

中国宏观策略研究

中国版 QE 的“一石二鸟”策略

2015 年 4 月 28 日

概要:

- 在最近经济增长下行动能不减,稳增长措施不断加码的背景下,市场央行推测央行有可能推出中国版的 QE,即通过购买银行资产来为银行体系注入流动性从而增加对实体经济融资的支持,其中包括两种模式,其一就是类似欧洲的“LTRO”(长期再融资操作)模式,通过购买银行持有的高等级可变现资产(包括债券)来实现;其二是通过信贷质押再贷款,也就是目前 PSL(抵押补充贷款)的适用范围从国开行扩大至普通商业银行。
- 我们认为如果中国版的 QE 真的付之实施的话,特别是欧版的“LTRO”模式,在很大程度上可以实现“一石二鸟”的效果,一方面可以解决新增外汇占款大幅下降造成传统意义上的基础货币投放渠道收窄的问题;另一方面,可以绕开央行不能直接购买政府债券的限制,从而有效解决地方政府存量债务化解和增量基建投资资金来源的问题。

基础货币投放不足,央行亟待开发稳定的新投放渠道

- 中国的广义货币供应量 M2 增速从 2009 年底年见顶回落之后一路下滑,从最高将近 30% 的同比增速下降到最近 12% 左右的水平,而且 2014 年全年 M2 同比增速为 12.3% 低于政府 13% 的预期目标。虽然央行从一季度开始已经降准,在一定程度上提升货币乘数,但 M2 增速并没有明显反弹。我们认为 M2 增速疲软的重要原因不是央行主动降低基础货币的投放,而是投放基础货币的重要传统渠道——外汇占款,开始明显收窄。

章俊

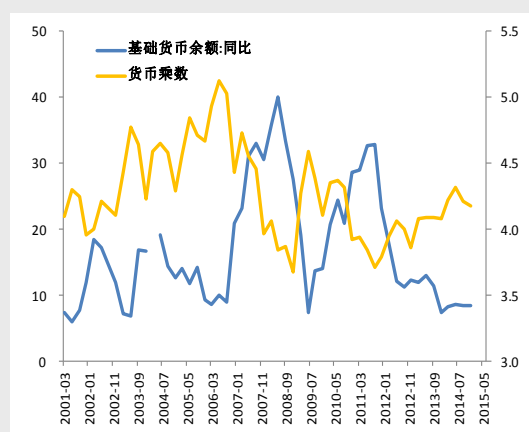
宏观经济研究主管

联系方式:

