

中国银行业去杠杆化和流动性宽松

在通胀倒逼利率市场化和直接融资待发展背景下,中国银行业“久期失衡”将影响流动性宽松

编者按：中国银行业的资金如此紧张，准备金率下调能否使这一现象得到改善？信贷和货币增速能否有所改观？回答这些问题必须关注中国银行业正在经历的“去杠杆化”过程。对银行而言，稳定存款是“源”；而商业银行在同业资产、证券投资等领域的资产配置，央行流动性释放减少的准备金是“流”。那么，中国银行业面对难以“开源节流”的窘境，实现彻底“去杠杆化”则需对中国金融业出现的新变化有深刻解读。其成因何在？如何彻底“去杠杆化”？其对中国流动性宽松影响如何？

曹阳 陈勇

2011年以来，中国的货币增速持续下降。从中长期来看，中国的金融环境将发生一些重要的制度性变革，主要包括通胀系统走升倒逼利率市场化、直接融资规模扩大、汇率双向波动等。通过社会范围的资产再配置过程对货币增长产生持久而深远的影响，长期压制中国货币乘数的反弹。

中国金融环境新变化

通胀倒逼利率市场化。我国银行自2004年以来，利差呈周期性波动，且波动中枢上移，2010年以后尤为明显。这一现象值得关注，因为波动的增加意味着通胀变化更为频繁，中枢上升预示着中国利率市场化已经提速。

从全球主要国家历史看，平均通胀、通胀波动率的提高往往伴有实际利率的上行，即居民要求更高的风险溢价对未知的通胀波动进行补偿。美国在上世纪70年代经历了两位数的通胀，最终迫使政府在1980年解除了Q条例对存款机构持有定期和储蓄存款的最高利率限制，并允许家庭和非盈利机构持有支付利息的支票存款账户等。

中长期看，中国跨越刘易斯拐点后带来成本上行压力增大，加入WTO也导致国内对大宗工业原材料需求增加，资源和农产品价格与全球经济金融周期联系更为紧密。美元汇率的波动和中国投资的周期性变动共同加剧了通胀波动。在此背景下，这些年来中国的通胀系统性走升。据央行调查显示，居民中认为未来通胀上行的占50%左右，而对目前通胀不满意的比例达到68%。目前，居民存款增速也很低，与M₂增速的差额最高曾达到12%左右，这意味着在大的通胀背景下，居民的资产结构已悄然发生变化。

直接融资待发展。从历史和国际比较看，目前中国直接融资市场的规模仍然偏低。中国债券、股票市值占GDP比例仅为45%和50%，而信贷占比则高达120%。即使与巴西、印度、韩国等新兴市场国家相比，中国也是滞后的。

未来银行信贷规模偏紧，直接融资市场扩大的重要性更加明显。受到汇率双向波动和利率市场化的影响，商业银行可得稳定资金来源将越加缺乏，这会迫使银行的信贷无法大规模扩张。从这一点上来看，未来银行信贷可能将不足以支撑社会融资需求，债券、股票和影子银行体系的重要性将更加突出。

商业银行资产负债配置将变化

在金融环境的变化下，居民、企业和商业银行的资产配置行为会发生转变，这种资产再配置行为具有重要的经济含义。

居民储蓄率将系统性下降。根据国外经验，居民人均收入提升会降低储蓄率。美国居民储蓄率随人均收入上升呈倒U曲线，在1万美元左右会出现向下拐点。以购买力平价测算，中国人均国民收入约为6890美元，为1980年美国的63%。东部高储蓄地区与美国的差距可能更小，意味着居民储蓄倾向将有所减弱。此外，政府在养老、医疗等领域的改革也会降低居民谨慎性储蓄意愿。

通胀走高带来的“金融脱媒”已经发生，居民的通胀预期变化使得银行体系资金变得不再稳定，金融创新亦加剧了这一过程。2003年后，伴随着投资可选集的扩大，中国居民的资产配置行为开始明显变化，证券投资比重有所上升。在通胀预期下，居民的资产配置会综合权衡收益性、流

