

央行向信用债市场输入积极信号

研发部 徐永

摘要：央行扩大 MLF 担保品范围，新纳入中低等级信用债，预期将对银行间债券市场流动性形成利好，但并非 QE，实质宽松效应有限；信用债市场近期面临再融资风险和违约案例增多的情况，央行此举向市场输入了积极信号，有利于债券市场持续健康发展。

央行上周末公告，将适当扩大中期借贷便利（MLF）的担保品范围，新纳入品种包括不低于 AA 级的小微企业、绿色和“三农”金融债券，AA+、AA 级公司信用类债券（优先接受涉及小微企业、绿色经济的债券）以及优质的小微企业贷款和绿色贷款。

央行解释，此次扩容 MLF 担保品范围的政策考虑有三个方面，一是有利于引导金融机构加大对小微企业、绿色经济等领域的支持力度，缓解小微企业融资难、融资贵问题；二是在公司信用类债券方面，从以前只接受最高等级的 AAA 级债券扩大到接受 AA+、AA 级债券，有利于平等对待各类发债主体，促进信用债市场健康发展；三是增加了 AA+、AA 级信用债以及小微企业贷款、绿色贷款作为 MLF 担保品，可以在一定程度上缓解部分金融机构高等级债券不足的问题。

我们认为，在“防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治”三大攻坚战目标引导下，将中高等级小微、绿色和“三农”金融债券纳入 MLF 担保品范围，有利于金融机构向小微、三农和绿色经济方面倾斜；将中低等级公司信用类债券纳入，则有利于商业银行增持信用债，在近期信用市场违约增多的情况下，给信用债市场输入了积极信号，但政策本身并非是 QE 放水，央行的中性稳健货币政策目标基调目前也没有明显变化。

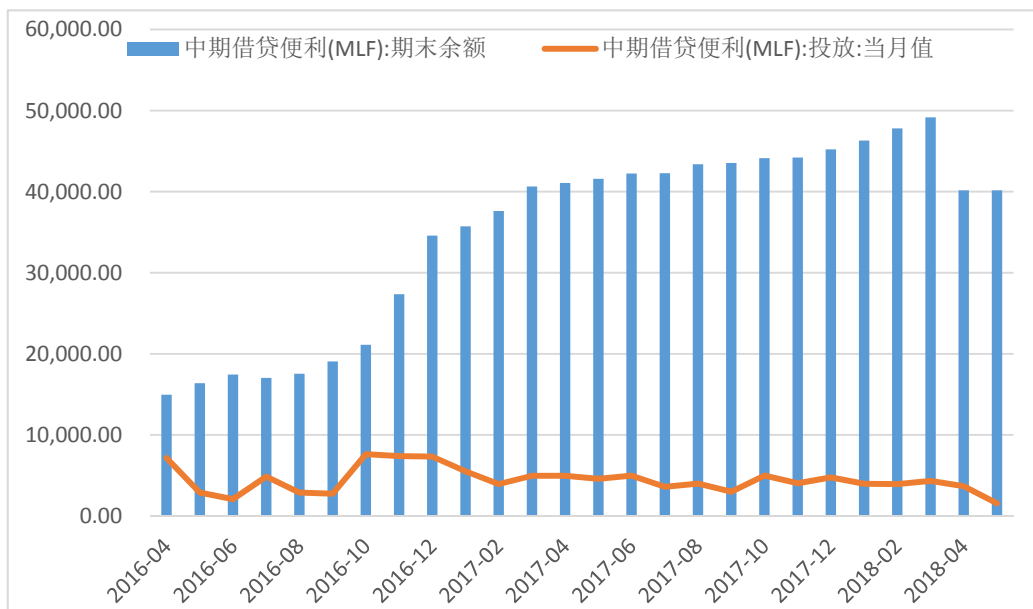
并非 QE 放水

MLF 操作此前接受国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债券等作为担保品，从 MLF 融资担保品范围扩容的角度来看，增加可抵押品确实提高了银行向央行的融资能力，提高了 MLF 融资的潜在规模，但 MLF 并非是自动质押融资机制，只有大型银行和少量券商才能通过 MLF 向央行申请获得融资，因此其与央行 QE 的差别仍然较大。

从美联储 QE 的做法来看，美联储是通过在公开市场上直接购买国债、MBS 等品种，向市场投放流动性，而中国的 MLF 是交易商将国债等债券抵押给央行，从央行获得流动性，只有在极端情况如商业银行发生违约时，央行才会被动持有

(买入)这些抵押品,而按照中国的国情,发生商业银行向央行恶意违约的概率较小,央行持有这些抵押品的概率也较小,因此此次 MLF 担保品扩容与美联储 QE 也有本质的区别。

