

节后首个交易日，沪深两市股指延续节前回升行情，高开高走给出跳空上攻阳线，形成了2018年开市第一天的多头攻击，开门红K线有利于多头。

“债券通”成境外机构投资内地债市重要渠道

日均交易额已由初期数亿元人民币升至目前约20亿元~30亿元人民币，外资经“债券通”持货总额达800亿元人民币

□ 李滨彬

内地与香港债券市场互联互通合作（“债券通”）已正式运行半年。半年来，其交易量逐渐上升，参与机构不断扩大，这项通过香港建立债券基础设施联通内地和境外债券投资者的机制安排，已成为境外机构投资内地债市的重要渠道。

“债券通”参与机构范围不断扩展

“债券通”的“北向通”已于2017年7月3日开通，境外投资者可通过“债券通”直接投资内地银行间债券市场。

半年来，“债券通”交易规模和参与机构数量都大幅增加。

据中银香港高级策略员花锋介绍，“债券通”开通以来，大概有1/3的新增投资境内债券通过“债券通”完成。

工银国际首席经济学家程实表示，市场对“债券通”的反应正面。目前“债券通”日均交易额已由初期

的数亿元人民币升至目前约20亿元~30亿元人民币，外资经“债券通”持货总额达800亿元人民币。境外机构持有境内人民币债券总量在“债券通”开通后的2017年三季度中，从约8900亿元人民币增至超过11,000亿元人民币，单季度增加超过2000亿元人民币，可见“债券通”带来的巨大影响。

半年来，“债券通”备案的机构也大幅增加。已在中国外汇交易中心备案的“债券通”境外投资者数量从开通初期的100家左右，增至2017年11月的210家。其中既有中资机构的海外分支，也有外资的银行、保险公司、基金公司等各类外资机构，而且从备案的顺序来看，初期以中资机构为主，现在在外资机构的比重已越来越高，这说明外资机构已对“债券通”这一创新的投资渠道逐渐了解、接受和应用。

花锋说，境内做市报价商由开始的20家增加到目前的24家，包括19家商业银行、5家券商，均为内地

债市的主要做市机构。可以提供结算和兑换服务的香港结算银行由初期的11家增加到20家，包含了香港的主要银行。

“债券通”各类参与机构的范围不断扩展，为未来“债券通”在境外机构投资内地债券中扮演更重要的角色奠定了良好基础。

“债券通”创新和亮点频出

“债券通”为内地债券市场引入了大量的境外投资者，这些投资者按照他们在境外原有的交易习惯和账户安排实现买卖内地债券，也为内地市场引入了国际通行的金融制度和安排，如债券的多级托管等，促进了内地债券市场与世界的接轨。

中国外汇交易中心与香港交易所于2017年6月7日宣布在香港成立合资公司——“债券通”有限公司，承担支持“债券通”相关交易服务职能。

香港达维律师事务所高级律师黄逸宇表示，这种成立境内外合资

公司的做法是一次机构创新，有利于为未来两地监管合作铺路，为境内外交易合作机制积累经验。

程实表示，“债券通”开通半年运作顺利，出现不少亮点，成功为境外投资者提供成本更低、效率更高的直接投资境内债券市场的渠道。除二级交易外，也让境外投资者可参与至境内债券一级发行市场，同时也吸引了一些境外机构透过“债券通”在境内发行债券。

黄逸宇表示，境外投资者可通过“北向通”直接参与内地债券一级市场的发行认购，这是“债券通”相比“沪港通”和“深港通”的创新。

“债券通”巩固香港国际金融中心地位

市场人士表示，“债券通”进一步提高了境外投资者投资内地债市的便利性，也为离岸人民币回流增添了新渠道，有利于巩固香港国际金融中心地位和提升内地债市国际化水平。

花锋表示，“债券通”促进各国投资者在香港集聚，加快香港债券市场的发展，有助于改善香港资本市场“股强债弱”的局面。

与此同时，市场人士认为，“债券通”还有一些需要完善的环节，如券款交收流程需要进一步优化、税收细节待明确等。此外，境外机构也希望能够放开债券回购，增加交易品种，便于做好人民币资金流动性安排，增加人民币资产投资。

