

研究报告

2017年第4期

2017.1.16

执笔：王晓娆

xiaorao.wang@icbc.com.cn

“钱荒”与商业银行的对策 ——债市恐慌消退后的反思

要点

- 近两个月我国债券市场出现了系列波动。11月市场呈现“钱荒”状态，随着恐慌情绪蔓延，12月15日国债期货受到重挫，收盘时逼近跌停板。其后央行开展MLF操作并指导部分银行通过银行间质押式回购的方式释放流动性。“钱荒”情况现已缓解，债券市场企稳回升。
- “钱荒”与债市危机继2013年后再次来袭，令人担忧。两次钱荒都发生在国内经济名义增速回升周期且央行并未公开收紧流动性的背景下，但与2013年不同的是，此次“钱荒”是在央行宣布将表外理财纳入MPA、美国加息预期及金融业杠杆率水平更高的情况之下发生。
- 有研究认为“钱荒”和“资产荒”近几年轮番上演，但事实上，它们并不是非此即彼的硬币的两面，而是可并存的关系。通常“资产荒”相对广义货币而言，指高回报的优质资产少；而“钱荒”只发生在银行间市场的基础货币层面，通常央行通过货币工具释放流动性可缓解。
- 在面对“钱荒”风险时，商业银行应该多方入手，综合防范：统筹平衡流动性和盈利性两个目标；保证信贷平稳增长的同时，积极调整和优化信贷结构；积极提升资产管理能力；建立较为有效且先进的流动性管理体系和预警机制。

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。

“钱荒”与商业银行的对策 ——债市恐慌消退后的反思

一、引言

近两个月来我国债券市场出现了一系列的波动调整。2016年11月开始市场呈现出“钱荒”的状态，债券市场收益率出现大幅走升，十年期国债期货11月30日小幅高开后，迅速掉头向下翻绿，主力合约T1703一度跌逾0.5%，报98.605，跌幅0.39%。事实上，国债期货在11月29日已出现恐慌式下跌，T1703当日收报98.93，下跌0.71%，创上市以来最大跌幅，当天收盘价相比10月24日已累计下跌2.58%，资金面的收紧引起了市场的恐慌。此外，12月14日爆出的“萝卜章事件”、“华夏基金货币基金爆仓”等消息也导致了恐慌情绪开始蔓延。12月15日，国债期货受到重挫，盘中五年期国债期货的三个上市合约一度集体跌停，这还是国债期货上市以来的第一次跌停，收盘时五年期国债期货均逼近跌停板。

为了遏制踩踏式金融风险，稳定市场情绪，央行开始通过多种工具释放流动性，2016年12月16日，央行开展MLF操作投放3940亿，12月21日又指导部分银行通过银行间质押式回购的方式向市场投放资金。随着美国加息靴子落地，“萝卜章事件”尘埃落定，“钱荒”情况已暂时缓解，恐慌情绪正逐步消退，债券市场也开始企稳回升。

从短期来看，债市的危机似已平安度过；但是从中长期来看，仍有较大的不确定性，“钱荒”与债市危机的再度发生十分令人担忧。虽然如今市场恐慌情绪已经消退，但我们不禁反思，为何“钱荒”继2013年后又再次来袭，本轮“钱荒”和上一轮究竟有何异同，之前各界纷纷喊出“资产荒”，为何又演变为“钱荒”，这是否意味着“钱荒”与“资产荒”是否会交替发生，以及面对此类金融风险，商业银行应采取何种措施呢？



二、本轮“钱荒”的原因分析

虽然从表面上看，“钱荒”是用来形容市场缺钱的状态。但实际上近几年来，我国已经发行了天量货币，货币供给规模飞速增加。截至 2016 年 11 月末，我国广义货币 (M2) 余额高达 153.04 万亿元，同比增长 11.4%，远超前同期美国 M2 余额 (2016 年 10 月份的美国 M2 供给规模为 13.13 万亿美元)。因此，从货币供应总量上看，市场并不缺钱，但是究竟为何“钱荒”轮番发生？这些现象具有深刻的“中国式”背景，可以从以下几个方面进行解析。

第一，央行监管政策趋严及去杠杆态度坚定。造成此轮恐慌的一个直接原因，是监管部门趋严的政策。人民银行将表外理财纳入宏观审慎评估体系 (Macro Prudential Assessment, 简称 MPA,) 考核的消息一直影响着债市的信心，2016 年 10 月 25 日，市场传言出一份央行始发于 10 月 20 日的文件：《关于将表外理财业务纳入“广义信贷”测算的通知》，其要点包括从 2016 年三季度起将表外理财业务纳入“广义信贷”测算，该信息一出就引发了债券市场一定波动。2016 年 12 月 19 日晚间，该消息落下实锤。央行正式宣布将于 2017 年一季度评估时开始正式将表外理财纳入广义信贷范围。20 日，债券市场经历了多空博弈，早盘 10 年期国债期货一度下跌超过 1%，而随后又快速反弹，全天波动幅度高达 1.57%。MPA 是一套综合的打分体系，从资本和杠杆情况、资产负债情况、流动性情况、定价行为、资产质量情况、外债风险情况、信贷政策执行情况等方面对金融机构的行为进行多维度引导。MPA 评估的对象涵盖范围较广，包括商业银行、村镇银行、外资银行、财务公司、金融租赁公司、汽车金融公司、信托投