图表 1 MLF 余额和当月投放情况 (单位:亿元)



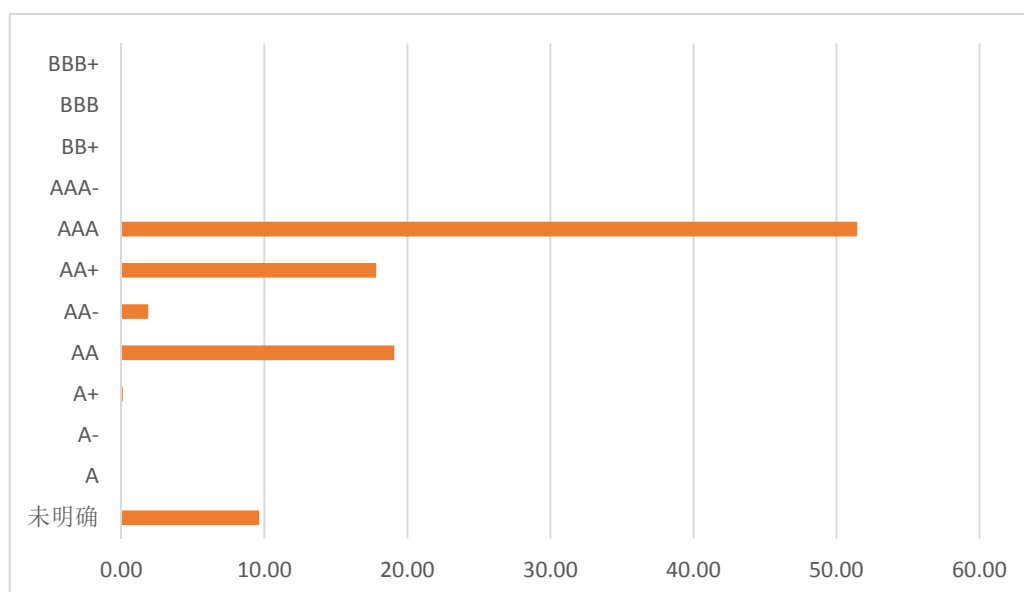
资料来源: WIND,新世纪评整理

从央行的表述来看,担保品扩容有利于缓解部分机构高等级信用债债券不足的问题,预期这对银行间的流动性将形成利好。截至 2018 年 6 月 4 日,中国债市的总存量为 78.05 万亿元,其中利率债存量为 43.02 万亿,信用债存量为 26.08 万亿元,从投资者结构来看,全国性商业银行持有利率债的比例在 40%左右,信用债的持有量更小,以上清所和中债登合计的数据来看,全国性商业银行持有的各类信用债只有 2 万亿规模左右(不包括公司债、定向工具等的统计),且质押融资一般还存在折扣率的问题,而截至 2018 年 4 月,央行对存款类机构的融资已经接近 10 万亿,MLF 的融资余额也已经超过 4 万亿元,随着 MLF、PSL 等融资规模的扩大,金融机构确实面临着可担保品越来越有限的问题,央行需要从前瞻的角度扩大可抵押品的范围。

从信用债市场存量的评级分布来看,目前 AAA 评级的占比超过 50%,AA 和 AA+合计的占比达到 37%,余额在 9.6 万亿,但此次新增的担保品不包括公司债和资产支持证券等品种,从进入新增担保品范围的企业债、中票和短融中 AA 和 AA+的规模来看,目前余额在 3.2 万亿,考虑全国性商业银行持有的信用债规模在全部信用债存量中的占比并不高,中低等级信用债的规模更低,以未来全国性银行可能持有 AA 和 AA+上述信用债的占比将达到 10-15%的水平估计,新增的可融资规模上限预计在 3200-4800 亿之间,是一个比较中性的规模,央行此次

