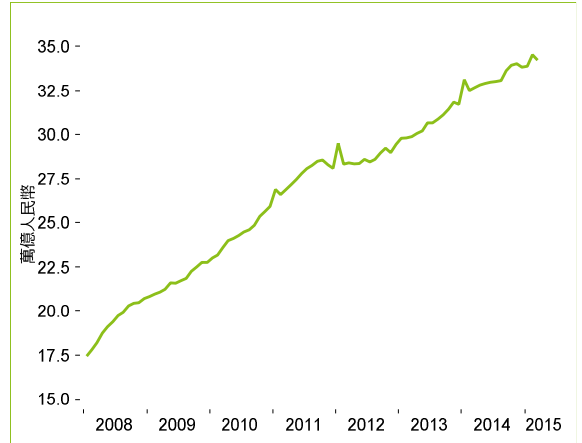


表 3：人行基准利率



数据源：Macrobond，恒生银行

表 4：人行资产负债表规模



数据源：Macrobond，恒生银行

首先，我们要明白人民币是与一篮子货币挂钩，而市场普遍认为美元占一篮子内的比重相当高。如果属实，人行的货币政策及其资产负债表规模便颇受美国联储局的影响。

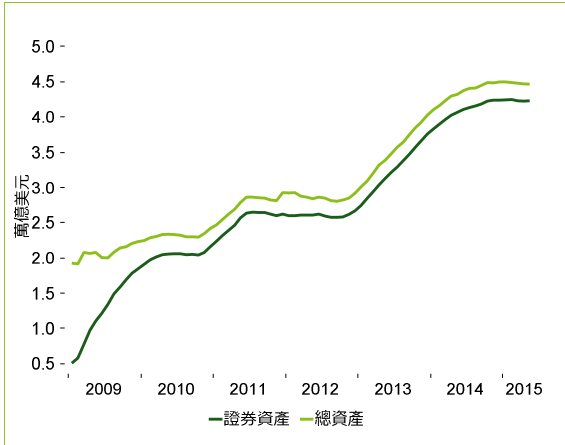
正如我们 3 月份的报告所指，人行要维持人民币与一篮子货币挂钩，需要跟随联储局的货币政策。¹ 如果美国联储局放宽银根，除非人行同样放宽银根，透过印钞于市场以人民币购入美元，否则会增加人民币兑美元升值的风险，促使资金流入内地。如果人行跟随联储局放宽银根，人行资产负债表的规模会增加，资产项目上的外汇资产及负债项目上的储备货币亦同告上升。相反，若果人行跟随联储局收紧银根，人行资产负债表的规模便会收缩。

自联储局于 2008 年 12 月将目标利率降至接近零以后，即依靠购买资产作为刺激经济的手段。联储局持有证券资产的规模增加，正显示联储局放宽货币政策，并反映在其资产负债表之上（表 5）。由于人行基本上跟随联储局的步伐，因此其外汇资产及资产负债表规模同样增加（表 6）。