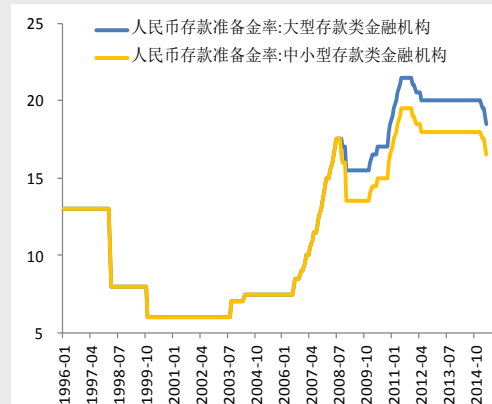
电话: (021) 20336292

E-mail: steven.zhang@morganstanleyhuaxin.com

图表: 基础货币和货币乘数

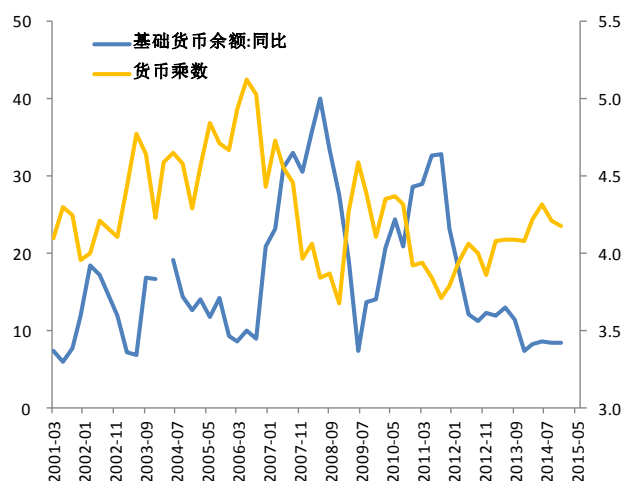


图表: 超高的存款准备金率来降低货币乘数



本资料并非证券研究报告,相关内容仅供贵方参考,不得复制、提供给他人使用或出版(包括部分或全部)。本资料不得向媒体或任何第三方转发或参阅。请阅读本资料末的免责声明。本资料中可能包含某些第三方撰写或发布的内容,该内容未经过第三方相关部门及人员的审阅、批准或拒绝。贵方收取本资料即表明贵方已不可撤销地同意接受上述提示及本资料末的免责声明之约束。

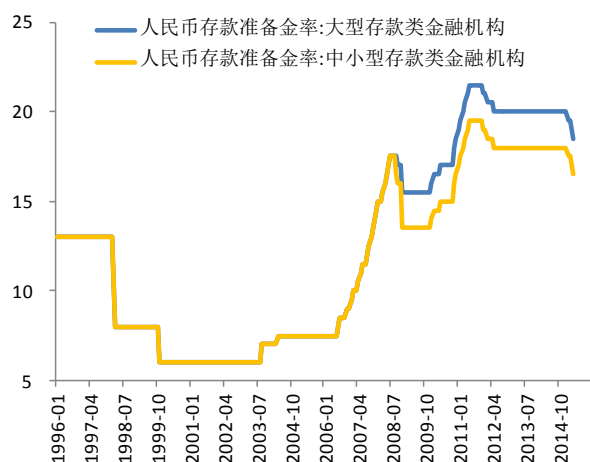
图表 1: 基础货币和货币乘数



资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 理论上 M2 增速是由基础货币增速和货币乘数来决定的, 央行可以通过调整货币乘数和投放基础货币的力度来实现 M2(广义货币供应量)的平稳增长。但长久以来, 由于中国的货币政策饱受“蒙代尔不可能三角”的困扰, 从而造成央行很难控制基础货币的投放, 而更多的是依靠控制货币乘数来实现 M2 增速的调整。

图表 2: 超高的存款准备金率来降低货币乘数

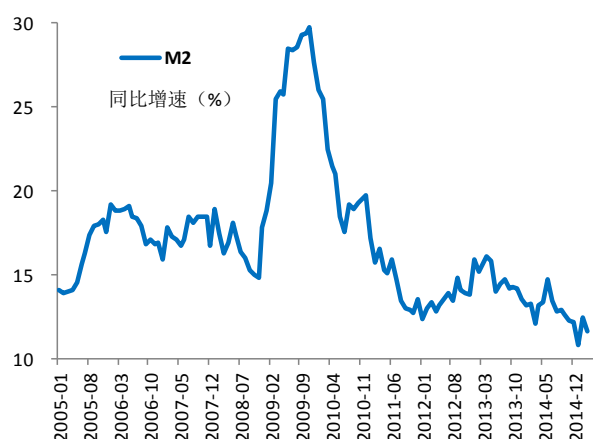


资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- “蒙代尔不可能三角”指: 央行只能在“货币政策独立”, “资本自由流动”, 以及“汇率稳定”中“三者取其二”而不能“三者兼得”。在实际操作层面, 中国央行追求的是“资本有限的流动”(经常账户开放和资本账户的部分开放), 以及“汇率的相对稳定”(或者称为“有管理的浮动”), 其结果是“货币政策的相对不独立”(失去了对基

础货币投放的主动性)。在现实中, 中国通过经常账户和资本账户的“双顺差”积累了大量的外汇储备, 从而导致人民币有大幅升值的压力。但为了避免本币过快升值, 央行通过结汇制度大量购入外汇形成天量的外汇储备, 同时释放等量的人民币。这个过程就是央行通过外汇占款投放基础货币的过程。但是鉴于以前贸易顺差巨大, 并伴有大量流入国内的“套利套汇”的热钱, 导致用于对冲而释放的基础货币量太大。为了避免流动性泛滥, 央行通过不断上调存款准备金率来锁定流动性, 也就是通过不断降低货币乘数来压制 M2 增速过快, 从而也形成了全球央行中少见的高达将近 20% 的超高存款准备金率 (图 2), 同时通过公开市场操作, 例如央票的发行等, 来锁定流动性。但很多研究都证明中国央行这种冲销的货币政策操作的成本极大。这些都从侧面说明了中国央行在“蒙代尔不可能三角”中面对的缺乏“货币政策独立性”的问题。

