

研究报告

2017 年第 51 期

2017.05.05

执笔人：朱妮

zhuni_csjr@icbc.com.cn

2017 流动性维持紧平衡 银行利润受资产负债两端挤压

要点

- 2015-2016 年，商业银行普遍面临“资产荒”。进入 2017 年以后，银行间市场出现短时利率快速上扬，引发了市场对于“资金荒”的讨论。我们预测，今年在央行不进行任何流动性收放动作的情况下，客观已经存在约 10.3 万亿元的基础货币缺口和 52.7 万亿元的货币供应量缺口。从前四个月的公开市场操作看，央行并没有表现出急于弥补流动性的、大水漫灌式的政策倾向。预计 2017 年还将继续主要通过加大公开市场操作、中期借贷便利 MLF 等途径补充流动性，使基础货币供应保持在一个“紧平衡”状态。综合考虑国内外因素，6 月中下旬、9 月中下旬可能是出现流动性紧张的时点，10 月由于到期资金和财政存款回流央行，也值得关注。在“资产荒”和“资金荒”同时存在、负债成本趋势性上涨的情况下，商业银行利润空间受到进一步挤压，应尽早部署，挖掘新的资产端项目，同时确保负债总量稳定增长，切实防范流动性风险的短时快速上升对银行经营造成的冲击。

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。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。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，仅供内部参阅，未经作者书面许可，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。

2017 流动性维持紧平衡

银行利润受资产负债两端挤压

2017 年 3 月中下旬，银行间市场资金出现短时骤紧，部分中小银行出现“资金荒”，利率全线上扬，市场违约风险快速上升。从去年还在热议的“资产荒”到今年的“资金荒”，只不过短短几个月的时间，引发了市场关于“资金荒”的激烈讨论。在“资产荒”还未褪去的背景下，资金成本的上升将进一步挤压银行利润空间。3 月的资金紧张是受偶发性事件的冲击，还是有其他更中长期因素的支撑？今年的流动性总体将呈现出怎样的特点？在今年未来的时间里，哪些时点流动性风险会显著上升？这些将是本文试图探究和回答的问题。

一、从“资产荒”到“资金荒”

2015-2016 年，国内商业银行普遍受到“资产荒”的困扰。所谓“资产荒”，顾名思义是指资金供给相对充足，但缺乏具有合理收益率的投资项目，钱没有合适的出路。“资产荒”的根源在于实体经济收益率的持续下滑。根据刘陈杰（2016）的测算，中国企业的投资资本回报率（ROIC）已经由 2008 年的 16% 下降到 2015 年的 4.2%，甚至已低于企业的融资成本。从 2010 年开始，我国 GDP 已经连续 7 年出现下降，据民银智库测算，中国的资本产出比（当年产出/上一年资本存量）已经由 2010 年的 34% 下降到 2016 年的 26% 左右，而资本边际产出（当年产出增量/上一年资本增量）已经由 2010 年的 25% 下降到 2016 年的 18% 左右。同时，利率市场化改革基本完成、金融机构数量迅速增长和金融创新快速发展使银行获得低成本资金的难度明显加大，负债端成本面临趋势性上升压力，这进一步加大了资产配置的难度。

并且，商业银行在中国金融系统中的主体地位决定了其经营面临较多的监管红线，为防止系统性风险发生和配合经济结构转型，银行资产配置的领域、结构、速度等都受到严格监管，资产配置的自由度有限。比如，由于较低的不良率和不低的收益率，在 2016 年的信贷投放总规模中，投向个人按揭和房地产开发投资领域的贷款占到 59% 以上，房地产贷款余额和个人按揭贷款余额分别同



比增长 27%和 35%，远高于全部人民币贷款增速 13.5%。今年 4 月银监会发布的 6 号文和 46 号文，将房地产领域风险列为第六大风险点，提出要强化房地产风险管控，将房地产企业贷款、个人按揭贷款、以房地产为抵押的贷款、房企债等纳入监测范围；要求银行检查是否借道其他行业投向房地产领域，是否通过购买 QDII 产品等投资国内房企在境外发行的债券等。商业银行在房地产领域的资金投放将受到限制。