资公司等，但主要针对的还是商业银行的表外理财。随着表外理财纳入广义信贷计算，传统高收益的非标类产品扩张将受到约束，金融机构或对表外理财投资产品结构进行调整，理财产品整体收益率将面临下行压力。尤其是在该政策刚发布的 2016 年末，银行都暂时收回了部分委外和理财等业务，通过广义货币链条的传导，使得金融机构整体感觉到了偿债的压力，从而加速卖出资产换取流动性，导致银行面临资产负债表上同业资产的刚性调整压力，对流动性和债券市场产生了较大冲击。

除了监管趋严，在货币政策方面，从 2015 年下半年到 2016 年上半年央行强调采取的货币政策是“稳健”的，实际上是偏宽松的，而在早在 2016 年 8 月末央行召开的流动性会议开始，央行开始放大了货币市场利率的波动，2016 年 12 月的中央经济工作会议中，把“稳健”的货币政策调整为“中性”的货币政策，虽然流动性并未在此期间收紧，但这实际上是央行 2017 年可能会收紧流动性的一个可靠信号。

第二，商业银行短贷长用且资金链条过长。我国货币供应量 M2 居高不下，但是“钱荒”的阴影却始终挥之不去，在近几年总是周期性循环发生，一部分原因也是由于商业银行短贷长用的普遍发生。为了逐利，商业银行往往把钱投入到房地产、基建等资金占用多、周期长的项目中。一旦需要偿还到期的定期存款或者从银行间市场拆借的短期资金时，往往会导致流动性偏紧。

此外，随着商业银行自营资金和理财规模的大幅增长，受限于本身研究和投资团队与资金规模的不匹配，如今投资渠道的模式已经从以往简单的资金“由银行流向企业”，转为商业银行开始大规模开展委外业务，将资金委托于证券公司、基金公司、保险公司以及阳光私募等委托管理机构进行投资。资金的链条



从银行到企业，拓展到商业银行到委外机构到企业，通常还会有银行到委外专户到公募机构最后到企业债的投资链条结构，甚至银行之间还先通过货币基金实现资金转移，因此就形成了银行-货币基金-银行-委外专户-公募-企业，这样十分冗长的资金链。同一笔资金在各金融机构之间流转，一旦资金源头的银行开始流动性趋紧时整个链条都会感受到还款的压力。

第三，特朗普上台和美国加息预期。2016 年 12 月 14 日，时隔一年之后，美联储在 12 月货币政策声明中终于正式宣布加息，将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，至 0.50%-0.75%。而反映美联储官员对基准联邦基金利率预期的点阵图表明，预计 2017 年美联储将加息 2-3 次。加息消息一出，美元大幅上冲，美元升值对新兴国家资本外流造成巨大压力，这些压力对中国更甚，人民币贬值压力加大后，流动性开始明显收紧。同时，伴随美国债收益率上行，国内债市收益率快速抬升。

虽然对于美联储加息早有预期，但特朗普上台后宣称的执政计划包括大规模减税、扩大财政支出、放松监管等，可能导致未来美国加息进度会更快。因此，国内资本外流而流动性趋紧的态势无法扭转，债市承压并进入加速波动、调整阶段。

三、与 2013 年“钱荒”异同比较

本轮的“钱荒”的出现和债券市场的恐慌下跌，不禁让我们回想起 2013 发生的“钱荒”。2013 年中国金融业曾爆发了两次“钱荒”。2013 年 6 月 20 日，我国银行间市场隔夜回购利率上涨至 30%，12 月 19 日，上海银行间 7 天期隔夜拆借利率达到 6.472%，1 天后继续上涨至 7.654%，12 月 23 日则高达 8.843%，

创下 2013 年下半年的最高值。相应的，伴随着银行间市场的紧张，股票市场、债市、黄金市场都出现了暴跌的情况。初看起来，本轮“钱荒”与 2013 年“钱荒”有许多相同之处，但由于国内外环境、央行货币政策等原因的不同，本轮“钱荒”与 13 年“钱荒”也有不同之处。

与 2013 年相比，本轮的资金紧张与当时有诸多相似之处：首先，虽然我国经济进入调整时期，但是这两次钱荒都是发生在国内经济名义增速回升周期，金融业资产出现交易过度并快速修正引起利率回升；其次，两次发生“钱荒”时，央行流动性并未明显收紧，依然是偏中性的货币政策，属于资产结构性的问题，而并非自上而下流动性收缩的问题。