¹ 恒生银行，中国经济月报，2015 年 3 月。

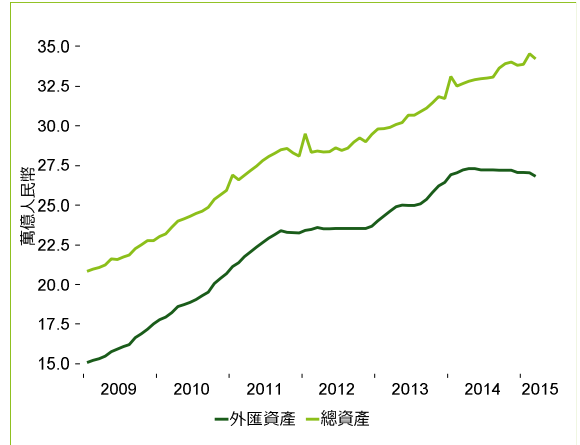


表 5：联储局资产负债表及其持有证券资产



数据源：Macrobond，恒生银行

表 6：人行资产负债表及其外汇资产



数据源：Macrobond，恒生银行

联储局购买证券资产直至 2014 年 10 月为止。去年全年计，联储局持有的证券资产增加 4,600 亿美元，按每美元兑 6.20 人民币计算，相当于 2.85 万亿人民币。同期人行外汇资产仅增 6,410 亿人民币，但其资产负债表规模仍然增加 2.1 万亿人民币。这显示 1) 人行不再于外汇市场干预人民币汇价，但却 2) 透过印钞向金融机构提供贷款，扩大其资产负债表规模。诚然，去年人行发行的储备货币上升 2.3 万亿人民币，而储备货币与外汇资产的差额主要见于人行资产负债表资产项目下，人行对银行及非银行金融机构的债权急升（表 7）。

表 7：人行资产负债表（2014 年对比 2013 年）

人民银行

(亿人民币)	2013	2014	变动	(亿人民币)	2013	2014	变动
外汇资产	264,270	270,680	6,410	储备货币	271,020	294,090	23,070
其他国外资产	7,960	7,940	-20	非储备货币存款	1,330	1,560	230
对政府的债权	15,310	15,310	0	债券	7,760	6,520	-1,240
对银行及非银行金融机构的债权	22,060	32,830	10,770	国外负债	2,090	1,830	-260
对非金融机构的债权	30	10	-20	政府存款	28,610	31,280	2,670
其他	7,650	11,480	3,830	其他负债	6,250	2,750	-3,500
				资本	220	220	0
总计	317,280	338,250	20,970	总计	317,280	338,250	20,970

数据源：中国人民银行，恒生银行



自 2015 年初以来，人行仍持续印钞，但其外汇资产仍然下降，反映资金自内地流走。今年首 3 个月，人行外汇资产下跌 2,520 亿人民币，但其对银行及非银行金融机构的债权却上升 6,500 亿人民币。其中发行储备货币增加 1,660 亿人民币及其他负债增加 4,020 亿人民币（表 8）。

表 8：人行资产负债表（2015 年 3 月对比 2014 年 12 月）

人民银行

(亿人民币)	2014-12	2015-03	变动	(亿人民币)	2014-12	2015-03	变动
外汇资产	270,680	268,160	-2,520	储备货币	294,090	295,750	1,660
其他国外资产	7,940	7,910	-30	非储备货币存款	1,560	1,730	170
对政府的债权	15,310	15,310	0	债券	6,520	6,520	0
对银行及非银行金融机构的债权	32,830	39,330	6,500	国外负债	1,830	1,410	-420
对非金融机构的债权	10	40	30	政府存款	31,280	29,830	-1,450
其他	11,480	11,480	0	其他负债	2,750	6,770	4,020
				资本	220	220	0
总计	338,250	342,230	3,980	总计	338,250	342,230	3,980

数据源：中国人民银行，恒生银行

上述分析显示，大约过去一年人行积极扩大其资产负债表规模以放宽银根。人行资产负债表负债项目下的储备货币急升，反映其增加印钞，但背后却没有美元的十足支持，亦即人行外汇资产没有相应增加。相反，人行透过印钞贷款予金融机构，其对银行及非银行金融机构的债权因而上升。就此而言，人行其实正在实施量化宽松货币政策，只是并无定下印发货币的目标数量而已。