图 1 商业银行不良贷款比例

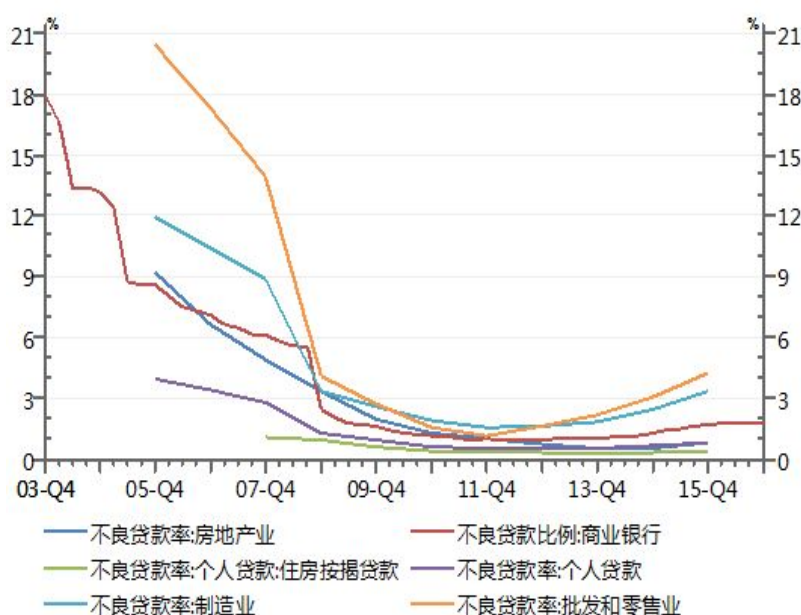


图 2 商业银行信贷余额同比增速



进入 2017 年以来，银行间市场流动性短时收紧的情况时有发生，1 月和 3 月，短期利率出现阶段性快速上扬，其中一年期利率互换刷新两年新高，SHIBOR 全线上涨；在此同时，央行还分别在 1 月和 3 月上调了逆回购和 MLF 的中标利率，使银行不管是从同业市场还是从央行获得资金的成本都较以前有所上升。金融市场“资产荒”的声音逐渐减弱，关于“资金荒”的讨论多了起来，甚至有人将此与 2013 年的“钱荒”相对比。今年 3 月份的资金紧缺状况是昙花一现还是会成为 2017 年流动性的常态？今年的流动性缺口到底有多大？央行是否有足够的意愿和能力来向市场提供充足的资金供给？银行负债端压力是否有望在今年未来一些时候得到缓解，还是将在某一个时点更加严峻？

二、2017 年流动性缺口测算

流动性松或紧，取决于供给与需求之间的力量对比。从供需两个角度分析，今年的流动性将“总体偏紧”。

（一）12% 的 M2 增长目标要求基础货币较 2016 年末新增 3 万亿元

先来看基础货币需求。今年我国广义货币供应量 M2 的增长目标是 12%，2016 年末 M2 余额为 155 万亿元，以此计算，2017 年 M2 需增加 18.6 万亿元，至 173.6 万亿元。M2 由基础货币与货币乘数的乘积所决定。展望 2017 年，在央行更加严厉的信贷政策和金融“去杠杆”的背景下，预计货币乘数及其信贷能力不会进一步扩张，不妨采用 2016 年的季度平均值 5.12 近似作为 2017 年货币乘数（暂不考虑降准）。在上述情形下，2017 年末基础货币应达到 $(173.6/5.12) 33.9$ 万亿元，较 2016 年末新增 3 万亿元。

（二）在央行不采取任何货币收放动作的情况下，今年已客观存在基础货币缺口 10.3 万亿，货币供应量（M2）缺口 52.7 万亿

再来看基础货币供给。在结售汇制度和出口顺差的影响下，外汇占款一直是我国基础货币投放的重要方式，也是一种被动的基础货币投放方式。受经常项目顺差收窄、人民币贬值和资金流出压力加大的影响，自 2015 年 11 月以来，央行口径外汇占款已连续十六个月递减，从 2015 年 10 月的 25.878 万亿元，下



