

当前银行间市场资金面状况分析与展望

2013年6月

事由：

2013年5月份以来，我国银行间市场资金面快速趋紧，隔夜和7天期回购加权平均利率从4月末的2.80%和2.99%，大幅提高至端午节前的9.81%和7.84%，分别上涨了701bp和485bp，上升的速度和幅度都是近年来少有的，银行间市场资金面也结束了今年年初以来持续宽松的局面，货币市场流动性的快速趋紧再度成为市场关注热点。

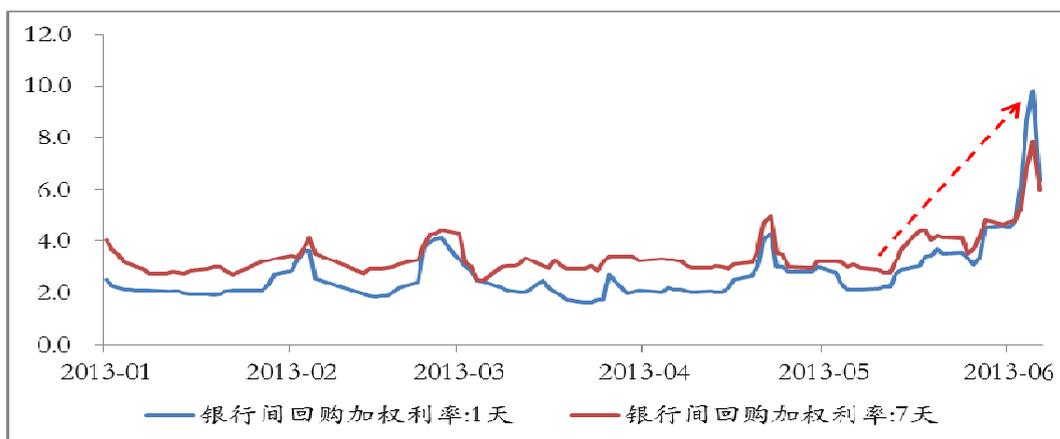
点评：

一、当前市场流动性快速趋紧的成因分析

我国银行间市场既是央行货币政策实施的平台，又是金融机构调节资金余缺，促进资金保值增值的场所。银行间市场资金流动性状况是货币政策传导过程中的重要中间变量，决定着货币市场利率，受到市场参与各方密切关注。今年以来，随着稳健货币政策的实施，在经济增速逐步放缓的同时，近期货币市场资金面持续紧张又吸引了市场参与各方的密切关注。

这次资金面收紧前期没有明显征兆，持续时间较长，而且资金紧缺的机构主要为大型商业银行。通过对银行间市场资金面影响因素的梳理，我们认为近期市场流动性快速趋紧的成因可归结为资金总量、资金结构、监管政策以及市场预期四个方面因素，这些因素相互影响、相互作用，共同产生合力，导致了银行间市场资金面的变化。

