

中国式钱荒倒逼银行调整资产负债结构

■ 克观银行 | Luo Keguan's Column |

银行去杠杆化进行时

证券时报记者 罗克关

上周的银行间市场一地鸡毛。

在“央妈”出手救市的期望破灭之后，领悟到高层正计划从根本上收缩货币供应的金融机构，不得不在资产配置策略上挥泪斩马谲：一方面不计成本筹措应急资金，另一方面则开始大举抛售债券，回笼现金以满足备付需求。资金紧缩预期并没有因为6月末的临近而消散，市场开始相信这一次监管当局不再是跟大家闹着玩了。

笔者上周三撰文称，考虑到高层在五六月份已经两次强调货币政策未来的重点将是“盘活存量”，而非继续放水，因而当前的资金紧张局面很有可能延续下去。当日国务院总理李克强主持国务院常务会议就再度强调“合理保持货币总量”，受此影响，刚刚消停一天的银行间市场利率次日再度狂飙，高层的表态显然已经打消了机构对货币政策尺度的最后一丝幻想——过往数年一直偏宽松的货币环境就此止步，而在此基础上构建起的各种业务模式，也是时候反省可持续性了。

如果以2007年为起点，我们看到的金融体系生态可用“急剧膨胀”来简要概括。由于产业体系出现断层，为应对危机而大量投放的货币让金融机构的运作效率一降再降。资金充裕在很大程度上诱发了金融机构的道德风险——因为不管所投资资产如何不具备商业可持续性，未来的资金供应预期总是宽松的，风险管理大可以用时间来换空间，不盈利的资产总会熬到盈利那一天。

这个基本逻辑，融自2010年就居于半空的地方政府融资平台炸弹至今没有引爆。也因此，大量本应逐步淘汰的过剩产能依然能够或明或暗地筹到续命钱，更多资金则涌向了投机市场，让本应该抑制泡沫的房地产市场更为膨胀。不过，这个过程并非没有弱点，因为要依靠借钱将游戏玩下去，借债主体的资产负债率必然不断上升。从上市公司近几年逐步披露的财报中，我们可以很清晰地看到这个趋势——不管是企业还是地方政府，五年之内财务杠杆率都在不断增加，其中积聚的系统性风险可想而知。

“央妈”的一次性断奶，有助于改变当下货币信贷市场中资金永远宽松的预期。这将明确告诉金融机构，如果在资产端继续不审慎的扩张行为，未来就将面对资产链断裂的最坏结果。而这种预期，是促使金融机构降低经营杠杆、维持审慎经营态度的最有效信号——要想维持盈利空间，资金不再是取之不尽用之不竭的廉价资源，金融机构必须为实体经济开发更有效率的金融创新。

很显然，这两周的资金紧张事件不是一次性事件，这将是解决过往五年经济症结去杠杆化的开始。

钱荒余震：通道类机构未来可能“填窟窿”

见习记者 杨庆婉

这场银行间市场的流动性紧张，被安信证券首席经济学家高善文定位为“九级地震”，并预言未来还会有余震的第二波、第三波冲击。

一边是上海银行间隔夜拆借利率最高达到30%，另一边是以可转债、城投债等为主的交易所债券遭遇抛售狂潮。一位信托公司的总裁助理表示，城投债是地方政府的融资渠道，跟信托产品类似的是经常借新还旧，当融资规模缩减、利率上升，清偿能力和流动性会遭受严重问题，继而对实体经济产生影响。

高善文认为，对实体经济的影响是此次“地震”的第三波冲击。地方政府杠杆比例异常高，也涉及用大量短期融资支持长期资产，而且地方政府很多项目没有现金流，无法应对短期融资成本的大幅波动。收入的下降和地方政府刚性支出的矛盾，会导致风险只能由融资金承担。

影子银行体系由此也面临极大的清偿和流动性压力，这又会对理财产品、信用债市场乃至股票市场造成冲击，起到雪上加霜的作用。

以通道类业务为主的券商将会受到冲击，虽然有些项目和资金都由银行提供，但当风险爆发，也只能由融资金人买单，通道机构不排除被要求填窟窿的可能性。”一位券商研究所副所长称。

从最坏角度考虑，不可能是银行金融机构的破产。”在高善文看来，如果有非银行金融机构因为流动性危机导致破产关闭，央行可以选择不救助，并且很可能不会救助，而银行若出现问题，境遇显然是不同的。

在上周五召开的安信证券内部会议

编者按：6月以来的中国式钱荒，创造了一系列令人瞠目结舌的数据纪录，堪称我国银行业经历的最严重钱荒。银行间隔夜拆借利率一路狂飙，各金融机构在市场中焦虑与挣扎，生动呈现了中国银行业眼下的资金困局。银行真缺钱吗？5月末广义货币达104万亿元，同比增15.8%，流动性本应非常充裕，但资金流向了哪里？银行间市场风声鹤唳，央行因何按兵不动？