滑至今年 2 月末的 21.676 万亿元。外汇占款的减少客观上加大了基础货币被动收紧的压力。尽管今年 1 月以来外汇占款降幅有所收窄，但今年美联储加息的时点已经比预期有所提前，预计年内还会有 1-2 次加息，同时，虽然中美爆发全面贸易战的可能性不大，但从特朗普屡次表态中可以预见，中美贸易摩擦将有所加大，不利于我国出口贸易增长，2017 年外汇占款可能仍会下降；但随着监管部门对投机性购汇需求监管力度的加大，以及从 3 月美联储加息后中国央行随即提高 MLF 等市场利率的做法来看，中国央行正在采取与美联储方向一致的货币政策，以此来缓解人民币贬值和资金流出压力。预计全年外汇占款下滑幅度将小于 2016 年，约在 2.5 万亿元左右。

除了外汇占款这种被动的基础货币投放方式之外，央行还可以通过公开市场操作、再贴现、再贷款等方式影响基础货币总量。在 2016 年，央行就加大了公开市场操作频率和各类借贷便利工具的操作力度，以此来对冲外汇占款下降对基础货币的影响。一方面，2016 年 2 月，央行将原先每周二、四的公开市场操作改为每个工作日均开展操作。另一方面，央行在 2013-2014 年间先后推出了短期流动性调节工具（SL0）、常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）等新工具，但实际使用仍然较少，到 2016 年，各类借贷便利成了基础货币供给的主要渠道。正如央行在《货币政策报告》中所说，“中期借贷便利（MLF）及时填补中期流动性缺口，成为央行基础货币供给的重要渠道。”

通过公开市场操作和借贷便利工具来提供基础货币，成效是显著的：2016 年全年，外汇占款在净减少 29115 亿元的情况下，我国基础货币余额却实现了 29000 亿元¹的增长，这意味着，2016 年央行通过各类流动性管理工具，成功地向市场净投放了约 5.8 万亿的基础货币。

通过《货币政策报告》，可以梳理出 2016 年央行基础货币投放（或回笼）的具体情况：

¹ 基础货币数据来自央行《2016 年第四季度货币政策报告》。

表1 2016年央行基础货币收放情况

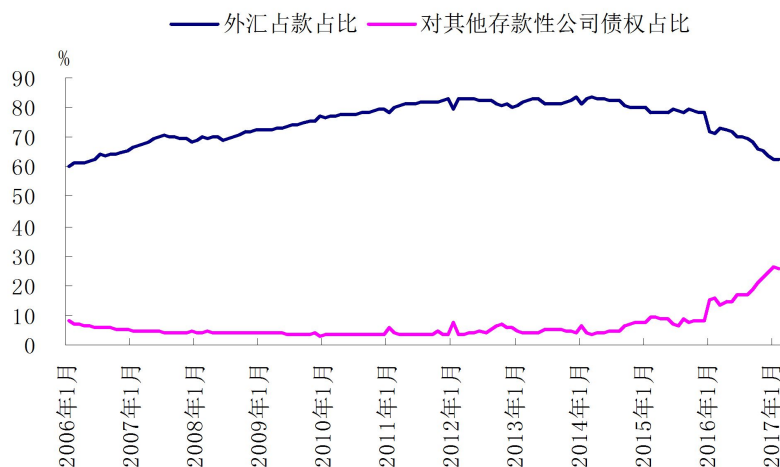
工具名称	资金净投放量（亿元）	备注
逆回购	13050	投放量-逆回购到期量
央票	4222	央票到期量
短期流动性调节工具操作（SLO）	0	2016年央行首次开展SLO 操作，累计投放流动性2050 亿元，均在年内到期，年末公开市场SLO 余额为0。
常备借贷便利操作（SLF）	1289.6	2016年末余额-2015年末余额
中期借贷便利操作（MLF）	27915	2016年末余额-2015年末余额
抵押补充贷款（PSL）	9714	2016年末余额-2015年末余额
再贷款	1246	2016年末余额-2015年末余额
再贴现	-140	2016年末余额-2015年末余额
合计	57297	