动性等因素而定。对于风险资产，只要有足够赚钱效应，并产生“持有一升值”预期后，居民就会增加配置。据我们统计，股市和房地产上涨3~6个月后，通常带动更多居民入市。

总之，金融创新下居民储蓄存款占比下降是趋势性的，使得银行体系的资金来源波动增加，其对短期资金来源需求增加，资金成本亦出现一定上行。

我们重构了商业银行（非存款性公司）的资产负债表，拆解为海外净资产、同业净资产、央行调控被动持有流动性资产、发放贷款和对主动性证券投资。

我们发现，商业银行正受困于“久期失衡”困境。所谓“久期失衡”是指商业银行资产、负债期限出现严重不匹配。中国银行业受“金融脱媒”影响，正受困于“久期失衡”。目前，银行的稳定存款仅占资金来源45%左右，而同时4万亿财政刺激后银行资产存在“信贷固化”，中长期贷款余额占比已大幅上升至60%，与稳定资金来源的裂口在2010年后不断扩大。

在久期失衡的压力下，预计商业银行将存在主动削减中长期贷款的意愿，75%存贷比考核要求也将导致银行面临被迫削减中长期贷款规模的压力。另一方面，2012年地方融资平台、地方债和城投债进入了集中还债高峰。据审计署统计，2012年，最高的债务到期金额为2.55万亿、2013年为1.74万亿，仅考虑到期的城投和地方债券的本息支付，2012年、2013年也将达到7116亿和5254亿元人民币。商业银行可能会面临贷款展期的再融资、坏账损失增加被迫冲销资本金的压力，这势必会对贷款发放形成约束。

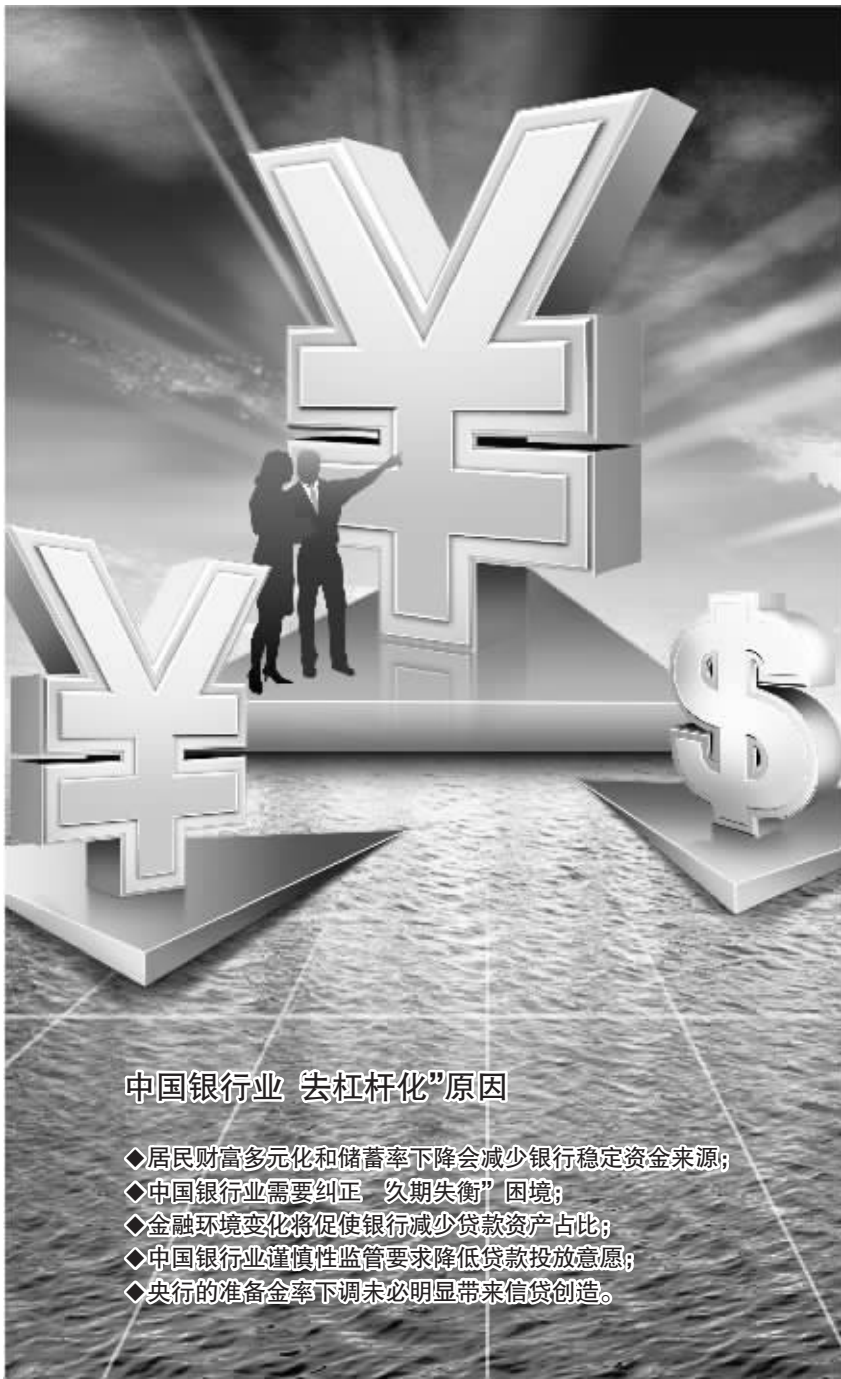
同时，“金融脱媒”和利率市场化将促使银行加强流动性管理，从而提高票据融资和债券投资规模。“久期失衡”的压力促使银行需要寻找替代存款的资金来源，只能发行半年以内流动性较好的理财产品。商业银行将更加关注流动性管理，同时受制于存贷比考核要求，未来短期票据融资和债券投资占银行资产规模比重将会上升。