人行的量化政策工具

过去两年人行设立多项贷款工具藉以向金融机构提供资金（表 9）。其中，常备借贷便利（SLF）及中期借贷便利（MLF）可说是最重要的政策工具。



表 9：人行贷款工具

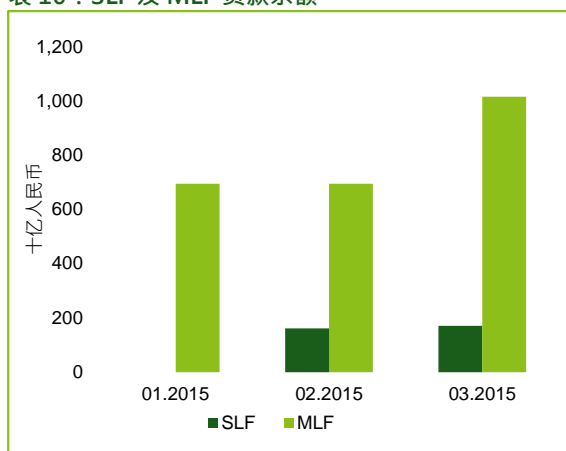
工具		设立日期	目的	对象	年期	利率	抵押品
SLO	短期流动性调节工具	2013 年初	辅助公开市场操作	公开市场操作 合格一级交易商	1-7 日	按招标而定	回购协议
SLF	常备借贷便利	2013 年初	提供紧急资金，与美国 联储局贴现窗目的相若	存款金融机构及 政策性银行	1-3 个月	不明，但参考联储局贴 现窗制度，应高于市场 利率	高信用评级债券及 信贷资产
MLF	中期借贷便利	2014 年 9 月	提供中期贷款以引导 市场利率中期走向	合格商业银行及 政策性银行	自推出以来 一直为 3 个月期限	自推出以来一直为 3.5%	国债、央行票据、 政策性金融债、 高信用评级债券
PSL	抵押补充贷款	2014 年中	为个别行业如小型企业、 棚户区改造等提供贷款	政策性银行，据报亦包 括合格金融机构	中长期	优于市场利率	目前以棚户区改造 贷款为抵押

数据源：中国人民银行，恒生银行

2013 年初，人行设立相当于联储局的贴现窗的常备借贷便利，以此向银行提供紧急资金。及后，人行再于 2014 年 9 月设立中期借贷便利，向银行提供贷款以引导市场利率中期走向。今年首 3 个月，人行透过两者向银行提供的贷款净额为 5,400 亿人民币，相当于同期人行对银行及非银行金融机构债权增加金额的 83% (表 10)。



表 10 : SLF 及 MLF 贷款余额



数据源：中国人民银行，恒生银行

债券置换计划

考虑到人行自 2014 年 11 月以来已先后 3 次减息及 2 次调低银行存款准备金率，人行实质上已动用「数量型」（即扩大资产负债表规模）及「价格型」（即透过调整利率）工具支持内地经济发展。这亦是人行最近一季货币政策执行报告所带出的一个重点。换言之，最近市场揣测人行可能考虑推行量化宽松货币政策，以支持中央政府所提出的 1 万亿人民币地方政府债券置换计划，显得有点不符事实。

2014 年 10 月，中央政府为地方政府借贷设限。虽然并无明确订出地方政府债务规模的上限，但中央政府表示不得再透过地方政府融资机制（LGFVs）以成立企业来举债，并且地方政府举债需经由全国人大批准。² 此前地方政府透过其融资机制大举借贷。中央政府的声明显示，透过地方政府融资机制所筹措的债务，不一定由官方全数承担，不仅因为地方政府直接或法律上并无偿还此类贷款的责任，而且中央政府已清楚表明不会财政上救助地方政府。虽然如此，但中央政府仍会推行债券置换计划，以期将部分此类含有地方政府隐性担保的债务转为地方政府直接发行的债券（表 11）。

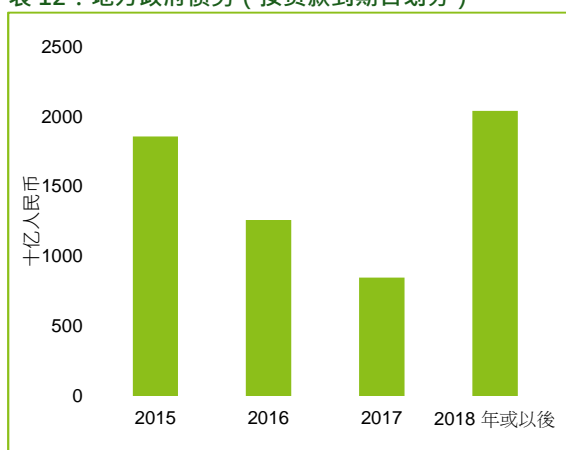
² http://www.gov.cn/zhengce/content/2014-10/02/content_9111.htm