花锋介绍，监管机构对境外投资者改善“债券通”安排的需求进行了解，而且已经在着手改善一些安排，如2017年10月开始对券款交收的部分环节做出调整。

中环香港认为，2018年还会陆续有一些改进的安排推出，使“债券通”更加便利化。推出“南向通”将有利于境内投资者有序投资境外债券，形成境内外人民币资金的良性循环。相信监管机构会结合各项外部环境，适时推出“南向通”。

理性看待 银行存款下滑

□ 莫开伟

据媒体披露，2017年以来，银行存款增长乏力尤甚于往年，特别是居民储蓄、企业存款同比大幅减少。银行存款分流虽暂时会对银行经营带来不利影响，但从长远来看，可让银行减轻负债，加速银行业的重新洗牌，为银行机构优胜劣汰创造条件，最终消除目前我国银行机构有可能潜藏的巨大金融风险隐患，为防范化解系统性金融风险奠定坚实基础。

单纯从银行经营角度考虑，存款减少对商业银行信贷扩张能力确实带来一定负面影响，因为放贷规模要受资本充足率限制，在存款大幅减少情况下银行放贷意味着要消耗更多的资本；而且，存款减少会影响各种业务的扩张，有可能导致经营效益的下滑。

当然，目前银行存款下滑也是特殊经济时期的一种正常反映，不值得大惊小怪。一方面，受国家房地产宏观调控政策日益趋紧引发银行存款的正常消耗。另一方面，房贷利率提高也是消耗银行存款的重要因素。

今年股市走势有所好转，也是分流银行存款的一个重要原因。股市与银行存款是一个“跷跷板”关系，此高彼低，这为历史上资本市场走势与银行存款升降所反复证明了的真理。2017年，以蓝筹股为代表，A股迎来一轮上涨，将部分居民投资兴趣引向股市，加速银行存款的分流。

对银行存款大幅减少的现象，切不可人为过度夸大其有可能带来的金融危害，应以科学、客观、理性、发展的眼光来看待银行存款减少现象。从当前经济发展现实看，银行存款增幅下降其实并非坏事，从某种意义上说还是一种好事，是一种积极、可喜的金融变化现象。

首先，它标志着广大普通民众投资理财意识的觉醒，不再将财富终生寄托给银行，免遭财富缩水之苦。

其次，它为中国资本市场走向繁荣、为提高实体经济直接融资比例提供了可能，可有效改变持续几十年中国金融市场以间接融资为主的旧格局。而随着资本市场基础制度设计的不断完善和出台、监管当局的监管手段和措施的不断严厉，资本市场可信、够安全的环境已经形成，必然会将资金从银行存款市场吸引到资本市场，这无疑是一个好现象，可极大地减少实体经济融资环节和融资成本，也是中国实体经济未来融资必须走的正确之路。

再次，可增强银行经营的危机感和忧患感，推动其加快经营方式的转变，有利于银行加快从传统存贷业务经营向中间业务经营转型，大力发展轻资产、低资本业务；更可使银行保持理性投资行为，消除盲目扩张规模尤其是将过多资金进行监管套利及脱实向虚投向资产泡沫领域的倾向。

银行存款分流虽暂时会对银行经营带来不利影响，但从长远来看，可让银行减轻负债，卸下巨额、沉重的存款包袱，降低经营成本；更为有利的是，可加速银行业的重新洗牌，为银行机构优胜劣汰创造条件，为防范化解系统性金融风险奠定坚实基础。

每周证券编辑部
执行主编：田新元 邓文忠
新闻热线：(010)56805060
监督电话：(010)56805167
电邮：84125512@163.com



境外机构持有境内人民币债券总量在“债券通”开通后的2017年三季度中，从约8900亿元人民币增至超过11000亿元人民币，单季度增加超过2000亿元人民币，可见“债券通”带来的巨大影响。



中国物流与采购联合会近日发布的2017年12月份中国物流业景气指数为56.6%，受季节性因素影响，较上月回落2个百分点。随着节日临近，与民生相关的食品、日用品等物流业务活动趋于活跃。

