

万亿PSL首秀猜想

钟正生

近日有消息称,国开行已获央行一万亿的抵押补充贷款(PSL),这也是第一次有公开报道的PSL。那么投资者应该如何来分析其原因和影响呢?

万亿贷款额度或分三年发放

我们推测,一万亿的贷款额度应该是分三年发放,而不是已经实时投放。

首先,PSL投放的是基础货币,一万亿的基础货币量级太大。如果这一万亿在二季度已经投放完毕,考虑到央行在公开市场上未有大幅回收流动性的措施,当前的货币乘数为4.2左右,那么二季度末广义货币(M₂)增速至少会提高到16%~17%的水平。如果再加上定向降准和再贷款释放的流动性,那么二季度末的M₂增速可能达到18%左右,这与我们实际观测到的14.7%增速差距非常大。

其次,4月M₂新增8000多亿,当月居民和企业存款减少6000多亿,两者差距表明银行体系中的非银金融机构存款出现超万亿的增长,这是非常罕见的。这导致4月M₂超预期大增,而最新的6月数据显示,这一扰动因素并未完全消除。从4月的金融机构信贷收支表来看,剔除四大行,中资全国性大型银行当月新增同业往来(来源方)约1.1万亿。这很可能就是由于国开行的同业存款出现大幅攀升,而且这也可以解释国开行二季度资产扩张1.56万亿的问题。但从4月央行资产负债表来看,央行并没有如此量级的再贷款或者PSL投放。上述分析表明,至少在二季度,国开行的资产扩张与央行的基础货币投放关系不大。

再次,PSL仍属央行向商业银行贷款范畴,按现有法律规定,期限一般不会超过一年,三年期限较为少见。因此,更为可能的是,央行承诺三年的额度,但根据进度分批发放。从规模上来看,每年约3000亿的额度也是比较合理的,这大致相当于全年基础货币增量的10%左右。

最后,从央行资产负债表来看,4月和5月对其他存款型金融机构债权“仅”扩张约1600亿。因此,如果这一

万亿额度是一次性发放,那么6月央行表上对其他存款型金融机构债权“应会显著扩张,这项可以用于事后验证。

央行据此引导资金流向

如果央行不愿公布,单从央行资产负债表,我们无法准确区分这是再贷款还是PSL。但从央行角度来看,再贷款的问题一直较为明显。之前,王小川行长也强调新的货币政策工具有抵押品的,这时开始推进有抵押品的PSL是较为合适的时机。不过,目前PSL抵押品的选择并不确定。但从国开行资产端来看,能跟万亿量级额度匹配的资产只有贷款。因此,我们的一个猜想是,若为定向支持某些领域考虑,就可以国开行已有的相关贷款存量作为抵押,未来国开行只有继续增加对这一领域的贷款,才能获得新的PSL增量,央行据此对资金流向形成一定的引导。至于到期偿还的资金来源,如果没有特殊规定,那么国开行所有的资金来源均可用于偿还,包括发行国开债、住宅金融债甚至同业拆借,与其他债务的偿还方式并无不同。

合理PSL利率不应高于一年期国开债利率

PSL与存款、同业、发债一样构成商行的资金来源,且从种类和期限上来看,PSL对金融债的替代性可能更强。由于在本轮刺激中国国开行承担了较多政策性融资的任务,资产端的收益率相对受限,因此负债端的融资成本也需相应降低。而央行推出PSL的初衷之一,也是希望可以定向引导融资成本的下行。从这个角度出发,PSL利率不应高于一年期国开债的发行利率。否则,对拉低国开融资成本,进而降低实体经济的融资成本,效果可能相对有限。今年以来,一年期国开债发行利率基本都在5%以下,6月以来更是回落到4.3%以下,PSL利率应该不会高于这一阈值。若果真如此,此举就相当于一次非对称的“定向降息”。

然后,规模较小、参与对象单一、不透明操作,决定了PSL利率距离打造中期政策利率目标尚远。

尽管央行推出PSL的用意之一是打造中期政策利率,但当前规模较小,参

与对象单一,以及不透明操作等,使其难以广泛影响商业银行的资产负债表。加之央行在流动性管理能力上仍有改进空间,在利率政策自主性上也有掣肘,我们认为,央行PSL利率距离中期政策利率的目标尚远,当前更多的应是用于基础货币投放及定向降低融资成本。

最后,从英央行融资换贷款计划(FLS)的实施效果来看,结构性货币政策能否真正扩大对中小企业放贷,而不是助长向投机领域灌水,是个需要实证观察的问题。

从国际上来看,英国的FLS与我国的PSL最为相似。因此,考察FLS的实施效果对于PSL在当前的实施无疑有积极的借鉴意义。我们曾指出,英央行推出FLS的目的在于激励参与者扩张信贷。通过观察英央行每季度公布的FLS参与者的信贷和FLS额度数据发现,自2012年8月至2013年末,FLS的实施使得其参与者的信贷规模在整体上增加了103亿英镑,但这一总量效应远不及FLS对信贷结构的影响显著。在FLS的两类参与者中,真正受到激励进行贷款扩张的是建房互助协会,而非商业银行。在FLS实施的一年半内,建房互助协会合计申请了147亿英镑的FLS额度,累计投放新增贷款207亿英镑;而商业银行共申请了271亿英镑的FLS额度,但新增信贷反而减少了104亿英镑。

