

中国：市场自由化的最新举措

近期释放的一系列新闻和数据显示，中国正在不断加快金融市场以及资本账户的自由化。中国央行于星期二（6 月 2 日）发布抵押补充贷款（PSL）计划相关细节，并宣布即将推出面向个人和企业的大额浮动利率可交易存单（CD），表明利率完全市场化过程更进一步。中国央行还于星期三（6 月 3 日）晚间，宣布准许境外人民币清算行和结算行参与境内银行间市场债券回购交易，而且上述机构经境内债券市场回购操作筹集的资金也可调出境外使用，此举进一步开放资本账户并推动人民币国际化。

所有这些发展措施都旨在加强金融业：作为管理金融部门流动性工具之一的抵押补充贷款、旨在完善银行融资要求和负债管理的大额存单以及为增加资金流入流出量而准许离岸机构参与国内债券市场，这些举措都是为了最终实现人民币全面国际化。

更多 PSL 相关细节

中国央行（PBoC）于星期二（6 月 2 日）晚间发布更多有关抵押补充贷款（PSL）计划的信息。PSL 最早创设于 2014 年 4 月。2014 年 7 月有报道称，中国央行已向国家开发银行（CDB）提供 3 年期 1 万亿元的低息 PSL，以支持棚户区改造。PSL 的目的是为金融机构受优质抵押品支持的长期开发项目提供长期稳定、成本适当的资金来源。

根据中国央行 6 月 2 日公布的数据，2014 年提供 PSL 资金 3831 亿元，2015 年年初至今提供 PSL 资金 2628 亿元，因此，截至 2015 年 5 月末，PSL 余额为 6459 亿元。同样重要的是，经过近 6 个月来的三次连续降息，中国央行已经将 PSL 利率从 2014 年的 4.50% 下调至 2015 年年初至今的 3.10%。相关数据证实，到目前为止，国家开发银行是本计划的唯一借款人。从 6 月起，中国央行将按月发布 PSL 数据。

最新声明进一步重申了 PSL 的作用，即 PSL 只是中国央行货币政策“工具箱”中一种。由于金融市场在进一步自由化且日益复杂化，中国央行仅对其流动性和利率管理进行了完善，并在近些年创造了多个首字母缩略词工具，如 MLF（中期借贷便利）、SLO（公开市场短期流动性调节工具）、SLF（常备借贷便利）等。

其他工具都属于短期工具，用于管理期限为 1 天至 3 个月的短期操作（SLO 和 SLF/MLF）的流动性状况。与这些工具不同的是，PSL 属于期限为 3-5 年的中期工具。这意味着，中国央行现在可以使用一系列工具来影响短中期流动性资金状况和利率水平。

PSL 与地方政府债务置换

PSL 相关细节的发布又恰逢地方政府债务置换计划释放最新动态，市场预估今年的地方政府债务置换计划总额将翻一番，从之前的 1 万亿元增加至 2 万亿元。毫无疑问，这种预估是基于江苏省于星期一（6 月 1 日）成功采用定向承销方式发行价值 109 亿元债券（是债务置换计划的一部分）的利好消息。

债务置换计划是解决中国地方政府债务负担的关键举措之一。国家审计署之前估计，截至 2013 年 6 月底的地方政府债务余额为 17.9 万亿元人民币（最近的一些分析表明，自那时起，地方债务余额可能已增至逾 20 万亿元人民币），除了 9193 亿元人民币的或有地方债务，预计 2015 年到期需偿还的地方债务约为 1.86 万亿元人民币，这些数据与 2013 年审计报告显示的数据一样。根据 2013 年审计报告，超过 56% 的地方政府债务都是银行贷款。因此，银行在这次为了恢复地方政府财政状况而实施的重组过程中发挥着至关重要的作用。

将地方政府所欠的这些贷款置换并重组为更长期限低利率债券的好处是，银行能够腾出资金/增加资本比率，降低贷存（LD）比率，放缓不良贷款（NPL）和拨款的形成速度，进而提高整个金融系统的整体资产质量和信贷质量。因此，扩大当前规模为 1 万亿元人民币的地方债务重组计划实为预料之中。

这个重组计划营造了一个必要条件，即是提高银行资产质量和放贷能力。但是，该条件还不足以促使本地银行增加放贷活动。因此，即使并没有明文表示 PSL 可以对商业银行提供再融资，这也不能否定 PSL 这个可能性。由于这些重组的定向地方政府债券并不能在公开市场进行交易，所以获得稳定、低成本资金的唯一渠道就是通过 PSL 这类的再融资计划将地方债券抵押给央行。这将与李克强总理早前提出的“用好增量、盘活存量”的思路一致。

这听起来可能会像之前众说纷纭的中国版“量化宽松”或 QE。从某种程度上来讲，PSL、MLF、QE 等工具的确具有“量化”性质，即“造新钱”。但必须认清的是美联储、欧洲央行以及日本央行的 QE 都是在指定的时期内以指定的数额实施大规模资产购买（LSAP）计划以扩大央行的资产。相比之下，PSL 及其他类似工具更像是再融资计划，如欧洲央行的长期再融资操作（LTRO），而不是 QE。所以中国版 QE 实为哗众取宠的无稽之谈。

大额存单（CD）

中国央行还于星期二（6 月 2 日）宣布即将推出面向个人和机构投资者的大额存单（CD），这将有助于降低银行融资成本，提高银行负债管理能力，同时降低理财产品的吸引力。在此之前，只有存托金融机构获准在银行间发行和交易大额存单。

大额存单的个人门槛为 30 万元起，机构门槛为 1000 万元起。由于还处在试用的初始阶段，大额存单只能在自我调控系统的核心成员之间销售。更重要的是，由于中国正大力推进利率完全自由化（很有可能在 2015 年末前实现），大额存单利率是由市场决定，其中，浮动利率大额存单以上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）为基准利率。对于投资者而言，大额存单之所以具有吸引力是在于其不仅可以转让、抵押、赎回、提前取出，且其还将被纳入存款保险制度。

由于中国央行近期已将存款利率上限上调至基准利率的 1.5 倍并自 5 月 1 日起实施存款保险制度，商业银行在定价其存单时拥有更多灵活性，尤其是在涉及大面额时。这必将使大额存单成为理财产品（WMP）的一个颇具吸引力的替代品，尤其是在考虑到大额存单的存款保险、可交易性、抵押能力、提前取出等特征之后。

资本账户开放措施

中国央行于星期三（6 月 4 日）宣布进一步开放资本账户，准许境外人民币清算行和结算行参与境内银行间市场债券回购交易，而且上述机构经境内债券市场回购操作筹集的资金也可调出境外使用。

这一最新举措是为了应对中国资本账户最后所剩不多的几个重大限制，即境外机构不能在境内债券股票市场筹集资金、个人不能将境内资金转移至境外等。由于中国目前正在密切关注人民币能否被纳入国际货币基金组织特别提款权（SDR）货币篮子（更多 SDR 详情，可参阅我们于 2015 年 4 月 30 日发布的报告：“中国：瞄准特别提款权货币篮子”），进一步开放中国资本账户将有助于降低离岸人民币融资成本，改善离岸流动性状况。

Source:

PBoC's PSL Operations Details

人民银行开展抵押补充贷款操作（2015年6月2日）

<http://m.weibo.cn/3921015143/Ckicit8gm>

PBoC's Guidelines for Large Scale Certificates of Deposit

大额存单管理暂行办法（2015年6月2日）

<http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150602161842756366076/20150602161842756366076.html>

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。