图表 3: M2 增速一路下滑

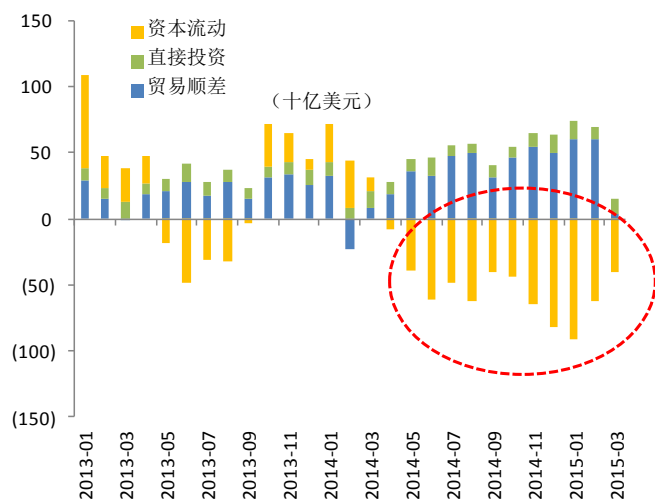


资料来源: WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 但我们可以发现这种情况近年来发生了根本性的变化, 外汇占款的波动性加大, 而且伴随着规模开始下降的趋势。这背后的原因包括, 贸易顺差开始下降, 跨境资本流动活跃, 以及企业和个人结汇意愿下降等。特别是从去年 4 季度以来, 外汇占款出现明显下降, 导致基础货币投放的增速出现了大幅下滑 (2014 年 4 季度同比增速已经跌到 8.5%)。在此背景下, 央行开始下调存款准备金率加以对冲, 目的是通过提高货币乘数来防止 M2 增速下降过快所导致的货币政策自然缩紧的效应。但由于基础货币增速下降幅度较大, 降准效果并不明显, M2 增速依旧没有明显改观。这

也就是为何我们在之前的报告中反复提及，“虽然央行开启降息降准，但目前货币政策立场仍处在中性区间”，就降准层面而言，更多的是为了对冲外汇占款的下降；而就降息而言，只是达到了对冲由于物价水平不断下降所导致的实际利率不断上行的目的。因此目前来说降准降息还远没有达到货币政策转向和刺激经济的程度。

图表 4：外汇占款不断下降



资料来源：WIND, 摩根士丹利华鑫证券

- 鉴于包括劳动力成本在内各项成本上升导致中国出口竞争力下降，进而导致经常项目顺差不断缩小，同时人民币目前已经接近或者达到均衡汇率水平，未来升值空间不大，因此未来套利套汇的热钱有流出的趋势。因此未来外汇占款会趋势性下降，从而导致基础货币投放的减少。虽然目前存款准备金率处在高位依然有很大的降准空间，但我们认为降准也只能作为短期内的对冲基础货币增速过快下降的工具，而非在长期内支撑 M2 增长的基础。因此为了维持合理 M2 增速，除了通过降准来提升货币乘数之外，央行必须考虑新的基础货币投放渠道。虽然传统意义上，央行也可以通过公开市场操作来投放基础货币。但目前公开市场操作的期限一般较短，很大程度上用作熨平市场流动性波动的政策性工具而存在，而不具有在长期内作为基础货币长期来源的属性。包括最近央行开发的 SLO, MLF 等新货币政策工具也存在同样的问题，都不能有效解决在长期内基础货币投放来源短缺的问题。更为重要的是，目前公开市场操作的标的国债或者央票存量太小（目前存款性金融机构对政府和央行的债权仅为 7 万亿和 6500 多亿），相对于 127 万亿的 M2 存量