市场揣测,由于FLS资金的使用成本要低于金融市场上债务融资的成本,商业银行用申请的FLS额度为其到期的债券融资。由于建房互助协会的主营业务是向家庭提供住房按揭贷款,因此,在FLS实施期后,英国按揭贷款利率显著下降,这被认为是导致当前英国房价高企的主要推手。不过,由于FLS未能改变商业银行的信贷行为,英国中小企业融资难问题仍然不见起色。也正是在这一情形下,英央行在2013年11月修改了FLS实施规则。修改后的FLS额度在计算时所参照的新增贷款额度,剔除了新增的住房按揭贷款,同时赋予了新增中小企业贷款五倍的权重。英国央行希望以此来激励商业银行向中小企业更多放贷。由于新的规则实施不久,后续效果有待观察。

(作者系国信证券宏观研究员)

■客官别急 | Slow pace easy investment |

限购“松绑”与A股风格转换



证券时报记者 朱凯

在全国各地房地产限购松绑潮起之时,我们理应关注后续可能到来的配套措施,即货币信贷政策大幅放松的时间窗口。如果这一安排达成,相对应的经济企稳及流动性趋势,又将影响到债市与股市的风格转换及投资机会。

或许是出于职业习惯,在判断某个问题之前,总是要去先找业内人士先聊一聊。调查结果大致是这样的——下半年看多股市的人坚持认为,与全球各大股指、各类资产相比,中国的A股算是最熊的。而经历6月以来的中央财政支出扩张、央行定向刺激及近期陆续出现的楼市限购解除之后,市场的风险情绪也有了明显升温。认为A股将开始由“成长期”向“价值期”转换的人,明显增多。

资产配置总是要选择对象的。资金大户出于“篮子鸡蛋”理论的考虑,总会配置一些风险高低不同的产品,除权益类的股票外,固定收益类的债券、风险与杠杆较高的期货等,大都一一在列。这表明,风险偏好的调整也会带来大类资产配置的转变,这有些类似于“跷跷板”。

不妨来看下国内的债券市场。位于债市估值根基的10年期国债收益率,春节后至今“先降后升”,6月初低至4.0%附近,也是去年10月第二波钱荒来临前的点位。不过,在进入今年7月后,这一收益率便开始连续上涨,最近在4.30%左右。值得注意的是,债券收益率上升意味着持有者卖出的价格下跌。

关键在于,不少债券市场投资者

认为,下半年债市将可能继续处于弱势,当他们看到近期的一只2年期国债出现罕见的流标后,似乎坚定了对债市“牛转熊”的判断。

笔者又去找了些“不看好”债市的人聊了聊,但感觉理由都不太靠谱——与此前相比,社会融资总量的平稳增长或许导致经济复苏对债市的冲击了。再说,楼市政策“放松”一直以来就从未利好过债市。

从历史上看,房地产政策变化对股市的影响不容忽视。这或许是因为,中国特有的土地财政与房地产市场就是一对孪生兄弟。而中国国内生产总值(GDP)突飞猛进,无不与政府主导的投资有着千丝万缕联系。

笔者身居上海,近期从本市某区房产交易部门窃听到,限购政策在某些区县已放松,但绝非官方公开口径。据知情人透露,只要以“开发商说不限购了,我都已经签好购房合同了”等为由,去相关部门窗口办理手续,便可顺利购买原本属于限购的房产。尽管笔者本人并未尝试去证实此事,但民间的风声似乎也能说明一些什么吧。

实际上,A股沪深300指数的走势的确“熊冠全球”。据统计,2014年初至二季度末,我国债券市场呈现大牛行情,股市则两极分化较为严重,这与资金面较为充裕,经济状况不尽如人意见有关。与年初相比,银行间市场7天期质押式回购利率累计回落140个基点,10年期国债收益率回落近50个基点,AA+评级5年期企业债收益率回落105个基点。同时,A股创业板指数上涨7.7%,沪深300指数下跌超过7%。

另据国金证券研究报告分析,今年年初以来,农产品、原油黄金、有色金属先后走出一波行情;全球主要经济体股市普遍创出近年来高位,美股更是创下历史新高,均可能已蕴含了“顶部特征”。为此,全球资金或正在寻觅以中国等为首的亚洲新兴市场的赚钱机会。

笔者认为,除楼市限购“松绑”有望实现外,沪港通、QFII、RQFII的增量资金将有望支撑A股继续向好。这一点,从6月份以来港币、人民币对美元纷纷出现升值走势,预示全球存量的风险偏好资金或在伺机涌入中国各个市场中,或也可略见一斑。

货币基金对银行冲击正在减弱

当前,最为重要的是央行态度出现积极变化,货币政策相对宽松。央行通过公开市场业务在银行间市场建立稳定的利率走廊,同时,又通过再贷款、定向降准直接为银行体系提供流动性。央行调控货币的手段对金融市场影响深远。