这一轮钱荒，虽然是发生在金融同业市场，但影响正波及包括券商、信托、小贷在内的整个金融业，这些行业正发生怎样的变化？

证券时报记者 唐曜华

利率多高我们根本不看，我们只要保证借到钱，只求保证流动性，6月初以来我们基本就只借入不拆出了。”某农商行交易员上周五称。

没见过隔夜拆借利率超过30%的交易员，人生是不圆满的。”这是不少交易员相互间的无奈调侃。

就在6月20日隔夜拆借最高飙升至30%的当天，某银行临时调整大额转账规定，5000万元转账需提前预约，6月21日进一步要求1000万元转账也需提前预约，而此前1亿元以上转账才需要提前预约。

来自各方面消息显示，始于6月6日的钱荒正愈演愈烈，虽然上周五因四大行放钱而略有缓解，但银行系统的共识是，本周末资金只会更为紧张。而7月中旬以前，钱荒能否得到缓解，还是未知数。

6月钱荒

事实上，央行5月底以来停止通过逆回购等方式向市场注入流动性，反映银行间市场资金面情况的上海银行间同业拆放利率(Shibor)已开始攀升，隔夜拆借利率逐渐从2%~3%上涨至4%以上。

但真正将银行间市场资金趋紧暴露于公众面前的，是6月6日关于两家中型银行交易违约交恶的消息。虽然两家银行随后否认违约交恶，但银行间资金市场的恐慌从此一发不可收拾。

事后数据显示，5月份外汇占款增长骤然放缓已为资金紧张埋下伏笔。今年前4个月外汇占款新增规模超过1.5万亿元，每月新增规模均在千亿元以上，但5月份新增规模却缩减至668.6亿元。

与此同时，5月末以来央行不再动用逆回购等工具投放流动性。此前央行通常会动用工具调节外汇占款给资金市场带来的影响，这也令银行习惯性预期，央行会在资金紧张时再度出手。但6月初以来，无论资金面如何紧张，央行一直按兵不动，银行的预期一再落空，这也是导致此后银行间市场钱荒愈演愈烈的重要原因。”申银万国银行业高级分析师倪军分析称。

端午节前夕，6月8日Shibor隔夜拆借利率大涨至罕见的9.58%，而如此大涨的现象通常只在提现需求旺盛的春节前后出现。端午节后2周内的短期限同业拆借利率虽有所回落，但1个月、3个月期限同业拆借利率继续上涨。

上周注定是众多交易员们难忘的一周。隔夜拆借利率上演了疾速狂飙的一幕。6月19日上涨至7.66%，6月20日跳涨至13.44%，当天曾一度扮演资金输出角色的大行也不再拆出资金，甚至在市场上借入资金，一时间令市场的恐慌情绪迅速蔓延。

资金主要囤聚在大行，连大行都不拆出了，中小银行就更缺钱了。资金分布的结构性失衡以及银行预期季末时点资金更紧张、存款波动更大，种种因素加剧了钱荒。”倪军称。

必须为季末做考虑，一来6月末作为商业银行的半年考核时点，贷款会大幅增长；二来6月末时点存款必然疯狂，大额资金的转账有段时间是在途的，转出和转入两家银行账上均不能体现这笔款项，存款大幅波动压力不言而喻。”上述农商行人士称。

借款万般难。一些银行不得已拆入较长期限的资金，1个月期限、3个月期限Shibor利率自6月6日以来

持续上涨，其中，3个月Shibor利率累计涨幅达48.70%，而累计涨幅最高的是1个月Shibor利率，达到惊人的90.50%。6月19日以来，连此前很少波动的6个月以上期限的同业拆借利率也开始上涨。

短期限资金根本拆借不到，无奈只好借长周期的，长期利率也是拆出方要多少就是多少。”上述农商行人士称。

倒逼银行调结构

种种行为显示，央行的态度已经很明显，不会向市场投放流动性救急，即使在拆借利率飙升的6月20日，央行照常发行了20亿央票。

央行的坚持不无道理。国内实际上是不缺资金的，只是大量货币被资产领域吸走，央行的意图就是将这些货币逼出来，回流至实体经济，只有这样才能真正为实体经济释放宽松的流动性。”广东金融学院院长陆磊称。

目前国内闹钱荒与号称全球最多的货币供应量极不相称。就在今年5月份，我国广义货币(M₂)余额就已超过百万亿达到104.21万亿元，同比增速依然高达15.8%。

货币多发了，大家就有积极性投向资产领域，比如房产、土地、资源类等，而做实业回报不高，因此投放再多货币也是流向资产领域，也还是难避免出现钱荒。”陆磊称。

当下的市场表现是，银行缺钱，股市缺钱，中小企业缺钱；但是，由于货币的供应量充裕，不少大型企业依然出手阔绰，大量购买银行理财产品。与此同时，游资仍在寻找炒作的概念，民间借贷市场与银行间市场的资金紧张境遇也并不相同。