表 11：债券置换计划发展时序

2014 年 10 月 2 日	中央政府为地方政府债务设限，并推出债券置换计划
2015 年 3 月 12 日	财政部公布债券置换计划详情
2015 年 4 月中	传闻指银行对债券置换计划反应冷淡
2015 年 4 月中至末	报导指人行考虑推出措施增加市场对地方政府债券的需求
2015 年 4 月 29 日	人行首席经济学家马骏否认将推出购买地方政府债券计划
2015 年 5 月 11 日	当局指示银行继续向地方政府提供建设项目贷款
2015 年 5 月 15 日	当局容许银行以地方政府债券作为资金抵押品并公布更多置换计划详情

数据源：中央政府，中国人民银行，不同媒体，恒生银行

2015 年 3 月，财政部公布债券置换计划的细则，指出地方政府可以将今年到期偿还的债务，以新债换旧债的方式，转换为地方政府债券，因当中部分乃透过地方政府融资机制募集所产生，上限为 1 万亿人民币。³ 此计划除了将部份透过地方政府融资机制产生的债务转为地方政府债券之外，亦可减轻地方政府的利息负担，因为人行最近减息，已带动市场利率逐步回落。据报债券置换计划每年可为地方政府减省 400 至 500 亿人民币的利息支出。不过，正如财政部指出，地方政府今年到期偿还的债务总额达 1.86 万亿人民币。这意味债券置换计划的规模仅及当中的 53.8%（表 12）。

表 12：地方政府债务（按贷款到期日划分）


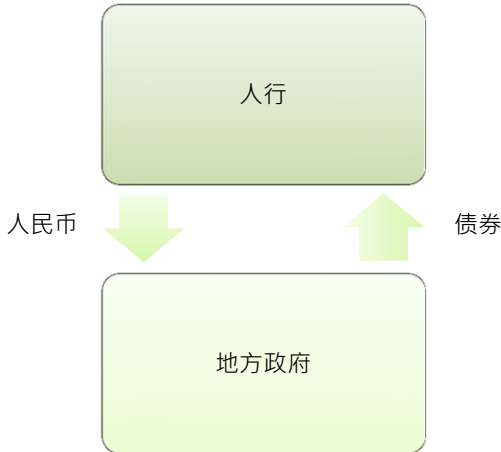
数据源：审计署，恒生银行

³ http://www.mof.gov.cn/zhengwuxinxi/caizhengxinwen/201503/t20150312_1201705.html



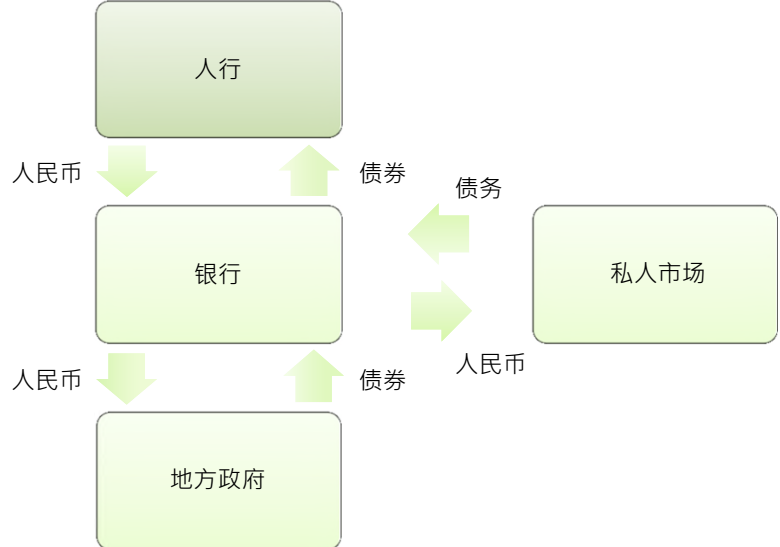
一般相信，银行为地方政府的主要债权人，但据报银行考虑到债券置换后，新债利率偏低而不愿意参与计划。自此，市场便传人行可能出手支持地方政府债务。基本上，人行的援助方案有二，一为直接向地方政府买入债券，二为容许银行以地方政府债券作抵押取得用于私人市场的贷款，希望藉此鼓励银行买入地方政府债券（表 13 及 14）。