图表1 2013年初以来货币市场资金价格走势（%）

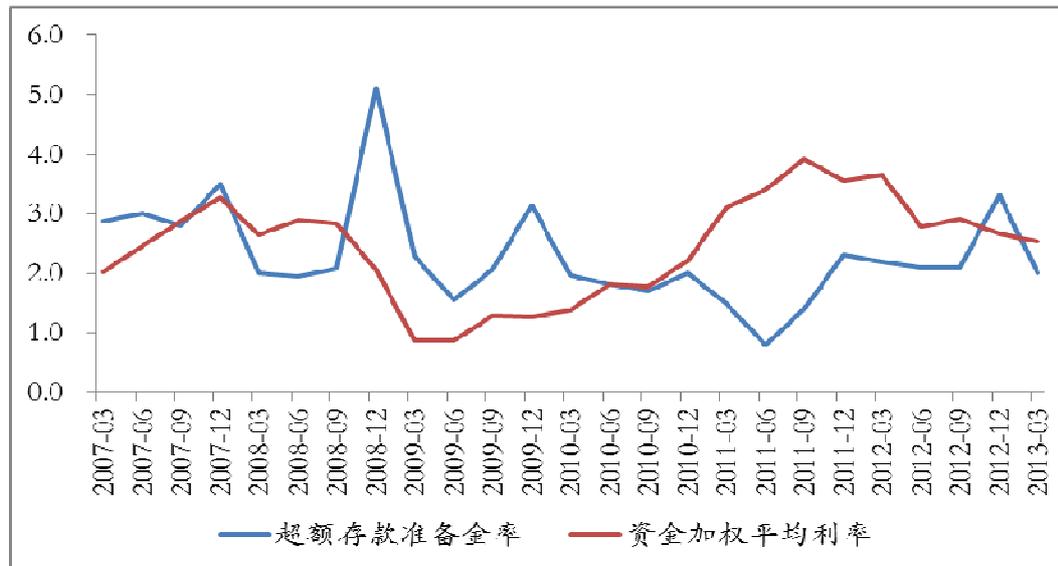


数据来源：Wind, 课题组

（一）金融机构超额准备金率不断走低，资金总量供给不足

金融机构的流动性一般由超额准备金加现金构成。就银行体系流动性而言，超额准备金率一直是判断商业银行流动性是否充足的重要标志。一般而言，当金融机构超额存款准备金率偏高时，银行间市场的资金利率比较低或平稳；反之，市场资金价格会偏高且波动加剧。从央行公布的数据来看，一季度末金融机构的超额准备金率已经从去年年末的 3.3% 降至 2%。基于外汇占款、公开市场操作、财政存款、法定存款准备金率和现金的变动，经初步测算，估计金融机构超额准备金率在 5 月末已经下降至 1.5% 左右。整个银行体系超储低企，大大降低了商业银行对流动性的边际承受能力。

图表 2 超额存款准备金率与市场资金利率之间存在反向关系 (%)



数据来源: Wind, 课题组

1. 央行外汇占款投放增速放缓

外汇占款是央行为了收购外汇资产而相应投放的本国货币。由于我国对外贸易长期表现为顺差，以及人民币存在升值预期，在当前结售汇管理方式下，央行经常从商业银行收购外汇头寸，支付人民币，从而起到投放基础货币的作用。央行公布的数据显示，今年 1-4 月央行新增外汇占款达到了 12277 亿元，远远超过去年全年的 4281 亿元，约相当于三次存款准备金率的下调效果。因此，外汇占款对货币政策的对冲效应是影响银行间市场资金面的重要因素。5 月份，金融机构外汇占款仅增 669 亿元，比 4 月份减少 2275 亿元，这样对应的央行外汇占款新增也将会显著下降，预计不足 500 亿元。

2. 财政存款出现较大幅度增长

理论上，财政存款增加表现为央行资产负债表中负债项下政府存款的上升和资产项目下对政府债权的下降，资金流向上是央行回笼货币，即财政存款增加意味着更多的资金流出银行体系。同时，财政存款具有非常明显的季节性特征。企业所得税缴纳制度的安排，使 1 月、4 月、5 月、7 月、10 月财政存款都会出现明显的增加。

从财政存款增量来看，由于企业集中汇算清缴所得税，每年 5 月份财政存款增量均较高，近几年一般都集中在 3000 亿元左右。而今年 5 月份财政存款增量高达 4633 亿元，比 2012 年同期高出近 2000 亿元，远远超出市场预期。归结其原因，除了税收因素，还可能与近几个月国债净发

行放量和国库现金管理商业银行定期存款招标频率下降有关。

第一， 国债净发行量扩大导致银行间市场资金流出增加。

国债募集资金将上缴国库，资金直接从银行间市场流出，只有当国家财政支出时，才从国库划拨到各级财政、企业等在银行的存款账户，从而回流银行体系。这表现为短期从银行间市场抽走资金，然后逐步回流。今年 1-5 月国债净发行 3196 亿元，比去年同期增加 3638 亿元。其中，5 月份净发行 1804 亿元，比去年 5 月份高出 2156 亿元。

第二， 国库现金定期存款招标频率下降导致货币投放量减少。

财政部委托央行进行中央国库现金管理操作，通过国库现金定期存款实现国库现金的收益最大化，这实际上也是一种货币投放过程。单次存款招标操作量一般 300-400 亿元，对市场影响不大，但是累计效应仍不容忽视。如 2012 年累计进行国库现金定期存款招标 6900 亿元，考虑操作期限多为三个月或六个月，其每年对银行间市场资金的影响也有 1000 亿元以上的规模。今年 1-5 月存款招标仅为 800 亿元，比去年同期减少 1800 亿元。

3. 数量型调控工具组合进一步收紧了流动性

央行数量型货币政策工具对银行间市场资金量有直接影响。数量型货币政策工具主要包括存款准备金率和央行公开市场操作。5 月份，金融机构新增人民币存款为 14800 亿元，按照 20%存款准备金率计提，预计央行上收流动性达 2960 亿元，而同月央行公开市场净投放仅为 1300 亿元，这样在 6 月 5 日，央行通过货币政策工具组合从银行体系净回收的流动性高达 1660 亿元。

（二）大型商业银行存款增量大幅下降，资金结构出现失衡

除了资金总量因素，在衡量银行间市场流动性问题时，资金分布的结构问题（即不同类型机构的超额存款准备金率的差异）也同样会对货币市场利率产生明显的冲击影响。一般来说，影响整个资金面的最重要因素是大行的资金状况，这是因为大行是市场上的主要资金融出方。资金集中在大行手中，有利于提高银行间资金的运转效率。即便银行体系的超储率相对偏低，但是只要大行的超储率保持相对高位，那么市场的资金面状况就相对稳定。但从今年数据来看，我国银行间市场的资金分布结构却并不理想。