从上表可以看出，在所有的基础货币收放工具中，2016 年央行运用最多的是 MLF，其次是逆回购，二者向市场提供的基础货币量占央行基础货币投放量的 71.5%。以 MLF 为主的再贷款工具和公开市场操作已经成为 2016 年央行进行流动性收放的倚重点。我国基础货币供给渠道正在由以往的外汇占款带动的被动式投放方式，转为以各类借贷便利和公开市场操作所带动的更为主动的增长方式。

央行的资产负债表结构反映了货币供给方式的这种变化。2014 年底之前，央行总资产中外汇占款的占比呈现一个逐步提高的过程，至 2014 年底，外汇占款在央行总资产中的占比为 80%。随着外汇占款增速放缓和央行为应对经济危机采取的宽松货币政策的实施，央行资产负债表相应发生了调整：所持国外资产中，外汇占款两年减少了 18.9%，在总资产中的占比从 2014 年底的 80%下降到 2016 年底的 63.8%。同时，对其他存款性公司债权迅速扩张，央行对其他存款性公司债权从 2014 年底的 2.5 万亿元扩张了近 2.4 倍至 2016 年底的 8.5 万亿元，占总资产的份额从 7.4%升至 24.7%。



图3 中国央行资产结构



但这种方式势必带来另一个问题，就是跨年的到期资金量会出现一个明显的上升。根据 WIND 数据保守计算，2017 年跨年到期资金量大致为 47723 亿元，均为净回笼。其中逆回购和常备借贷便利（MLF）各到期 13150 亿元和 34573 亿元，MLF 是最大的构成部分。从到期时间看，跨年逆回购 13150 亿元已全部在 1 月份到期，跨年 MLF 上半年到期量为 16955 亿元，下半年为 17618 亿元。2017 年上半年资金到期回笼压力较大。

相比之下，2016 年跨年到期量总共为 10977 亿元，其中逆回购和 MLF 各 100 亿元和 6655 亿元，央票到期（即向市场投放流动性）4222 亿元，这使得 2016 年跨年资金形成净回笼 2533 亿元。2017 年承受的跨年到期资金净回笼量为 2016 年的 19 倍，资金压力明显上升。

表 2 2016 年和 2017 年跨年到期资金量

货币工具名称	2016年跨年到期量（亿元）	2017年跨年到期量（亿元）
逆回购	-100	-13150
短期流动性调节工具操作（SL0）	0	0
常备借贷便利操作（SLF）	0	0 ²
中期借贷便利操作（MLF）	-6655	-34573

² 12月央行共发行SLF1357亿元，其中1天期15.59亿，7天期449.36亿，28天期892.52亿。由于发行日期无法确定，保守计算，假定以上SLF均在2016年到期。

央票到期	4222	0
合计	-2533	-47723

根据以上数据，在 2016 年末 30.9 万亿元的基础货币余额基础上，2017 年的外汇占款预估下滑 2.5 万亿元，流动性工具跨年到期量约 4.8 万亿元，这使得在央行不采取任何货币收放动作的情况下，2017 年的基础货币供给数量将比上一年共减少约 7.3 万亿元。前面计算出，为了达到 M2 余额同比增长 12% 的目标，2017 年对新增基础货币供应量的需求是 3 万亿元。由此可以粗略估算出 2017 年的基础货币供需缺口为 10.3 万亿元左右。用基础货币缺口乘以货币乘数，可以得到货币供应量缺口为 52.7 万亿（ $10.3 \times 5.12 = 52.7$ ）。这是央行在不采取任何流动性收放动作的前提下，客观已经存在的货币供应量缺口。