而言，不足以支撑央行大量持续的购买来实现基础货币投放的目的。

因此央行需要一个稳定的并且规模相对较大的资产购买标的来实现基础货币的投放，从而在长期内可以弥补外汇占款下降的问题。

化解地方政府债务，并支撑基建投资

- 中央政府在主观层面上希望在 2015 年在财政方面更为积极，并把今年的财政政策立场定义为“积极的财政政策”。包括把今年的财政赤字目标从去年的 1.35 万亿提升到 1.62 万亿。虽然今年全国一般公共预算收入增长仅为 7.3%，比去年回落 1.3 个百分点，但全国一般公共预算支出却比 2014 年扩大 2.4 个百分点，预计增长 10.6%。总体而言，今年预算赤字率从去年 2.1% 提高到 2.3%，而且之后财政部部长楼继伟暗示在实际操作中可能会达到 2.7%。因此从各方面来看，中央政府在财政方面的确不可谓不积极。
- 但我们认为今年财政政策在实际操作层面依旧体现为“紧财政”。这主要是因为去年 43 号文发布之后，地方政府预算外的融资能力被大幅压缩之后的客观后果。虽然全国一般公共预算支出却比 2014 年扩大 2.4 个百分点，预计增长 10.6%，但 2014 年国家预算内资金仅占固定资产投资资金来源的 4.8%。如果看一下和地方政府更为相关的市政基建，根据 2013 年城市市政公用设施建设固定资产投资的资金来源构成，来自于中央和地方财政拨款资金只占 23% 左右，而银行贷款以及其他自筹资金占了 70% 以上，可见预算内财政资金对基建的投资影响有限。大部分固定资产投资，特别是基建相关投资的资金更多的是来自于地方政府自筹资金及银行贷款，这里面就包括了受到限制的城投债，基建项目信托，融资平台贷款等。因此 43 号文以及在两次审计地方政府债务之后出台的相关清理地方政府债务规定，在很大程度上制约和限制了基建投资的融资渠道。而基建投资又恰恰是目前在房地产投资和制造业投资下滑背景下，用来为固定资产投资增长托底的唯一选择。
- 为了应对地方政府的融资问题，中央政府在存量和增量两个方面来帮助地方政府拓宽投资的融资渠道。在 43 文之后，地方政府预算外融资能力大打

本资料仅供贵方（报告收取人）参考，不得复制或提供给任何他人使用。

折扣。在不考虑增量资金需求的情况下，就存量债务的到期换本付息就已经是很大的问题。也就是说，即便地方政府在新的财政框架下如果可以筹措到一定的资金，很大部分可能就需要被用来换本付息，从而在实际层面就是借新换旧，而根本不能顾及投资的增量资金需求。有鉴于此，中央提供的解决方案是允许地方政府发行自发自还的地方政府债来置换到期的城投债以及其他负有偿还义务的债务。覆盖了在 2013 年国家审计署公布的地方政府负有偿还义务的 10.8 万亿债务中 2015 年到期的 1.8 万亿中的 53.8%。通过用久期较长并且利率较低的地方政府债来置换久期较短并且成本较高的债务，但利息一项根据我们测算每年地方政府可以节省支出 400-500 亿。因此在很大程度上缓解了地方政府在存量债务方面的还本付息的压力。我们认为未来在地方政府债务置换的规模会不断提高，特别是针对经济相对薄弱的中西部地区，从而在根本上化解地方政府债务危机。