表 13：人行援助方案一



数据源：恒生银行

表 14：人行援助方案二



数据源：恒生银行

方案一意味人行印钞，再于一手或二手市场买入地方政府债券，但此举或被视为将债务货币化，即以印钞作为政府报销开支的恒常途径，而这正为一般央行所抗拒的。如前所述，人行正减息及扩大其资产负债表规模，但只为避免经济放缓及提高通胀水平。因此，人行不大可能只为支持地方政府债务而印钞。4月29日，人行首席经济学家马骏响应传媒提问时已明确否认有关可能。

不少市场人士将方案二与欧洲央行的长期再融资操作（LTRO），即欧洲央行向欧元区银行提供资金以支持银行贷款予私人市场合为一谈。表面上两者确实相似，人行及欧洲央行均向银行提供资金以支持经济发展，并为此收取抵押品，但实质上，长期再融资操作旨在增加银行对外贷款藉以振兴经济，而人行的方案却只为支持地方政府债务而设。我们认为现时人行已可为个别行业提供资金，故不大可能设立类似长期再融资操作的新政策工具。



例如人行可运用抵押补充贷款 (PSL) , 通过银行贷款予小型企业及有关棚户区改造的项目。人行亦可随时将地方政府债券列为其认可的抵押品, 容许银行以之作抵押取得人行贷款。5月15日, 财政部便联同人行及银监会宣布地方政府债券可作为中央政府及部分地方政府国库现金管理的抵押品, 而符合特定条件的地方政府债券亦可作为人行货币政策操作的抵押品。

总体而言, 人行正在实施量化宽松货币政策, 透过印钞扩大其资产负债表规模, 但背后没有美元的十足支持。近期有关人行或推行量化宽松货币政策以支持地方政府借贷的揣测显得不符事实。当局未必需要人行正式放宽银根, 已可采取有效措施支持地方政府借贷。



中国经济统计资料

2015年5月

	国内生产总值		工业产出	固定资产投资	社会消费品零售总额	对外贸易			居民消费价格		
	名义	实质	实质	名义	名义	出口	进口	贸易差额	食品	非食品	
	10 亿人民币	按年 (%)	按年 (%)	累计 (%)	按年 (%)	按年 (%)	按年 (%)	10 亿美元			按年 (%)
2010	40,151	10.4	15.7	24.5	18.4	31.3	38.7	183.1	3.3	7.2	1.4
2011	47,310	9.3	13.9	23.8	17.1	20.3	24.9	155.1	5.4	11.8	2.7
2012	51,947	7.7	10.0	20.6	14.3	7.9	4.3	231.1	2.6	4.9	1.6
2013	58,802	7.7	9.7	19.6	13.1	7.9	7.3	259.7	2.6	4.7	1.6
2014	63,646	7.4	8.3	15.7	12.0	6.1	0.4	382.5	2.0	3.1	1.5
2015 预测	NA	7.0	8.0	14.0	12.0	8.0	4.0	496.0	2.0	3.0	1.5
2013 第 3 季	13,875	7.8	10.1	20.2	13.3	4.0	8.4	61.5	2.8	5.3	1.6
第 4 季	18,208	7.7	10.0	19.6	13.5	7.4	7.2	90.5	2.9	5.5	1.6
2014 第 1 季	12,821	7.4	8.7	17.6	12.0	-3.4	1.6	16.7	2.3	3.5	1.7
第 2 季	14,083	7.5	8.9	17.3	12.3	5.0	1.6	86.0	2.2	3.4	1.7
第 3 季	15,086	7.3	8.0	16.1	11.9	13.0	1.2	128.0	2.0	3.0	1.5
第 4 季	21,656	7.3	7.6	15.7	11.7	8.5	-1.6	149.5	1.5	2.6	1.0
2015 第 1 季	14,067	7.0	6.4	13.5	10.6	4.7	-17.6	123.7	1.2	1.9	0.8
2014 12 月	NA	NA	7.9	15.7	11.9	9.7	-2.4	49.6	1.5	2.9	0.8
2015 1 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	-3.3	-19.9	60.0	0.8	1.1	0.6
2 月	NA	NA	6.8	13.9	10.7	48.3	-20.5	60.6	1.4	2.4	0.9
3 月	NA	NA	5.6	13.5	10.2	-15.0	-12.7	3.1	1.4	2.3	0.9
4 月	NA	NA	5.9	12.0	10.0	-6.4	-16.2	34.1	1.5	2.7	0.9
年初至今	14,067	7.0	6.2	12.0	10.4	1.6	-17.3	157.8	1.3	2.1	0.8