（三）当前形势下，央行将继续通过公开市场流动性工具弥补流动性缺口，维持流动性紧平衡状态

面对这一客观存在的流动性缺口，决定今年流动性紧或松的关键，就在于当前形势下，央行有没有足够的意愿和政策空间来弥补？

从 2017 年前三个月的情况来看，1-3 月央行共进行逆回购操作 43600 亿元，其中 3 月底之前到期的有 40700 亿元，由此可得 1-3 月央行通过逆回购操作实现基础货币净投放 2900 亿元；共进行 MLF 操作 14415 亿元，均在今年 7 月以后才到期，1-3 月央行通过 MLF 实现基础货币净投放 14415 亿元；共进行 SLF 操作约 2300 亿元，SLF 到期时间不可得，但考虑到 SLF 的最长期限仅为 28 天，不妨假定 2300 亿的 SLF 均在 3 月底之前到期，由此计算出 1-3 月通过 SLF 净投放基础货币为 0；通过抵押补充贷款（PSL）投放基础货币 1632 亿元。综合计算，1-3 月央行在公开市场实现了约 1.89 万亿元的资金净投放。而 2017 年 1-3 月的跨年资金到期量合计为 2.15 万亿元。一季度央行通过公开市场操作和抵押补充贷款净投放的基础货币尚不足以抵消同期公开市场跨年到期资金量。并且，在资金最紧张的 3 月中下旬，央行依然秉承中性的货币政策基调，截至 4 月 12 日，央行连续第十三天暂停公开市场操作，在 3 月 17 日至 4 月 16 日期间暂停 MLF 投放。随着 4 月 17 号缴准、4 月中下旬集中缴税的到来，4 月 13 日央行重启逆



回购，在 4 月 17 日重新开展 MLF 投放。此外，央行还在一季度两次上调逆回购和 MLF 利率，提高商业银行从央行获得资金的成本。从这些操作来看，央行在流动性供给上态度谨慎，非常注重对市场的预期管理，以此促进金融机构主动去杠杆。货币工具操作更加精准化，对资金的投放和回笼时点的把握、对资金收放规模的把控，已经精确到以“每天”的资金量进行测算，是一种“精准滴灌”的流动性注入方式。面对 2017 年全年约 10.3 万亿的基础货币缺口，近 53 万亿的货币供应量（M2）缺口，央行并没有表现出急于弥补流动性的、大水漫灌式的政策倾向。

当然，除了公开市场操作，央行还可以通过降准和降息来提高 M2 供应。但二者的作用机理并不相同。降准不改变基础货币供应总量，因为降准后法定准备金会立即转为超额准备金，两者均被包含在基础货币中，所以存准率下调引起的只是基础货币结构的变化，总量不会增加。但法定存款准备金转为超额准备金后，向商业银行释放了更多的可支配货币，通过提高货币乘数提高银行货币创造能力，从而带动广义货币供应量 M2 的增长。在 2015 年，M2 的扩张动能就主要来自于准备金率连续四次的下调。降息则可以降低包括 MLF、SLF 在内的一系列货币工具利率水平，提高商业银行从央行融资的积极性，从而增加基础货币供应。短期来看，中国降准和降息的空间都非常有限。本轮全球宽松政策周期已接近尾声，美国已进入加息周期，欧洲央行尽管延长了购债计划，但月度购债规模将从 4 月起减少 200 亿欧元，宽松力度正在减小，日本央行也出现边际收紧迹象。这种情下降准和降息，释放出的货币宽松信号将加大人民币贬值压力和资金流出压力，有可能对国内高企的资产价格产生下降风险隐患。2016 年央行主要是通过加大公开市场操作、中期借贷便利 MLF 等途径补充流动性，预计 2017 年还将继续沿用这种方式，在对基础货币进行量的调节、使基础货币供应保持在一个“紧平衡”状态。同时，通过调节 MLF 等再贷款工具利率来引导市场利率水平上行，起到结构性加息的作用，以此促进金融“去杠杆”和抵御美联储加息对中国的冲击。