另一方面，汇率未来的双向波动会促使商业银行和居民增加对海外资产的需求。自2005年人民币单边升值以来，商业银行主动将外币资产头寸从最高4.3%削减到目前的1.5%。居民、企业等私人部门的外币资产占比从10%大幅下降到2%。预计随着人民币升值预期减弱，企业海外投资意愿增加，未来私人主体对美元的需求将会增加，商业银行持有海外净资产的比例亦会从当前低点趋势性上升。“久期失衡”困境、存贷比考核以及企业盈利下滑都将导致商业银行削减中长期贷款，提高短期票据融资和银行间债券头寸更有利流动性管理。

2012年短期性因素将抑制货币回升

在金融环境制度性转变的背景下，居民、企业和商业银行的资产配置行为将发生明显的变化。这种变化对货币增速的影响深远，尤其将压制货币乘数的反弹。从中长期结构性因素来看，我们认为货币增速将系统性下降。

商业银行削减中长期贷款增加债券投资的资产再配置行为将促使货币更多流入金融市场，这会弱化存款回流银行体系的速度；直接融资增加意味着商业信用对银行信用的替代，企业在债券、股票市场融资便利性会降低贷款创造；随着居民投资可选集扩大，居民储蓄率系统性下降同样会影响存款回流银行的速度；以外汇占款形式的基础货币投放将大为减少，非银行部门、金融机构的海外资产配置均会增加，也会减少人民币可贷资金量，这对于人民币贷款的派



中国银行业“去杠杆化”原因

- ◆居民财富多元化和储蓄率下降会减少银行稳定资金来源；
- ◆中国银行业需要纠正“久期失衡”困境；
- ◆金融环境变化将促使银行减少贷款资产占比；
- ◆中国银行业谨慎性监管要求降低贷款投放意愿；
- ◆央行的准备金率下调未必明显带来信贷创造。