	存款 (本地货币)		贷款 (本地货币)			贷款利率	货币供应 (M2)	外汇储备	外商直接投资	每美元兑人民币 (期末)	社会融资规模
	10 亿人民币	按年 (%)	10 亿人民币	按年 (%)	新增贷款 10 亿人民币	1 年 %	按年 (%)	10 亿美元	累计 (%)		
2010	71,823	20.2	47,920	19.9	7,950	5.8	19.7	2,847	17.4	6.5897	14,019
2011	80,940	13.5	54,790	15.8	7,470	6.6	13.6	3,181	9.7	6.2940	12,829
2012	91,740	13.3	62,990	15.0	8,200	6.0	13.8	3,312	-3.7	6.2303	15,760
2013	104,380	13.8	71,900	14.1	8,890	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	17,290
2014	113,860	9.1	81,680	13.6	9,780	5.6	12.2	3,840	1.7	6.2055	16,460
2015 预测	122,969	8.0	91,680	12.2	10,000	5.2	12.0	3,800	2.0	6.30	17,000
2013 第 3 季	103,090	14.6	70,280	14.3	2,198	6.0	14.2	3,663	6.2	6.1209	3,808
第 4 季	104,380	13.8	71,900	14.1	1,613	6.0	13.6	3,820	5.3	6.0543	3,322
2014 第 1 季	109,100	11.4	74,910	13.9	3,010	6.0	12.1	3,948	5.5	6.2171	5,600
第 2 季	113,610	12.6	77,630	14.0	2,726	6.0	14.7	3,993	2.2	6.2031	4,920
第 3 季	112,660	9.3	79,580	13.2	1,945	6.0	12.9	3,888	-1.4	6.1394	2,280
第 4 季	113,860	9.1	81,680	13.6	2,098	5.6	12.2	3,843	1.7	6.2055	3,503
2015 第 1 季	124,887	14.5	85,907	14.7	3,671	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	4,602
2014 12 月	113,860	9.1	81,680	13.6	697	5.6	12.2	3,843	1.7	6.2055	1,695
2015 1 月	122,406	18.3	83,699	14.3	1,471	5.6	10.8	3,813	29.4	6.2506	2,063
2 月	122,325	16.0	84,722	14.7	1,020	5.6	12.5	3,802	16.4	6.2694	1,357
3 月	124,887	14.5	85,907	14.7	1,180	5.4	11.6	3,730	10.6	6.1997	1,182
4 月	125,758	16.0	86,615	14.4	708	5.4	10.1	NA	11.1	6.2032	1,050
年初至今	125,758	16.0	86,615	14.4	4,379	5.1	10.1	3,730	11.1	6.2032	5,652

