

研究报告

2017年第69期

2017.6.16

执笔人：刘新

邮箱：liuxin@icbc.com.cn

“强监管 去杠杆”政策解读系列之四

Shibor 与 LPR 倒挂,影响到底有几何?

要点

- Shibor 和 LPR（贷款基础利率）并不具备直接的可比性：一方面我国利率市场化改革仍未彻底完成，货币市场利率向贷款市场利率传导的效果有限；另一方面，存款是我国银行发放贷款的主要资金来源，Shibor 在衡量银行负债端成本方面并不起主导作用。
- 近期 Shibor 快速上行，主要是受流动性环境、金融监管趋严和季末时点预期三大因素的影响：紧平衡的流动性环境是 Shibor 利率持续上行的基础；金融监管政策趋严是促使 Shibor 上行的关键；对季末时点的偏紧预期是 Shibor 上行的重要影响因素。
- Shibor 快速上行主要产生三方面影响：一是使中小银行负债端成本承压；二是对实体经济融资成本产生一定影响；三是抑制影子银行业务的快速扩张。笔者认为，短期内 Shibor 与 LPR “倒挂”的现象仍将持续但差距将逐步缩小，长期看 Shibor 与 LPR 并不具备“倒挂”的基础，Shibor 将趋向于回归到 LPR 以下水平。

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。

“强监管 去杠杆” 政策解读系列之三

Shibor 与 LPR 倒挂，影响到底有几何？

近期我国银行间货币市场利率大幅波动且不断抬升。自 5 月 22 日以来，1 年期 Shibor（上海银行间同业拆放利率）持续高于 4.30% 的 1 年期 LPR（贷款基准利率）；至 5 月 27 日，1 年期 Shibor 利率已超过 4.35% 的 1 年期贷款基准利率，这一利率倒挂现象（银行负债端利率超过资产端利率）引发了市场的高度关注。与此同时，随着货币市场利率中枢上移，越来越多的企业已推迟或取消发债，债券融资规模大幅萎缩，关于金融去杠杆对实体经济融资成本的影响，各界观点莫衷一是。

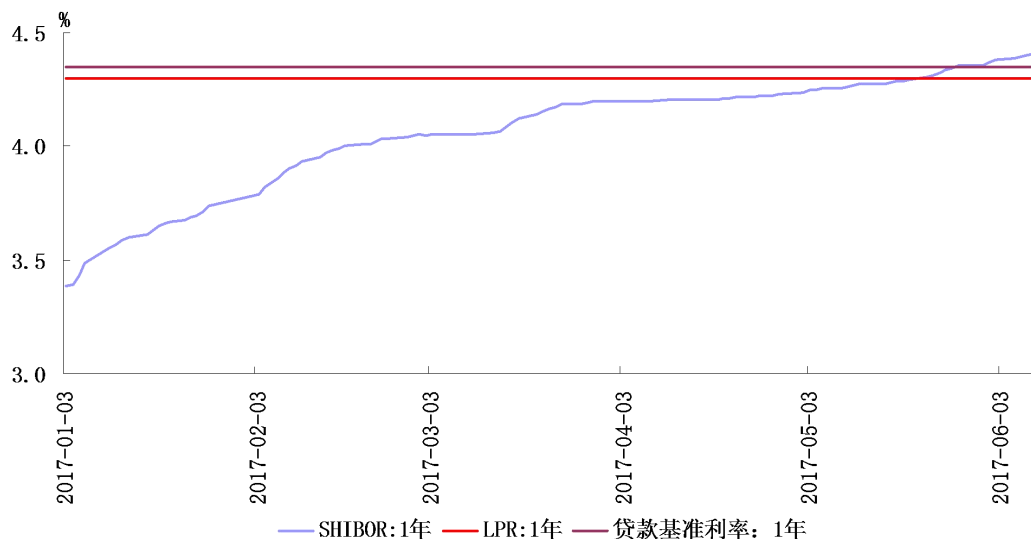


图 1 1 年期限的 Shibor、LPR 和贷款基准利率对比（2017.1.1-2017.6.10）

数据来源：WIND 数据库，下同。



那么，Shibor 和 LPR 到底存在怎样的关联？造成此次利率倒挂现象的原因有哪些？货币市场利率高企能多大程度推升实体经济的融资成本？利率倒挂是否将持续下去？本文试图对上述问题进行探析。

一、Shibor 和 LPR 并不具备直接的可比性

Shibor 是上海银行间同业拆放利率，是由货币市场上人民币交易相对活跃、信息披露较为充分、信用等级较高的银行自主报出人民币同业拆借利率，再进行算术平均计算得出的结果；LPR 是贷款基准利率，是金融机构对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率则根据贷款人的具体情况在基础利率上上浮若干基点确定。简言之，Shibor 是货币市场利率，而 LPR 是贷款利率，两者属于不同市场的资金价格。