1. 近期市场表现：大型商业银行存款增量大幅下降，中小银行存款余额迅猛增长

从央行公布的数据来看，今年 1-5 月全国金融机构存款余额新增为 74889 亿元，其中四大国有银行存款新增 17441 亿元，占比约为 24%，而 2011 年与 2012 年同期四大行新增存款占整个金融机构新增存款的比值分别为 41%和 33%。与其对应的是，在国有四大行存款增速回落的同时，中小银行存款余额却迅猛增长。今年 1-5 月中小银行人民币存款新增高达 22506 亿元，而 2012 年同期，中小银行存款新增仅为 7848 亿元。

2. 资金结构失衡引发的大型国有银行资金短缺及资金期限错配，银行间市场资金快速收紧

四大国有银行和中小商业银行在存款增量上截然不同的表现，引起银行间市场资金分布结构发生变

生变化，导致了 5 月份大型国有银行资金短缺。作为银行间市场资金的主要供给者，如果大型国有银行缺钱，银行间市场资金将快速收紧。另外资金结构性失衡引发的期限错配更是进一步加剧了资金面紧张。突出表现为，流动性富余的中小银行更愿意拆借出收益率较高的中长期资金，而国有大型银行为降低资金成本更愿意拆入隔夜或 7 天等成本更低的短期资金。

图 3 年初来四大国有银行和中小商业银行存贷款增量情况（亿元）

		1 月	2 月	3 月	4 月	5 月
四大国有银行	各项存款增量	804	2429	23638	-13437	4007
	各项贷款增量	3767	2159	3310	2455	2077
中小商业银行	各项存款增量	3746	-2382	12699	4836	3606
	各项贷款增量	2765	1578	2884	2071	2456

数据来源：中国人民银行，课题组

注：四大国有银行是指工行、建行、农行、中行，中小商业银行是指本外币资产总量小于 2 万亿且跨省经营的中资银行。

（三）多种监管政策影响叠加，市场资金需求集中放大

今年以来，我国经济运行一个显著特点就是“宏观冷，金融热”。由于金融体系与实体经济脱节，使得大量货币在货币创造过程中并未进入实体经济，而是形成了体外的“自循环”，表现为金融部门表外业务的爆发式增长，从而抬高了金融体系的整体杠杆率和经营风险。为此，相应监管机构陆续出台了相关监管政策。这些政策在实现监管风险的同时，由于金融机构相继去杠杆，短期内也放大市场资金需求。

例如，银监会 8 号文等监管新规旨在规范银行表外理财业务发展，控制表外业务快速膨胀中隐藏的金融风险，但客观上使金融体系的流动性创造能力进一步受限；外管局 20 号文对银行外汇头寸下限的考核，使得商业银行需要增大外汇买入以达到考核要求，加剧了资金紧张；银监会 135 号文针对农村中小金融机构违规票据业务排查，一定程度上对资金面产生的扰动；最后是一系列债券整改方案以及禁止理财账户与自营账户关联交易的出台，更是加剧了整个金融市场的资金波动。

（四）央行中立策略改变市场预期，放大了流动性紧张的程度

纵观每轮资金面紧张，往往都是在央行释放流动性背景下才得以缓解，但这轮资金面紧张，央行却表现无动于衷，既没有进行定向逆回购，也没用实施公开市场短期流动性调节工具（SLO），市场预期的落空也意味着对央行态度的预期逆转。受此影响，各金融机构纷纷加大流动性储备力度，资金短缺的机构倾向于增加融入资金量、延长拆借期限，而资金盈余的机构则倾向于减少融出资金量、缩短融出资金的期限。可能原本市场流动性仅是略有收紧，但这种市场过多储备流动性的集体行为却放大了资金紧缺程度。

市场影响评估：

二、银行间市场资金面展望

（一）短期：6 月资金面保持紧平衡状态，并将持续到 7 月中旬

短期来看，鉴于 6 月份面临季末、半年时点考核等多重因素叠加，商业银行冲存款压力比较大，银行间市场近几年在此阶段都出现不同程度紧张情形，预计整个 6 月份资金面将保持紧平衡状态，并持续到 7 月中旬左右。

（二）长期：资金面将很难回到一季度较为宽松状态

1. 外汇占款趋势性下降将导致外生流动性供给持续减少

多年来，外汇占款一直是央行投放基础货币的主渠道，更是近几年货币市场流动性保持充裕的最主要因素。但随着美联储退出量化宽松政策的时机逐步成熟，这种依靠外汇占款的投放模式将难以为继。进入二季度以来，美国的居民消费、制造业、房地产市场、财政金融状况和就业市场持续向好，显示出强劲的复苏势头。美国经济体量巨大，美元是全球的主要货币，美联储的货币政策对全球市场有重要影响。量化宽松政策退出预期以及即将到来的实际退出，将会促使美元指数持续走高，势必会引起全球资金大规模回流美国。