曹阳

年初以来,货币基金规模不断扩大,2014年7月达到1.6万亿人民币,但以天弘余额宝为代表的货币基金收益率却不断走低。我们认为,货币基金规模、收益将在目前水平达到相对稳态,这也意味着货币基金对银行负债端冲击最大的时间已经过去。

2013年后,货币基金以高收益率、高流动性的优势分流活期存款,银行只能以高成本的协议存款来补充流失的活期存款,这提高了银行负债成本。从历史数据观察,以余额宝为代表的货币基金收益率变化大致有两个特点:第一,2013年后收益率出现趋势性走高;第二,收益率上升有季节性因素,反映在季度末上升较快。原因是,一、利率市场化中,货币基金以门槛低、流动性强、高收益的优势吸纳了大规模居民部门存款。从数据来看,个人存款增速从2010年初20%的稳定中枢一路下滑,2014年5月同比增速仅为10.7%;二、商业银行面临利率市场化挑战和监管要求对流动性管理要求提升,增加了短期资金需求。以上现象增加了银行间市场利率波动,并导致

2013年6月的“钱荒”。当时,以未回购债券余额衡量的银行拆出资金意愿大幅下降,当月拆借利率走高至7%。此后,银行在“去杠杆”进程中对货币基金同业存款需求增加,这对应了后者收益率大幅走高。

从趋势上看,我们认为目前货币基金对于银行负债端的影响将大为减弱,这既由货币基金自身特点决定,也在于央行监管取向和货币政策的调整。

第一,货币基金自身特点决定了未来规模扩张减速。货币基金存在规模边界,由于T+0交割需要垫资,随着规模增长其需要保持更多流动性强的资产,从而影响收益率;从数量上看,货币基金从2013年中期的58个增加到目前的187个,数量增加,加上投资标的趋同、产品间竞争性加剧,客户转换成本较低,这些因素均拉低了收益率;目标客户以吸纳有闲钱的年轻人为主。尽管在产品导入期客户人数增幅很快,但客户层次较为单一,单个账户资金增长率低均制约基金规模扩张。考虑目前20-35岁年龄的年轻人大致3.26亿,以平均账户余额5000元测算,整体货币基金规模大致在1.63万亿元左右。从7

月最新数据来看,已基本达到这一上限水平。

第二,银行间市场流动性改善,同业资金需求下降。一方面,商业银行加强了流动性管理。从数据来看,与2013年相比,2014年6月的银行间市场待回购债券余额同比大幅增加了46%,显示银行间市场流动性改善,对货币基金需求下降;另一方面,银监会放宽了存贷比限制,也为银行应对时点监管指标考核留出了缓冲空间;第三,央行出于控制风险考虑,终止了货币基金提前支取协议存款不罚息的“红利”,这有助提高商业银行同业负债稳定性。二季度后银行间质押回购利率维持在3%~3.5%的相对稳定水平,同时7月最新的6个月国库现金定存利率仅为4.32%,相比4月下滑68个基点,均显示银行体系流动性较为充裕。

第三,最为重要的央行态度出现积极变化,整体货币政策保持相对宽松。一方面,央行通过公开市场业务在银行间市场建立稳定的利率走廊;另一方面,央行通过再贷款、定向降准直接为银行体系提供流动性。此外,公开市场中短期流动性调节工具(SLO)和常设借贷便利(SLF)的设立有助于稳定市

场预期,防止流动性失速的压力。以上均降低了银行从货币基金拆入资金的需求。

这一变化对于金融市场影响深远,既有助于降低银行负债成本,也利于存款利率市场化的继续推进。

一方面,由于货币基金收益率下降,其对于存款分流压力会有所减弱,同时随着央行宽松政策带来货币派生,银行稳定存款增速会得到一定恢复,进而对货币基金的资金需求有所下降。在以上正循环过程中,货币基金收益率在目前水平将难以回升,银行负债成本也有望降低。

另一方面,目前货币基金收益率水平下,中国将加速完成存款利率市场化的“最后一公里”,即商业银行完成对居民和企业大额可转让存单(NCD)发行,央行也会适时推出存款保险制度。目前货币基金收益率与6个月Shibor利率之间的利差趋于收窄,甚至低于后者,这为NCD发行提供了契机,从而使银行继续增加主动负债,摆脱对不稳定的同业存款依赖。

由于大额NCD可以让银行在一级市场主动锁定负债期限,加上二级市场有可转让性特点使该工具具有较好流动性,此外相对同业存款,NCD可记入存贷比的存款部分,因此,NCD发行对银行较有吸引力。同时,我们预计货币基金未来也将以NCD为主要投资工具,因就目前时点而言,NCD的收益将是具有吸引力的。

考虑到CD、NCD等替代性负债方式增加使同业存款吸引力下降,加上央行建立的利率走廊会稳定短期利率中枢,我们预计NCD的发行利率将低于同业存款,从而进一步稳定银行负债成本。

(作者系浦发银行金融市场部宏观分析师)



PSL
抵押补充贷款

彭春霞/制图