一方面，当前我国利率市场化改革仍未彻底完成，货币市场与贷款市场之间的利率传导机制并不通畅。由于货币市场利率波动较大、缺乏利率对冲工具等原因，多数商业银行不愿意采用货币市场利率作为人民币存贷款产品的定价基础。纪敏等（2016）的研究表明，我国货币市场利率在一定程度上可以传导到信贷市场，但传导效率仍低于成熟的市场经济，货币市场利率向贷款市场利率的传导效果可能只有美国的一半左右。¹

¹ 纪敏、张翔、牛慕鸿、马骏，《货币政策通过银行体系的传导》，中国人民银行工作论文，2016.04

另一方面，商业银行贷款资金的主要来源并不是货币市场的同业资金，而是存款。根据我们对国内 13 家全国性商业银行的跟踪研究，截至 2016 年底，上述 13 家商业银行的总负债中，存款²占比 70%，同业往来负债仅占 15%，同业往来负债中的 1 年期限负债的比例应该更小。因此，1 年期限 Shibor 在衡量银行负债成本方面并不起主导作用。

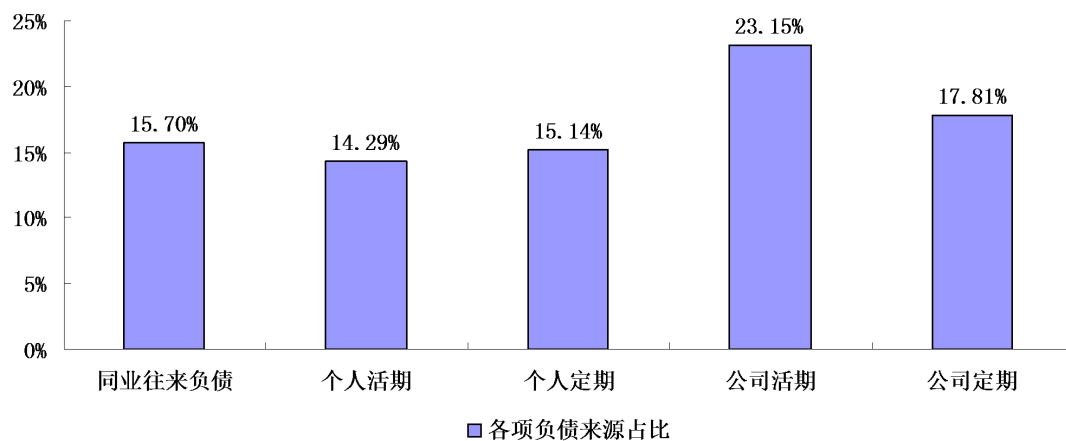


图 2 13 家全国性商业银行负债结构情况（2016.12.31）

虽说 Shibor 和 LPR 并不具备直接的可比性，货币市场和信贷市场的传导机制也不通畅，但“资金如水”，传导不通畅并不代表不传导，两个市场资金价格的不同变化必然意味着资金面的一些异动，因此研究二者倒挂的原因及影响仍是十分有意义的。

² 此处存款具体包括储蓄存款和公司存款，不含同业存款。下同。



二、流动性环境、金融监管趋严和季末时点预期是促使 Shibor 快速上行的三大因素

自 2015 年 10 月 26 日以来，LPR 始终保持在 4.30% 的水平。由于 LPR 具有一定的粘性，因此，分析 Shibor 和 LPR 出现倒挂现象的关键，就是要分析近期 Shibor 快速上行的原因。

（一）紧平衡的流动性环境是 Shibor 持续上行的基础

2017 年以来，央行实施稳健中性的货币政策。相较于 2016 年稳健略宽松的流动性环境，今年的资金面整体维持紧平衡状态。

从量的角度看，4 月末，央行总资产余额较 2016 年末下降了 2415 亿元。其中，外汇占款下降 3636 亿元，是造成央行“缩表”的主要因素。自 2014 年底以来，外汇占款在央行总资产中的占比持续下降，由最高点的 80% 降至目前的 63%，外汇占款的下降直接导致基础货币供给节奏的放缓，进而对市场流动性产生紧缩影响。5 月末，广义货币（M2）余额 160.14 万亿元，M2 同比增速大幅降至 9.6%，分别比上月和去年同期低 0.9 个百分点和 2.2 个百分点，显示货币创造活动大幅放缓。