三、对流动性阶段性吃紧时点的判断

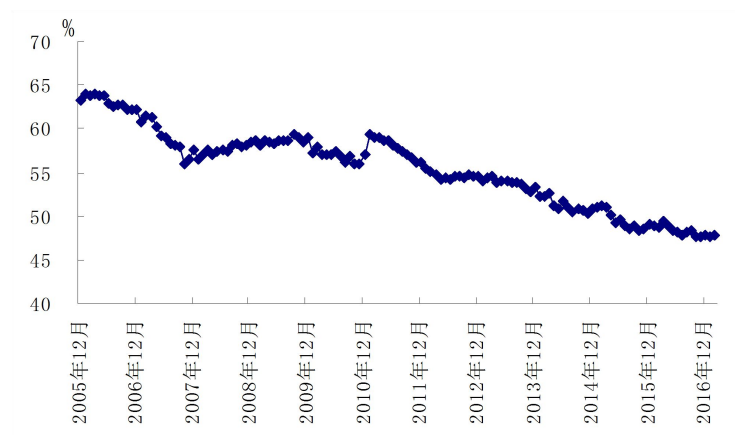
在央行有意通过公开市场操作和再贷款工具将流动性维持在“紧平衡”状态的背景之下，银行资金面更容易受到临时性因素的冲击，出现阶段性流动性紧张。展望未来，影响资金面的因素主要有：

首先，美联储加息时点。美联储 3 月的议息会议纪要显示，美联储官员已经开始讨论缩减其金融危机以来持续扩张的资产负债表。早在 2014 年 9 月退出量化宽松之际，美联储就明确提出货币政策正常化分为加息和缩表两大步，缩表要在加息走稳之后才会启动。耶伦在今年 2 月提到，缩减资产负债表是 FOMC 更为长期的目标，并且建立在主要利率指标回升到合理高度的基础上。鉴于美联储加息节奏尚未正常化，预计缩表最早要等到今年年底或明年年初，美联储年内还将有 1-2 次加息。但 3 月通胀数据下滑使 6 月加息概率降至 50% 以下，客观上推高了 9 月加息的可能性。

其次，同业存单纳入同业负债管理会减小货币乘数。银监会 3 月底 4 月初密集发文，同业存单被纳入监管重点，要求商业银行检查同业存单计入同业融入资金余额，是否超过银行负债总额的三分之一。这是同业存单纳入同业负债监管的落地试行，意味着同业存单纳入同业负债进行监管已被提上日程，也反映出监管层希望通过督促银行进行自查和业务调整，来缓解同业存单纳入同业负债管理对资金面的冲击。监管当局在规范金融业务发展、防范金融风险的同时，并不希望由于政策落地过快过猛而造成不必要的市场冲击甚至是风险。因此，同业存单纳入同业负债对流动性形成的时点性干扰有限，但却会使同业存单规模出现趋势性下降。由于同业存单暂时不需缴纳存款准备金，是具有很强货币创造能力的资金。近年来，同业存单等非存款负债快速扩张，使得法定准备金存款占银行总负债的比例下降很快（见图 4），相当于有效准备金率下降，极大地增强了银行的信贷扩张能力。同业存单纳入同业负债规模管理，会直接拉低货币乘数，使货币供应量出现收缩。