张云 摄

市场聚焦

“临时准备金动用安排”保春节前后流动性无忧

理论上最多可释放2万亿元临时流动性，可完全覆盖春节前取现需求和资金滚动需求

□ 李丹丹

中国人民银行近日决定，建立“临时准备金动用安排”，在现金投放中占比较高的全国性商业银行在春节期间存在临时流动性缺口时，可临时使用不超过两个百分点的法定存款准备金，使用期限为30天。

从公布时间、特点和制度安排看，此举既满足了2018年春节期间临时流动性需求，促进货币市场平稳运行，也没有改变稳健货币政策的基调，彰显了中国人民银行流动性管理更注重预期管理，更趋精准和细化。市场人士测算，此举理论上最多可释放2万亿元的临时流动性，实际则视银行报备申请的情况。

范围广成本低

在春节前后推出一些特殊流动性安排并非首次。2017年1月，为

保障春节前由现金投放形成的集中性需求，促进银行体系流动性和货币市场平稳运行，央行就通过临时流动性便利(TLF)操作，为现金投放量较大的几家大型商业银行提供了临时流动性支持。

中国民生银行首席研究员温彬表示，“临时准备金动用安排”是运用货币政策工具创新和完善宏观调控的具体体现，与TLF作用类似，主要是在春节前后满足现金投放需求以及防范流动性过度波动，不应该被解读为货币政策转向宽松。

但是与TLF相比，“临时准备金动用安排”在操作对象、成本方面又具有自身的特点，对于平缓流动性有自身的优势。

中信证券固定收益首席研究员明明表示，TLF操作仅针对现金投放占比高的几家大型商业银行，而本次

操作对象是现金投放占比较高的全国性商业银行，包括国有银行和股份制银行。操作对象范围的扩大更加切合当下市场的流动性需求，是“升级版”的TLF。

“根据我们的观察，春节全国性商业银行的取现需求占全部取现需求或高达90%。对全国性银行开放的‘临时准备金动用安排’，可有效缓解机构春节流动性压力，也可有效对冲春节取现等流动性扰动。”中金固收团队指出。

与此同时，温彬说，使用法定存款准备金而不是从央行借贷获得流动性支持，有助于降低获得“临时准备金动用安排”资格银行的资金成本，提高其向市场融出资金的意愿，这对当前保持流动性平稳、防止市场利率过快上升也会产生积极作用。

中金固收团队指出，“临时准备

金动用安排”可动用商业银行自身上缴在央行处的准备金，意味着不需要抵押品，解决了抵押券偏紧等压力，而且无需支付额外的资金成本，只需要承担临时使用时1.62%的法定准备金利率的机会成本。

维护流动性合理稳定

日前召开的央行货币政策委员会2017年第四季度例会指出，实施好稳健中性的货币政策，切实管住货币供给总闸门，综合运用多种货币政策工具，保持货币信贷及社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定。

从“临时准备金动用安排”的制度设计上可以看出，这是央行对法定存款准备金的创新和尝试，更为科学地管理法定准备金，更加灵活地调节市场流动性，可谓货币政策工具箱里的新工具。明明表示，从

操作机制方面分析，央行在量、价和期限三方面调节法定准备金，以补充阶段性流动性需求，有利于化解短期内流动性市场摩擦情况。

那么，这一新型工具可以释放出多少临时流动性？中金固收团队初步测算，全国性商业银行临时支取两个百分点的法定存款准备金，理论上可释放的临时流动性规模可高达2万亿元，实际则视银行报备申请的情况。

据明明统计，春节前后公众现金需求较为集中。从春节期间M₀的变化来看，2014年~2017年间，公众持有的现金在春节当月分别环比增加1.8万亿元、9900亿元、9300亿元、1.8万亿元，“临时准备金动用安排”对流动性的支持足以应付春节期间的提现需求。

从时间上看，中金固收团队预计，银行或在2018年1月10日或稍后几日开始报备，1月16日或稍后几日释放这笔临时准备金，加上节假日顺延，这部分资金可以有效跨过年春节，从期限上完全覆盖春节前的取现需求和资金滚动需求。