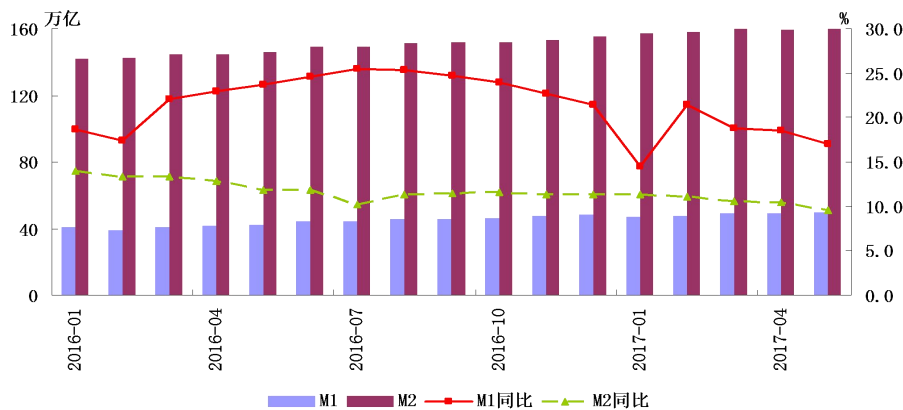


图 3 M1、M2 余额及同比增速（2016.1-2017.5）

从价的角度看，自 1 月底、2 月初央行公开市场操作 Open Market Operation，以下简称 OMO）和中期借贷便利（Medium-term Lending Facility，以下简称 MLF）中标利率上行 10 个基点（BP）之后，3 月 16 日央行再度上调 OMO 和 MLF 中标利率：其中，7 天、14 天和 28 天期 OMO 中标利率分别上调 10BP 至 2.45%、2.6% 和 2.75%；6 个月和 1 年期 MLF 中标利率分别上调 10BP 至 3.05% 和 3.2%。虽说 OMO 和 MLF 中标利率上行是市场化招投标的结果，但其背后也反映出央行引导资金利率上行的政策意图。原因在于，央行开展 OMO 和 MLF 操作有自己的量、价目标，当侧重点在价的目标时，量（招标规模）就要随行就市；当侧重于操作量时，价格（中标利率）就会随行就市。从目前的政策操作来看，央行是偏向于保量不保价，资金成本中枢上移的格局短期内难以改变。

（二）金融监管政策趋严是促使 Shibor 上行的关键

去年四季度尤其是今年以来，中央将防控金融风险、引导资金脱



虚向实摆在更加突出的位置。在这样的主基调下，“一行三会”相继高频出台监管政策。例如，央行MPA考核正式实施；银监会密集出台了一系列如“三违反”、“四不当”、“三套利”等文件，重点监管同业业务，倒逼银行去杠杆；证监会则主要清理券商资管理财池，限制杠杆率，遏制基金子公司和券商资管通道业务规模等；保监会主要规范保险资金投向资本市场等。

当前的各种金融去杠杆政策和措施，目的是为了防范系统性金融风险，但客观上却推高了R007³和DR007⁴等货币市场利率：一方面，监管强化使得金融机构间的信用扩张速度大幅减缓，从而推高货币市场利率；另一方面，市场对未来监管政策的不确定性充满担忧，容易引发市场悲观预期，从而进一步导致市场利率抬升（如央行对同业存单的态度、银监会在自查摸底完成之后是否会采取更为严厉的监管措施等）。