两相对比不难发现，6月以来的钱荒看似来势凶猛，实则是一场资金错配导致的结构性资金紧张。这也印证了“不是没有钱，而是钱没有出现在正确的地方”的判断。

与增速平平的贷款相比，快速膨胀的影子银行将资金源源不断地输送到地方融资平台和房地产企业等领域，其中包括银行快速膨胀的同业业务。

这造成了银行同业资产和负债期限错配严重。同业资产不少期限在2~3年，但负债端主要靠超短期同业拆借不断滚动来维持，因此央行一拧紧水龙头，问题就暴露出来了。”倪军称。

投向地方融资平台和房地产的资金一时间抽不回来，资金面紧张也就不会很快得到缓解，具体要看7月中旬过后的情况。”上述农商行人士强调说。

摆在银行面前的问题是如何加快去杠杆应对当前困境，影子银行首当其冲受到影响。商业银行去杠杆也没那么容易，如果市场上只有一两家银行在去杠杆还好办，现在众多银行都在忙于去杠杆，交易对手会非常稀缺。银行最后就会只有两个选择：第一个选择是要求企业提前还款；如果企业不能提前还款，银行的第二个选择，就只能是减记、计提拨备。”倪军称。

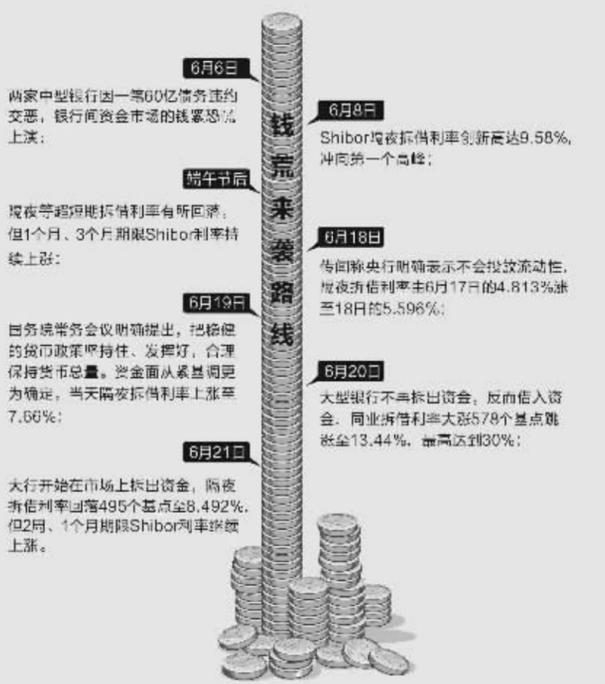
银行应趁这个机会收敛表外业务，不能因为表外业务不占资本就无限扩张，同时提高短期贷款和票据的比例。”陆磊称。

事实上，随着同业拆借利率暴涨，而同业资产期限较长，收益率相对固定，银行的同业业务成本和收益已经出现倒挂；而另一方面，银行表外理财业务的募资成本也在节节攀升，近期银行理财产品预期收益率快速攀升至5%以上，而此前收益率大多在4.5%以下甚至更低。

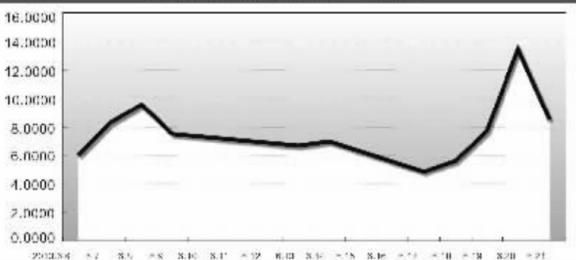


中国式钱荒

中国式钱荒，不是没有钱，而是钱没有出现在正确的地方。



6月以来隔夜拆借利率一路飙升

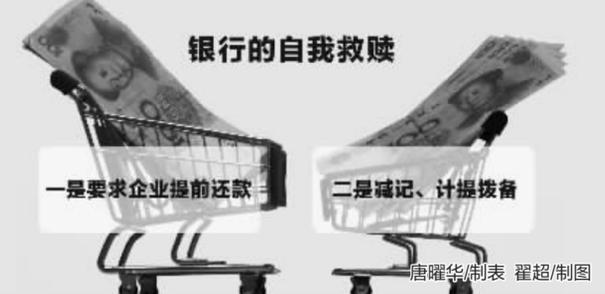


隔夜拆借利率在端午节后有所回落，但月末资金只会更为紧张依然是银行的共识，7月中旬以前钱荒能否得到缓解还是未知数。

6月6日以来各期限利率累计涨幅

7天Shibor利率	66.30%
14天Shibor利率	63.40%
1个月Shibor利率	90.50%
3个月Shibor利率	48.70%

钱荒蔓延拉高了较长期限资金拆借利率，短期拆借不到，只好借长周期的，1个月Shibor利率累计涨幅竟达到了惊人的90.50%。



唐曜华/制图 翟超/制图