韩国银行去杠杆化值得中国借鉴

韩国2000年后出现了货币增长数据的系统性回落，韩国成功地对银行业实现了“去杠杆化”，货币增速中枢下移原因更多是来自制度性变化。

曹阳 陈勇

审视韩国的货币增长数据，在2000年后出现了系统性回落，广义货币（M₂）增速从1990年代的均值20%大幅回落到2000年后平均8%左右的低位。但是与之相伴，我们没有发现韩国经济增长在同期出现问题，两段时间中平均经济增速均在5%左右。这意味着韩国的企业运作良好，融资环境亦较为顺畅。这反映在货币乘数相对稳定，只出现小幅周期性波动，货币需求没有出现日本式的问题。我们猜测货币增速中枢下移原因更多是来自制度性变化。

我们猜测的导致货币增速中枢下移较为重要因素如下：1. 债券、股票等

直接融资市场的发展，降低了企业对银行贷款需求，使得派生存款下降；2. 韩元升值导致私人部门海外资产配置储蓄上升；3. 商业银行的资产配置效应会影响货币创造。

直接融资市场发展，在支持经济增长同时，降低了货币创造能力。

我们另一个猜测是1998年亚洲金融危机后的直接融资，尤其是债券、股票市场等直接融资渠道的发展，在一定程度上会取代间接融资的银行信用，由此造成银行的派生贷款能力有所下降。由于直接融资的资金链较短，也会降低货币增长率。

从各类金融工具使用看，债券、股票占GDP比例大幅上升，前者占比从1997年的45%大幅上升至目前95%；后者则达到平均80%左右。相反，贷款占比上升则是小幅和渐进的。

我们认为这种直接融资增加对于货币增长率下降的影响既是趋势性的，也是周期性的。从趋势来看，影响在于两个方面：第一是对于有派生存款能力的商业银行而言，一方面传统存

日本“僵尸银行”四大成因

上个世纪90年代，日本在房地产、股市泡沫破裂后，商业银行由于冲销坏账引发贷款能力不足，当时的银行被戏称为“僵尸银行”，在整个90年代后国内广义货币增速始终难以回升。

曹阳 陈勇

1990年代，日本造成货币乘数大幅下降的原因主要是低利率、金融不稳定性 and 银行准备金变动三个方面。

首先，低利率降低存款回流速度。日本央行在1991年开始宽松货币政策，贴现率不断下调，非银行部门持有现金成本下降，导致存款回流能力减弱。其中定期存款比例大幅下滑，而现金存款比例出现攀升。在整个时间段里，家庭部门对现金率的贡献度达到了54.8%，企业达到了21%。

其次，金融体系的不稳定性降低银行信贷能力。日本经济泡沫破裂后，商业银行的不良债权增加，伴随着个人、企业倾向于持有安全和流动性好的资产，商业银行出于资产负债管理需求，对中长期贷款发放也比较谨慎。日本商业银行的资产构成中贷款占总资产比例不断下滑，从60%下滑到54%左右，而证券持有比例不断上升。

最后，商业银行倾向于持有更多超额准备金。低利率导致银行发放贷

款带来的收入有限，加之清理不良债权、股票下跌等造成的权益缩水影响，尽管日本央行为商业银行注入了大量基础货币，但大多转化为超额准备金，也抑制了货币乘数的回升。这与2008年“次贷危机”美国的案例也是类似的。

海外投资扩张会降低国内货币乘数。日本的净海外投资头寸在1990年代后大幅上升，占国内生产总值（GDP）比例从10%连续攀升至目前的56%。同时政府部门的净海外头寸上升远低于整体变化，这意味着金融、企业和私人部门的海外净投资增速更快。对非金融机构，国内低利率意味着海外资产的回报更为可观，增加的外币资产配置使得存款数量减少，这制约了贷款发放；对于金融机构，由于低利率，“融资套息交易”成为2000年后的主流操作，金融机构本身对于低收益的贷款兴趣索然，以上均是货币乘数大幅下滑的原因。