³ R007 是银行间市场所有市场机构的七天回购移动平均利率，包括银行间市场所有的质押式回购交易，不限定交易机构和标的资产，是原来的基准利率参考指标。

⁴ DR007 是指银行间市场存款类金融机构以利率债为质押的七天回购移动平均利率，限定交易机构为存款类金融机构，标的资产为利率债，是目前的基准利率参考指标。

Shibor 与 LPR 倒挂，影响到底有几何？

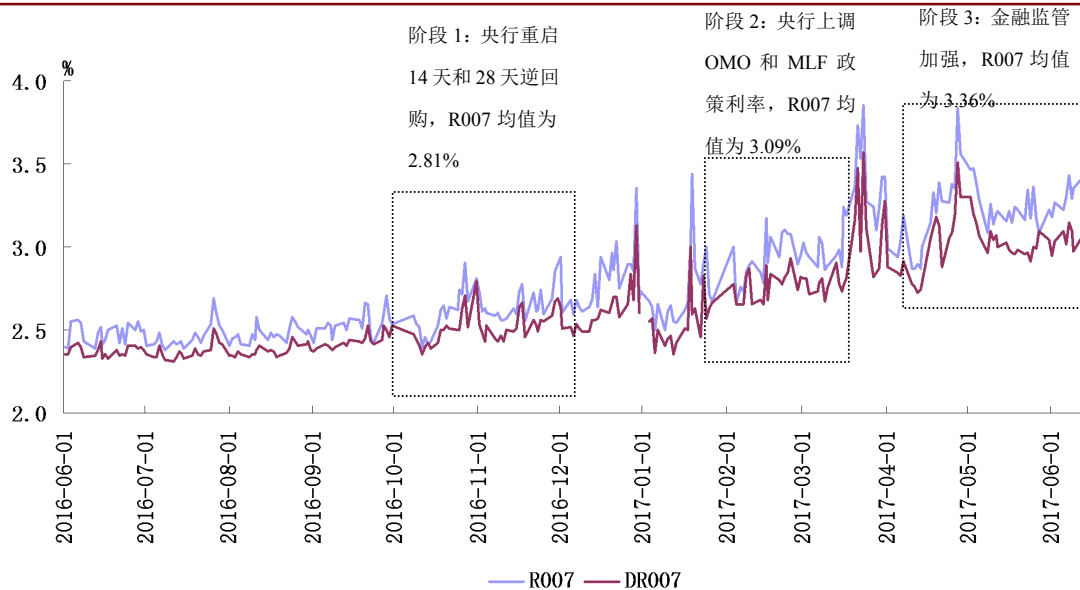


图 4 货币市场利率 R007 和 DR007 抬升（2016. 6. 1-2017. 6. 10）

值得一提的是，今年一季度以来，银监会连发 8 文规范商业银行“三违反、三套利、四不当”行为，其中《关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》（银监办[2017]46 号，以下简称 46 号文）对银行同业业务的套利问题进行了全面规范。在监管文件出台之前，同业存单是中小银行补充流动性、加杠杆套利的重要工具。本次 46 号文直接打击同业套利行为，如果严格执行，将造成同业业务（尤其是同业存单发行）规模缩减。这对于主要依靠同业存单业务开展融资的中小银行而言，无异于断了一条输血大动脉。为了缓解负债端资金的紧缺，中小银行将不得不更依赖于银行间同业拆借市场，这就从需求端促使了 Shibor 的上行。

（三）对季末时点的偏紧预期是 Shibor 上行的重要影响因素

第一，6 月是传统流动性波动较大的月份，商业银行在流动性管理方面会比较谨慎。受缴准、缴税等因素影响，6 月银行间市场流动



性一般会比较紧张,各期限银行间同业拆借利率(尤其是短期限利率)会出现不同程度的上升。

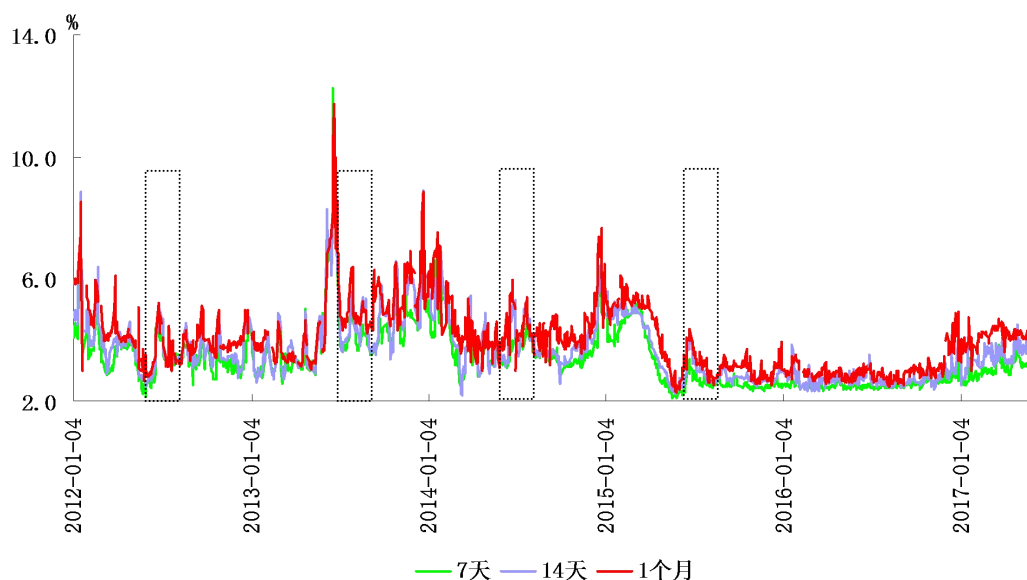


图5 银行间同业拆借利率变动情况(2012.1.1-2017.6.10)