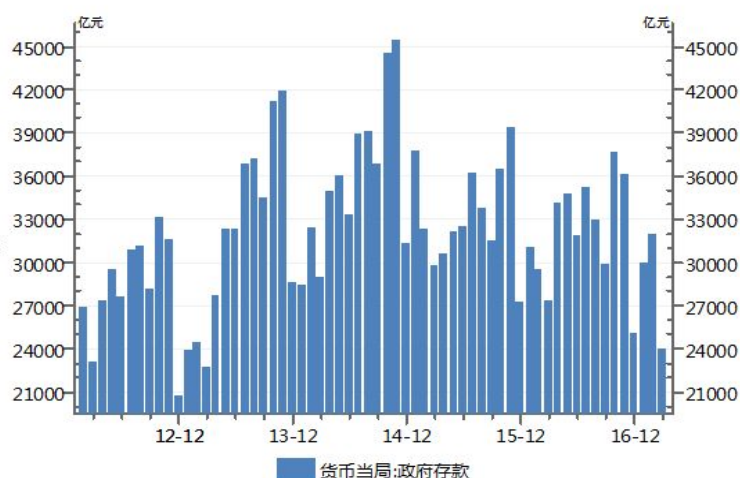
图4 法定准备金存款占银行总负债比重



第三，MPA 考核及银监会业务监管。趋严的 MPA 考核还将继续影响季末资金面，但经历了 3 月末的流动性冲击以后，银行会提前进行资金部署，资金紧张程度有望较 3 月末有所缓解。一季度经济数据开局良好，为二季度金融去杠杆的加快推进提供了条件。4 月以来，银监会已经密集发布多项业务规范文件，敦促银行降低杠杆率，缩减表外业务、非标业务、同业业务规模，随着监管力度的加大，二季度资金面将持续承受压力。与 MPA 考核效应重叠，将显著提高流动性风险发生的概率。

第四，政府存款影响基础货币供应。在央行资产负债表中，政府存款的增加会导致基础货币下降。中金团队指出，定量分析表明，政府存款对基础货币增速的贡献为负，并在一定程度上造成基础货币波动。从数据上看，每年 10 月是我国政府存款大幅增长的时点，直接减少基础货币的供应。

图 5 中央银行政府存款余额（亿元）



最后，根据截至 4 月 19 日的央行公开市场操作数据计算，10 月份将有逾 6500 亿元资金到期（包括跨年到期资金和年内到期资金），资金量大，将对流动性带来冲击。

综合以上因素，6 月中下旬、9 月中下旬将是未来流动性发生明显收紧的可能时点，10 月由于到期资金和财政存款回流央行，也值得关注。当然，对于以上因素，央行可以通过综合运用各种流动性工具来进行适当对冲。但最大的风险在于几个因素叠加发生，以及预料之外的事件冲击。

四、商业银行应对策略

2017 年，在实体经济尚未复苏、表外业务监管力度加大的影响下，商业银行将继续面临“资产荒”格局；货币政策控风险的倾向意味着央行将继续倚靠更为主动、精准的基础货币投放方式来实现流动性的收放，资金“紧平衡”将是常态，市场利率还有进一步上升的空间，银行负债端成本将承受上行压力，增加了资产配置难度，加剧“资产荒”程度。银行利润空间被进一步压缩。

负债端，首先要确保负债总量合理增长，这是应对流动性冲击的根本。五大行由于资金体量较大，业务运营相对规范，受 MPA 考核与银监会业务规范对其影响不大。但储蓄存款加快流失仍是银行面临的重大问题，叠加负债成本趋势性上行，使今年的流动性风险更为严峻。商业银行应根据自身业务结构和头



寸情况，对流动性风险上升的时点进行预判，完善风险监测覆盖，定期开展流动性风险压力测试，及时完善流动性风险应对预案。鉴于目前银监会已经发文要求银行对同业存单业务规模进行自查，预计同业存单纳入同业负债规模管理将很快落地，对于同业存单业务占比较高的银行，尤其是部分股份制银行和城商行，应提前做好资产负债调整。杠杆率较高的银行在流动性收缩时期首当其冲，商业银行应加快主动去杠杆的步伐，规范表内表外业务发展，降低流动性波动的边际影响。

资产端，通过提高优质资产获得能力来缓解资产荒。在经济新常态下，权益性融资的需求有所上升，要主动适应经济新常态下的社会融资需求，大力发展基础设施结构化融资、企业存量资产或未来现金流的证券化、股权直投等资本市场业务品种。在一季度经济出现一定程度反弹时，挖掘背后具有可持续性的投资领域，抓住新形势下的市场先机，对于雄安新区建设，应尽快从机构设置、机制安排上进行部署，对这一新市场的崛起加大参与力度，尤其是雄安新区建设初期产生的大量的基础设施建设投资需求，是银行信贷投放的良好选择，而从更为长远的经济未来发展趋势看，高新技术产业、节能环保等依然是未来银行积极部署和抢占的市场领域。