



## SLF 助推货币政策进入新常态

### 要点:

- 中国人民银行9月16日对五大商业银行实施5,000亿常备借贷便利(SLF)操作。SLF的推出与外汇占款进入低速增长阶段、我国经济下行压力再次加大、短期资金需求大幅增加有关。SLF可以看作是降准和降息的创新混合替代版,既部分达到了降准和降息的效果,又为后续操作预留了空间。
- 总体来看,今年以来,除了全面的降准、降息外,货币政策已经动用了几乎所有的调控工具,并且,当大家纠结于到底是否会降准或是降息时,货币政策已经不再仅仅局限于传统的降准、降息,而是创新使用了SLF、PSL在内的多种货币政策工具,这可能意味着货币政策已然进入新常态。
- 展望未来,央行仍将坚持通过定向施策进行预调微调,同时会尽量避免通过全面宽松传递过强的政策信号,因此下一阶段全面降准降息的可能性仍然很小。

金融研究总监:詹向阳

国内宏观经济研究团队:

樊志刚 赵幼力 王小娥 杨荇  
李露 孙含越

执笔:王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

相关研究:

2014/8/29《贸易顺差开创历史纪录  
金融数据表现差强人意——2014年  
8月国内经济、金融动态月报》

2014/8/14《对“德诚矿业”事件  
的解析》

重要声明:本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料,但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告(含标识和宣传语)的版权为中国工商银行城市金融研究所所有,仅供我行内部参阅,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目 录

一、常备借贷便利(SLF)简介.....1

二、从 SLF 看货币政策的新变化.....1

    (一) 当前实体经济需要货币政策有所作为.....1

    (二) 为什么选择 SLF.....2

图表目录

表 1: SLF 及央行公开市场回购的区别.....3



中国人民银行9月16日对五大商业银行实施5,000亿常备借贷便利(Standing Lending Facility, SLF)操作,期限为3个月,利率不详。SLF是央行于2013年初首创的流动性供给工具,本文对其涵义及特点、推出原因及当前以其为代表的货币政策新气象进行了分析,进一步展望了未来货币政策的总体取向。

### 一、常备借贷便利(SLF)简介

SLF是央行向金融机构提供流动性的一种非常规操作工具,主要功能是满足金融机构中短期的大额流动性需求。金融机构主要包括政策性银行和全国性商业银行,期限为1-3个月。利率水平根据货币政策调控、引导市场利率的需要等综合确定。主要以抵押方式发放,合格抵押品包括高信用评级的债券类资产及优质信贷资产等,必要时也可采用信用借款方式发放。

常备借贷便利的主要特点有三:一是常备借贷便利的交易对手覆盖面广,通常覆盖存款类金融机构。二是常备借贷便利是中央银行与金融机构“一对一”交易,针对性强;三是由金融机构主动发起需求申请,金融机构可根据自身流动性需求申请常备借贷便利。

### 二、从SLF看货币政策的新变化

央行货币政策工具主要包括公开市场业务、存款准备金率、利率、中央银行再贷款等传统货币政策工具,2013年初央行创设了常备借贷便利(SLF)、抵押补充贷款(PSL)等创新型的货币政策工具,自此,央行货币政策工具又增加了几项。2014年以来,央行进行了两次优惠“三农”和小微企业的定向降准、一次定向降息、一次向国开行提供1万亿额度的抵押补充贷款(PSL),以及本次通过SLF向金融机构注入资金,但没有实施一次全面降息或降准。央行今年的调控手法显著区别于以往主要依赖于全面调息、调存款准备金率等传统政策工具的调控手法,可以看出,在经济新常态下,央行调控已经提前进入新常态。就本次而言,央行之所以推出SLF,而没有出台降息、降准等举措,主要原因是:一方面,当前市场和经济发展需要央行释放更多的流动性给予支持;另一方面,央行要保持稳健货币政策的调控取向不变。那么,无疑SLF是较优的选择,其既可以让实体经济“解渴”,又避免了向市场释放过强的进一步宽松货币信号的影响。