外汇占款主要由于双顺差和跨境套利资金流入，一旦美联储退出量化宽松政策，美元持续走强将导致资本逆转，特别是在当前中国经济复苏持续偏弱背景下，有可能使热钱短期内大规模从中国流出，外汇占款将从增长变为净下降，中国的流动性将受到较大影响。从近期外汇市场的变化来看，美元延续强势态势，而境外人民币则于 5 月末开始再度出现较强的贬值预期，反映出外汇占款趋势性回落的苗头开始显现。外汇占款主渠道萎缩，而逆回购、再贴现等货币供应渠道在短期内难以大幅度扩容，那么商业银行赖以进行信用创造的基础货币投放将会增速显著放慢。

2. 存款准备金率边际累积效应对流动性的影响趋于上升

在不考虑经济状况变动情况下，单纯从资金流动角度来看，法定存款准备金率的边际效应主要体现在：伴随存款规模的不断增加，法定存款准备金正常冻结资金的规模也在不断扩充，如果外部资金流入跟不上其新增的冻结规模，会自发的（即便不再继续上调法定存款准备金率）导致超额储备规模的降低，导致流动性紧缩局面自发产生。鉴于外汇占款变化和表外理财监管态势，预计这种累积效应将逐渐发挥作用：一是外汇占款的流入不足将难以支撑由于存款扩张所导致的准备金率增量冻结规模的增加，导致整体市场流动性产生自发收缩；二是由于银证合作、银信合作等通道类业务受到限制，理财产品增速和规模将放缓，而客户融资需求仍在，银行为保住客户资源，势必将部分符合信贷政策的表外资产移至表内，期间产生的新增存款必将需要上缴更多的法定准备金。

3. 货币政策滞后性导致资金波动性加大

外汇占款虽然是央行实施基础货币投放的主要渠道，但外汇占款是一种外生变量，它并不受央行直接控制。在外汇占款持续增加背景下，央行面对的主要是回收流动性的压力，数量调控工具的实施对市场产生的影响一般只是短期冲击，在市场乐观预期和外汇占款后续补给作用下，市场资金面很快趋于平稳。而在外汇占款持续回落环境下，央行面对将是向市场提供流动性的压力，从可供央行选择的数量工具来看，不外乎是公开市场逆回购、短期流动性调节工具（SL0）、常设借贷便利（SLF）以及调降法定存款准备金率等工具。

鉴于当前 M2 增速（5 月份为 15.8%）远超政府年初制定的 13% 增速目标，预计短期内调降法定存款准备金率的可能性极低，那么央行提供流动性将主要倚重于逆回购、SLO 以及 SLF 等短期调节工具，这样在什么时候进行操作，操作规模多大，都会对央行的判断力和执行效果提出挑战。由于货币政策的观察期和时滞期，一旦热钱逆转势头过猛，再加上短期操作工具不易于稳定市场预期，市场流动性出现较大波动的风险将明显增加。

三、流动性偏紧对资产配置的影响及风险提示

（一）受市场流动性偏紧影响，理财产品收益率有望企稳回升

近两周，银行理财产品平均预期收益率持续上涨，一个月以内期限超短期银行理财产品，上涨 39 个基点至 3.98%，重回年内最高水平；1 至 3 个月期限理财产品平均收益率也较上周上涨 5BP 至 4.34%；3 至 6 个月期限理财产品平均预期收益率为 4.53%，较上周回升 1 基点。未来，在银行间资金面持紧以及半年末“中考”的双重压力下，商业银行会加大理财产品发行力度，平均预期收益率在季末两周或将继续小幅上行。

（二）市场流动性偏紧将加大银行理财产品、信托产品、民间融资等的兑付风险

在理财产品收益率上升的同时，其兑付风险也相应升高。惠誉数据显示，截至今年第一季度，中国内地理财产品的规模已高达 13 万亿元，其中很大一部分将在 6 月到期。由于“发新还旧”是到期理财产品最主要的偿还渠道，因此，近期银行间市场资金面的持紧将加大银行偿还到期理财产品的压力；同时自监管严格化以后，季末理财产品接续技术上的困难，可能会使银行理财资金的兑付缺口进一步加大。此外，信托产品今年仍然是兑付高峰。建议投资者谨慎操作，关注风险。

（三）流动性偏紧近将逐步挤出过剩产能泡沫

流动性偏紧将逐步传导至实体经济，一些负债率较高、产能严重过剩的传统产业，如钢铁等将面临较大压力。