NA: 不详; (A)= 实际数字; (F)= 恒生预测数字; yoy= 按年变幅; ytd= 累计年初至今变幅

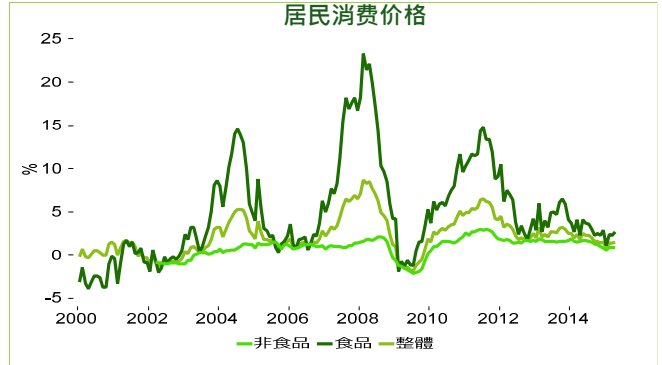
数据来源: 国家统计局, 中国统计年鉴, Macrobond, CEIC, 彭博, 恒生银行



中国经济月报



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



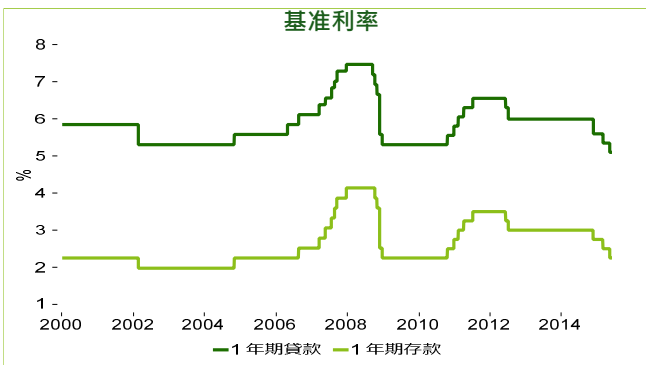
数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



数据源：Macrobond, 恒生银行



免责声明

本档由恒生银行有限公司（「恒生」）提供，内含之资料，乃从相信属可靠之来源搜集，而当中之意见仅供参考之用，意见内容不一定代表「恒生」之见解。撰写本档之分析员证明于本档内所发表之意见，乃准确反映分析员就有关金融工具或投资项目之个人意见，而有关分析员过去、现在或未来之报酬，并无任何部份直接或间接与本文件内之特定建议或意见有关。本档的内容并非(亦不可作为)买卖外汇、证券、金融工具或其他投资之要约或邀约。本档的任何部份均严禁以任何方式再分发。

本文件所载之数据或只属指示性，并且未经独立核对。「恒生」对当中所载之任何数据、推测或意见，或作出任何此等推测或意见之基础的公正性、准确性、完整性或正确性并无作任何明示或默示的担保、申述、保证或承诺，亦不会就使用或依赖本档所载之任何数据、推测或意见承担责任或法律责任。投资者须对本文件所载数据及意见的相关性、准确性及充足性自行作出评估，并就此评估进行认为需要或合适的独立调查。所有此等数据、推测及意见均可予以修改而毋须事前通知。

「恒生」及其联系公司可以其名义买卖，可能有包销或有持仓于所有或任何于本档中提及的证券或投资项目。「恒生」及其联系公司可能就其于本档所提及的所有或任何证券或投资项目的交易收取经纪佣金或费用。

本文件所提及之投资项目未必适合所有投资者。投资者必须根据其各自的投资目的、财务状况及独特需要作出投资决定，并在有需要时咨询独立投资顾问。本档并不拟提供专业意见，因此不应赖以作为此方面之用途。

本档并无考虑任何收件人的特定投资目标、财务状况或特定需要。投资涉及风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。本档并不拟指出本档内提及之证券或投资项目可能涉及的所有风险。