从两次“钱荒”的差异方面看，首先，2013 年产生的“钱荒”很大程度上受到监管层面交易政策变化，2013 年 5 月中债登、外汇交易中心、同业拆借中心等机构陆续出台一些限制期限错配等措施，包括各家银行的理财户、理财户及自营户不得直接交易，同一金融法人的不同金融账户间不得直接交易且不得利用第三方来逃避监管等措施。这些措施使得当时的市场流动性迅速收紧。而目前虽然央行宣布将表外理财纳入 MPA，但是该政策并不属于直接的交易层面的趋严，MPA 评分指标都设置得相对宽松只具有间接的影响效果，并且要到 2017 年一季度才开始正式实施。其次，目前全球经济都进入下行通道，但美国经济已经温和复苏，迎来加息预期，因此各国的货币政策制定迎来拐点，货币政策边际出现了收紧的趋势。与此同时，人民币汇率出现持续贬值，对人民币贬值的预期上升，导致了资本加快外流，成为央行货币政策的约束。最后，国内金融业的杠杆水平明显高于 2013 年，如今短期资金配置的资产流动性已大不同。2013 年银行理财很多对接信托产品，信托产品本身流动性较差，很难转让。而



目前银行理财产品投资非标比例已从 27.5% 下降为 16.5%，资金更倾向于流动性更好的信用债，导致资金链条更为复杂，在资金收紧时涉及到的层级也更广。

四、钱荒和资产荒是否交替发生？

首先，很多研究认为“钱荒”和“资产荒”在近几年中轮番上演，但事实上，“钱荒”和“资产荒”并不是非此即彼的硬币的两面。首先我们需明确“资产荒”的概念究竟是什么。我国经济进入新常态后，从商业银行、资产管理公司等机构到投资经理和普通投资者，都开始关注“钱荒”和“资产荒”。市场主体不同，对“资产荒”的认识也存在差异。对普通投资者而言，“资产荒”并非指没有资产可投，而是收益高的优质资产越来越少。从机构的角度看，“资产荒”指的是在市场信用风险持续暴露、利率不断下行的背景下，符合传统配置标准的资产数量减少，优质客户议价主动权加大、市场竞争加剧的现象，有时可能是资产的收益覆盖不了资金成本。

如果我们从货币规模的角度来看，“资产荒”是相对于货币来说，货币多而收益率高的优质资产少。2015 年下半年开始出现“资产荒”，所有机构和投资者都在说“资产荒”，这时相对资产的货币是广义货币。因此我们可能看到的现象是，我国广义货币规模飞速增长，而银行间市场的资金却呈现出平衡甚至偏紧的状态。银行间市场偏紧时，即是我们所说的“钱荒”。总的来说，因为“钱荒”只发生在银行间市场的基础货币层面，而流通在实体经济中的广义货币受到的影响不大，我们常常看到发生“钱荒”时，银行间市场利率飙升，但实体经济利率变动不大。因此，我们可以得到结论：“钱荒”和“资产荒”是可并存的，通常“资产荒”是相对广义货币来讲，当广义货币派生过多，却没有进入实体，

而是通过理财、基金等渠道，在资本市场加速流转，追逐金融资产，造成收益率不断走低，导致高回报的优质资产越来越少。而“钱荒”所指的并不是广义货币过少，而是由于资金链条过长，在银行间市场流动性过紧时出现，因此在央行通过货币工具释放流动性即可缓解。

五、商业银行的策略分析

“钱荒”的出现会给整个金融体系的稳定造成冲击，而造成该风险的原因其中一部分也来自于银行自身，其中包括为了追求高额利润，大量利用影子银行、理财产品赚取利差，导致资产和债务期限错配；许多信贷资金并未进入实体经济而是经过一系列加杠杆运作后，在银行体系内部空转；经营管理存在漏洞，专业投资团队与资金规模不匹配，过于依赖委外机构，对一些影响流动性的因素估计不足，应急措施不到位等。

“钱荒”的发生对银行业造成不良影响，会导致商业银行的潜在信用风险及流动性风险升高。因此，在面对“钱荒”风险时，商业银行应该多方入手，综合防范。

第一，在实际运营过程中，商业银行应该统筹与平衡流动性和盈利性两个目标。根据监管部门的相关规定，合理安排资产负债的规模与期限结构，减少短贷长用，谨慎控制信贷扩张过快导致的流动性风险，同时也要积极避免银行间市场同业业务期限错配所带来的风险。

第二，保证信贷平稳增长的同时，积极调整和优化信贷结构。加大对新兴产业、小微企业、先进制造业等的投入，推动产业升级。合理控制投入在基建和房地产市场中的资金规模。



第三，积极提升资产管理能力。随着利率市场化的不断推进，存款理财化趋势将进一步深化，商业银行资产管理业务的规模也将大幅提升。商业银行应建立全方位多层次的利率风险管理机制，加强资产负债管理，优化利率风险管理组织体系。

第四，建立较为有效且先进的流动性管理体系和预警机制。对于流动性体系，商业银行应该从两方面入手，一方面是对流动性即将出现缺口时能够进行科学的预测和及时预警，另一方面是能够找到合适的策略进行缺口的弥补。