- 在增量投资资金的融资方面，除了预算内发行的地方政府债 5000 亿，并外加 1000 亿专项地方政府债之外，目前主要是中央鼓励社会资本参与地方基建投资，以缓解地方政府融资的压力。目前给予期望值较高的是 PPP (Private-Public Partnership)，各个地方公布的 PPP 项目总额度已达 1.3 万亿左右，其有望成为支撑 2015 年基建投资新的增长点。但我们需要看到的是，据有关统计，自 2014 年 9 月前后，34 个省市区地方政府推出总额约 1.6 万亿元的 PPP 项目，但真正签约的大约为 2100 亿元，仅占总额的 1/8 左右。因此在具体实施层面，目前社会资本对 PPP 反应并不是特别积极持观望态度。因此要真正解决地方政府的债务，我们认为还是需要通过传统的财政手段——“发债”来实现地方政府存量债务和增量资金的来源问题。
- 目前已经批复的地方政府债在年内的发行总额在 1.6 万亿，包括 1 万亿用于置换地方政府存量债务，5000 亿的预算内地方政府债和 1000 亿的专项地方政府债。但从目前情况来看发行前景并不乐观，据报道原定于上周发行的江苏省公开招标发行首批 648 亿元政府一般性债券被无限期延迟。目前来看地方政府债发行难产的原因除了是利率偏低而造成对金融机构缺乏吸引力之外，另一方面也是银行等金融机构由于负债端受到存款被理财以及资本市场分流的影响，而很难在资产端有所作为。换言之，以银行为主的金融机构目前很难消化巨量的地方政府债发行。而且据目前从各地地方政府上

报的债务数字来看，存量债务总额约为 16 万亿，这意味着将来发行地方政府债来置换存量地方政府债务的压力巨大。同时目前经济增长面临的“三期叠加”的困难，短期内需要加大基建投资的力度来稳增长，而地方政府在基金投资中发挥的作用尤为重要。因此需要有一个强有力的主体作为买方来支撑大规模的地方政府债的发行。

鉴于我们之前的分析，央行需要一个稳定并且庞大的资产标的来作为未来基础货币投放的渠道，而就目前看来地方政府债是一个非常好的选择，但目前的障碍是根据规定央行不能直接购买政府发行的债券。因此如果央行出台一个类似欧洲央行的 LTRO，通过向商业银行开放质押贷款的通道，不失为一个折中解决方案。这样一方面可以解决央行基础货币投放的问题，另一方面可以解决地方政府融资的问题，从而在实际上达到了“一石二鸟”的效果。

对于市场推测的第二种 QE 方式，信贷质押再贷款，类似于把目前 PSL（抵押补充贷款）的适用范围从国开行扩大至普通商业银行，我们认为实用性较差，即便实施，规模也很难做大。这是因为信贷资产是非标准化的资产，因此央行对质押率很难有一个统一的标准和界定。同时从银行的角度上来说，目前信贷资产证券化的推出为银行盘活存量信贷资产提供了一个很好的市场解决方案，注册制的实施也极大的便利了银行从事这方面的资产运作，因此没有必要向央行申请门槛较高的信贷质押再贷款。

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道 100 号上海环球金融中心 75 楼

邮编：200120

电话：+86（0）21 2033-6000

传真：+86（0）21 2033-6040

注意事项

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供本公司的机构客户（非个人投资者）参考之用途。本公司不会因任何人收到本文件而视其为客户。

除非获得本公司的事先书面同意，任何单位、个人或其他实体在任何时候均不得整体或部分地发布、复制、出售、引用或转发本文件。本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性、有效性、及时性和完整性而准备的，但是本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性、有效性、及时性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何与之相关的责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司或本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理均不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或信息以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见、投资建议或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的建议、意见、要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司提醒并建议本公司客户就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见并谨慎抉择。

本公司的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向本公司客户提供与本文件中的观点不一致的口头或书面市场评论或交易策略，且本公司的相关业务部门可能会做出与本文件的内容或表达的意见不一致的投资决策。

本文件的一切版权、所有权和利益及其所载的所有内容均为本公司独家拥有或为本公司根据适用法律所使用。未经本公司事先书面授权，不得全部或部分修改、抄袭、分发、传送、展示、演示、复制、发布、出租、许可、剪辑、编辑、转载、公开传输、公开播送、转授权、引用或使用本文件的信息、软件、产品或服务，创制衍生品、转让或用于任何其他商业或公开用途，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利。任何单位、个人或其他实体不得未经授权而使用本文件，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人或实体全权承担责任和后果。任何单位、个人或其它实体复制或下载本文件或其全部或部分内容时，不删除或隐藏本文件所载的版权标识或其他通知或说明。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。在未取得本公司或拥有该等商标或服务标志的第三方的书面许可前，禁止将任何商标作任何用途。

本公司有权自行更改、修正或改正本文件所载的信息、资料或描述，而无义务及无需预先发出通知。