第二,MPA考核对银行行为带来影响。广义信贷增速和流动性覆盖率(LCR)是央行MPA考核的两个核心指标,为了尽量在季末考核时点前控制广义信贷增速指标,银行最容易做的就是减少买入返售资产,即减少对其他机构的拆出,这会加剧资金紧张情况。而为了优化LCR指标,银行会倾向于提高备付金水平和现金留存比率,减少资金的拆出,使资金面更加紧张。

此外,美联储在6月加息与否,将影响到央行的市场操作,进而对市场资金价格产生影响,银行出于观望的考虑,会对资金拆出保持相对谨慎的态度。

三、Shibor 与 LPR 倒挂的影响

首先，Shibor 快速上行将使中小银行负债端成本承压。一方面，在利率市场化持续推进的背景下，传统储蓄业务竞争愈发激烈，被动负债（储蓄存款）的成本越来越高；且相较于大型银行，中小银行由于实体网点较少，揽储能力偏弱。另一方面，在法定存款准备金率居高不下的情况下，央行主要通过公开市场操作来满足市场正常流动性需要，而只有符合条件的大银行才可以参与公开市场操作，中小银行只能通过同业存单、隔夜拆借等同业负债方式才能从大银行间接获得央行释放的流动性。据 wind 数据，2016 年，全国性中小型股份制商业银行同业存单发行规模占比 53.2%，地区性商业银行（含城商行和农商行）同业存单发行规模占比 45.4%，而国有大型商业银行同业存单发行规模仅占 1.4%。由此可见，Shibor 快速上行将对依赖同业拆借市场的中小银行产生较大的负债成本压力。

其次，Shibor 快速上行将对实体经济融资成本产生一定影响。虽说我国利率市场化改革尚未彻底完成，但货币市场利率对贷款市场利率仍有一定的传导效果。2017 年以来，不仅货币市场利率在上升，实体经济融资成本也在上行：从金融资源供给数量的角度看，金融机构人民币贷款余额同比增速从 2016 年末的 13.5% 下降到 2017 年 4 月末的 12.9%；从金融资源供给价格的角度看，银行加权贷款利率由 2016 年四季度的 5.27% 上升至 2017 年一季度的 5.53%，一个季度上



升 26 个 BP，幅度不可谓不大。而且，实体企业除了通过银行信贷获取资金，还会通过发行债券来融通资金。受货币市场利率中枢上移影响，今年以来越来越多的企业已推迟或取消发债，债券融资规模大幅萎缩。从企业发债数据来看，截至 6 月 10 日，今年以来弃发债券规模达 3269.97 亿元，弃发债券数量 381 只，均超过去年同期。其中，二季度以来，弃发债券规模达 2013.23 亿元，占比今年年初以来弃发总规模的 61.6%，弃发债券数量 226 只，占比今年年初以来弃发债券总数量的 59.3%。

第三，Shibor 上行较快将抑制影子银行业务的快速扩张。4 月份以来，银监会对银行业“三违反”、“三套利”、“四不当”等行为加强监管并进行专项检查，由于同业和委外业务涉及主体较多、结构链条复杂、一时难以厘清，且商业银行对于哪些业务能做、哪些业务不能做的规则亦不明朗，为了避免触及监管红线，银行索性少做甚至不做同业及委外业务，导致基金子公司、券商资管等影子银行面临缩表压力，影子银行业务的快速扩张受到抑制。

四、Shibor 与 LPR 倒挂短期持续，长期回归正常

首先，从理论上讲，作为基准利率的 Shibor，一般应低于 LPR。Shibor 代表金融机构之间拆借的利率，LPR 代表金融机构给予企业贷款的利率，一般而言，金融机构的信用等级要高于非金融企业，所以 Shibor 会低于 LPR。

其次，就 Shibor 而言，短期来看，随着季末因素的消失和金融监管影响的消化，Shibor 或将缓慢下行；但长期来看，未来一段时期货币市场仍将处于紧平衡状态，叠加美元进入加息周期因素影响，Shibor 下行的空间有限。就 LPR 而言，短期来看，我国宏观经济企稳的基础仍不牢固，实体企业融资贵的问题仍未有明显改观，因此 LPR 料将保持稳定；长期来看，LPR 由 2014 年二季度 5.77% 的高点一路下行至目前 4.30% 的底点，未来随着宏观经济的企稳及货币政策的变化，LPR 或将缓慢上行。

综上，我们认为短期内 Shibor 与 LPR “倒挂” 的现象仍将持续，但差距将逐步缩小，长期看 Shibor 与 LPR 并不具备 “倒挂” 的基础，Shibor 将趋向于回归到 LPR 以下水平。