#### (一)当前实体经济需要货币政策有所作为

**第一，外汇占款进入低速增长阶段，需要其他工具来替代其投放基础货币。**随着汇改后央行退出外汇市场日常干预，连续数月央行口径与金融机构口径的外汇占款持续低位，预计今后外汇占款低速增长将成为常态。原因在于：央行退出外汇市场日常干预导致央行外汇占款增幅收窄，而央行外汇占款可以看作整个金融机构外汇占款这列火车的火车头，当火车头失去了动力，金融机构外汇占款也将进入低速增长状态。4-8月央行外汇占款月均增量仅为0.57亿，同期金融机构外汇占款月均增量也仅为145.7亿元，远低于今年央行退出外汇市场日常干预之前的1-3月的月均值2516亿元。多年来外汇占款是我国基础货币投放的主渠道，其大规模的缩减，必然就要求央行通过其他渠道投放基础货币。

**第二，我国经济下行压力再次加大，需要适度宽松的流动性给予实体经济以支持。**经济宏观指标及金融指标均表明当前经济形势非常严峻：2014年8月，工业增加值同比增速创近六年来新低，消费同比增速创八年半来次低；前8月固定资产投资同比增速创十二年半以来的新低；微观指标中，钢材、水泥产量增速大幅下滑，发电量更是同比负增长；金融数据中，社会融资规模和新增贷款也骤降。

**第三，短期资金需求大幅增加。**一方面，当前临近第三季度末，并且又临国庆小长假，季节性资金需求较大；另一方面，央行近期宣布的加强存款偏离度考核，目标旨在防止银行月末过度冲存款行为，但同时也使短期资金需求进一步承压。

### （二）为什么选择 SLF

SLF 可以看作是降准和降息的创新混合替代版，既部分达到了降准和降息的效果，又为后续操作预留了空间。

**首先，SLF 性质类同基础货币的投放，但其更加灵活，并天然内嵌了货币回收机制。**如果本次 SLF 的 5000 亿额度被全部申请使用，其规模效果近似全面降准 0.5 个百分点。但估计本次五大行可能不会全部申请使用，如建行董事长明确表示目前建行没有补充流动性的需求，并指出，多数银行流动性也没有大问题。因此，SLF 相对于降准更加灵活，将主动权赋予实际使用资金的商业银行。同时，其与直接降准的区别是有到期期限，这次来看是 3 个月，天然内嵌了货币投放回收机制。3 个月以后是否继续投放，主动权在货币当局。相比于直接降准，当期效果接近，长远效果相对温和。



其次，SLF是有利率的，因此SLF的利率对当期利率曲线会有一定影响，因此可以起到引导市场利率走向的作用。目前本次SLF具体利率不详，但预计低于同期3个月银行间债券回购利率（REPO）或上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）等利率。因此，SLF的推出在某种程度上起到了部分降息的作用，既对当前市场利率带来直接下拉影响，又相较于直接降低基准利率预留了空间。

最后，相对于公开市场操作，SLF额度较大，同时由金融机构根据自身需求主动申请，针对性更强。SLF与公开市场操作的区别见表1。

表1：SLF及央行公开市场回购的区别

	操作时间	操作标的期限	资金投放或回收方式	如何确定利率水平	额度	交易操作对手
回购	每周一、周三由一级交易商向央行申报正逆回购需求  每周二、周四央行在公开市场常规操作。央行根据市场情况决定操作内容，有时候可能采取零操作。当日央行会公布操作内容	7天、14天、28天、91天期	逆回购或正回购	采用市场化利率招标方式	较小	央行对公开市场多个一级交易商
SLF	非常规操作，由金融机构主动发起，金融机构可根据自身流动性需求申请。  操作内容不即时公开，每季度只公布一次前季度每月的余额。	最长期限为3个月，目前以1至3个月期操作为主	主要以抵押贷款方式发放；必要时也可采取信用借款方式发放。	利率水平根据货币调控需要、发放方式等由央行综合确定	较大	中央银行与金融机构“一对一”交易

总体来看，今年以来，除了全面的降准、降息外，货币政策已经动用了几乎所有的货币政策工具，并且，当大家纠结于到底是否会降准或是降息时，货币政策已经不再仅仅局限于传统的降准、降息，而是创新使用了SLF、PSL在内的多种货币政策工具，这可能意味着经济新常态下，货币政策已然进入新常态。展望未来，央行仍将坚持通过定向施策进行预调微调，同时会尽量避免通过全面宽松传递过强的政策信号，因此下一阶段全面降准降息的可能性仍然很小。