扩大 MLF 担保品范围的信号意义大于实际意义。

图表 2 信用债市场评级分布（按主体）（单位：%）



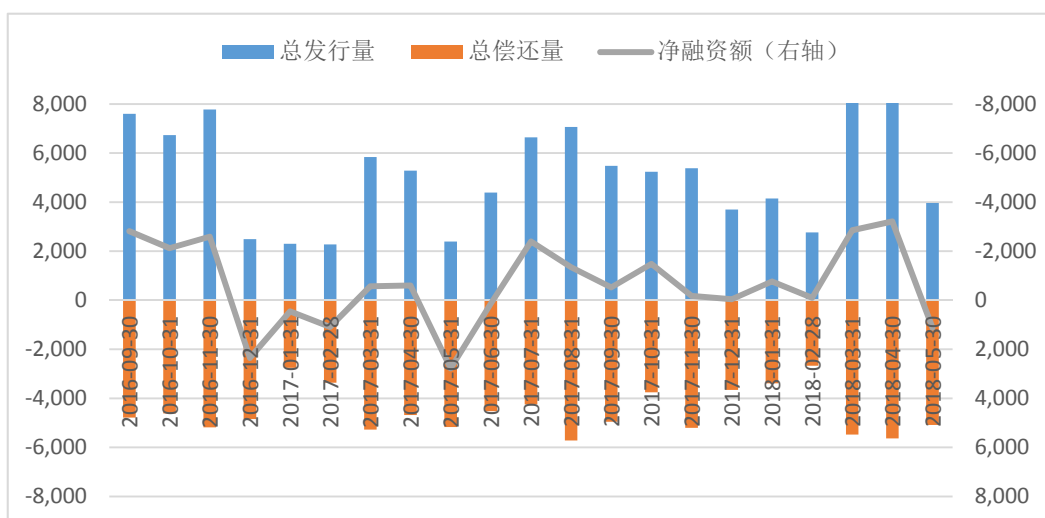
资料来源：WIND,新世纪评整理

从政策目的来看，央行此举将进一步丰富货币政策担保品的管理框架。随着资本流动形势的变化，央行目前主要通过公开市场操作、再贷款和各类创新型货币政策工具如 MLF、SLF、PSL 等向市场投放流动性，此前再贷款主要为信用方式，存在信用风险，随着债券市场发展和货币政策操作工具的丰富，央行逐渐将融资方式从信用过渡到担保方式，并且施行的是多层级的担保品管理框架，其中公开市场操作主要接受利率债和高等级信用债券为抵押品，而其他货币政策工具则一般还包括优质信贷资产，此次 MLF 将担保品进一步扩容到中低等级的信用债，则是担保品管理框架的进一步完善。

向信用债市场输入积极信号

虽然预期潜在的流动性利好作用有限，不过将中低等级的信用债纳入 MLF 的担保品范围，平等对待各类发债主体，对近期频频违约的信用债市场仍然是一个较为积极的信号。

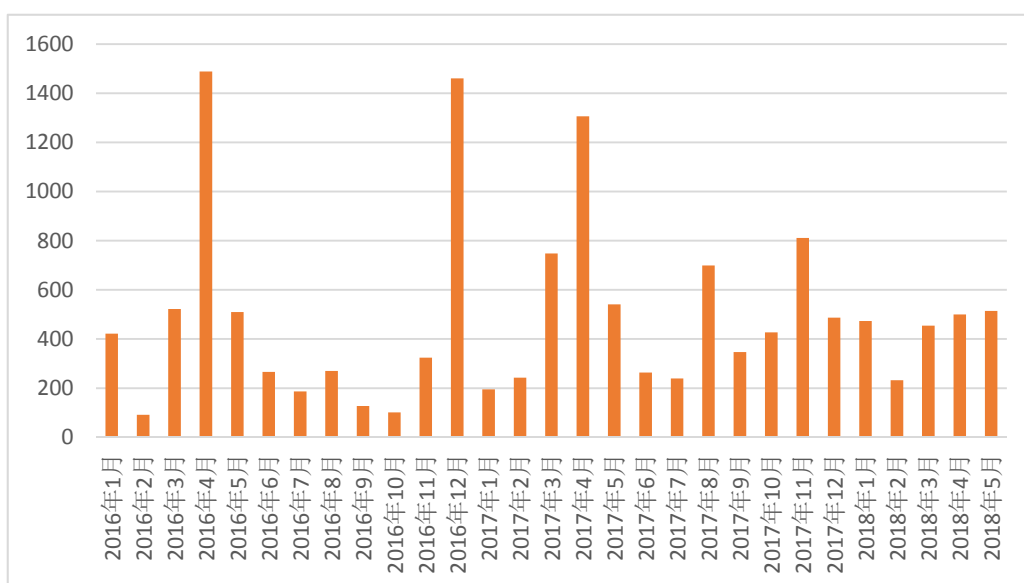
图表3 非金融类信用债净融资走势（单位：亿元）



资料来源：WIND,新世纪评整理

受再融资难度增加及违约债券增多影响，非金融类信用债5月的发行量和净融资额明显走低，债券市场信用利差普遍走高，信用债市场情绪较为低迷，取消发行的规模保持在高位。

图表4 债券市场取消发行走势（单位：亿元）



资料来源：WIND,新世纪评整理

MLF 担保品范围增加，不仅将惠及绿色金融、三农等领域，对债券市场中低等级的发行人也是利好，虽然预期流动性宽松效应和商业银行的增持效应均将较为有限，但央行从政策层面输入积极信号，有利于信用债市场持续健康发展。