日本的经验对当前的中国具有一定借鉴意义，不过当时的日本经济情况较为特殊，与目前的中国存在根本不同：

第一，在于国内经济增长、通胀情况的差异，中国经济增长仍有动力，维持8%以上经济增速依然是市场的一致预期，通胀下行缓慢使得利率不可能出现日本的零利率局面，因而存款无序外流的概率不大；第二，中国银行业的经营依然较为稳健，出现日本1990年代“金融大崩溃”可能性甚微。第三，尽管资本项目开放将成为趋势，但外币替换将是渐进的，因而“套息交易”不会在中国出现。

（作者系华泰联合证券分析师）

款会分流配置债券、股票资产；另一方面，企业融资也不单纯依赖银行贷款，因而货币乘数和存款派生能力都有下降。第二，对整体金融机构而言，在资产组成中贷款占比出现了明显下降；从周期角度来看，我们发现商业银行在经济周期变化中的证券配置比例与货币增速出现较为明显的负向关系，即前者占比的上升，带来M₂增速的明显回落，反之亦然。

汇率改革、资本项目开放、私人部门海外投资增加等降低国内货币增速。

在2000年后，遵循“华盛顿共识”，韩国政府推行了较为彻底的金融自由化改革，放宽了外汇管制，推进金融市场开放。在此期间，韩元出现了较为明显的升值，但央行未作过多的外汇市场干预，私人主体对外投资开放限制也不断放宽，这均成为影响货币增速下降的重要因素。

一方面，从汇率制度来看，韩元在2002年后出现了趋势性升值，但是外汇储备的环比增速却没有大幅上升。这显示韩国央行减少了外汇市场的干预；

另一方面，从海外投资来看，资本项目开放使得私人主体海外的净负债迅速累积，并不断扩大。

弹性更强的汇率安排、私人主体的海外投资增加会使得本币货币投放出现较为明显的下降。主要的影响渠道如下：第一，浮动汇率减少了央行维持本币稳定被动进行的储备累积，此时贸易顺差扩大也不会带来基础货币增加；第二，私人部门对外币需求增加，一方面使得本币存款减少，降低商业银行贷款发放能力；另一方面，在海外经济强于国内经济时，企业部门对外投资意愿增加，使得外币贷款会比本币贷款的需求更为旺盛，由此进一步降低货币派生能力。

与日本不同，我们认为韩国的经验对中国更具借鉴意义。亚洲金融危机后，韩国汇率、利率环境，金融市场发展趋势与中国更为相似。随着市场竞争加剧、金融管制的加强，中国金融业“去杠杆化”也会更加明显，货币增速亦会保持长期低速增长。

（作者系华泰联合证券分析师）

2012年中国流动性增速将低于市场预期

我们从可贷资金规模和银行资产配置效应两方面来推测2012年的信贷扩张规模。

对于存款增速的假设：我们认为，居民储蓄存款是模拟总体存款变动的良好指标，两者在趋势和波动性上保持一致。2011年11月，储蓄存款、总存款的增速均为12%。我们的中性假设在于明年维持14%增速，悲观预期维持12%增速。

对于商业银行资产负债的假设：考虑央行下调准备金率3次，银行准备金资产会减少约1万亿。同时随着人民币汇率双边波动增加，海外净资产的持有占比增加至2.5%~3%，其他对于同业净资产、证券投资比例维持目前水平不变。

在此假设基础上，预计可贷资金

规模大致在8~9.5万亿之间。在银行主动收缩贷款以平衡“久期”的基础上，我们认为贷款增速维持在8万亿将更为可能。

对于广义货币增长率的预测：我们以信贷预测和外汇占款增速来预测广义货币增长。外汇占款的变化使用2009年末迪拜、2010年5月希腊债务危机的资本流动情况作为基本假设，外汇占款的平均增速大约在15%~16%。

在今年新增信贷7.3万亿、外汇占款增速与去年相同的基础上，我们对于广义货币增速进行了敏感性分析。在新增贷款8万亿、外汇占款增速16%基础上，广义货币的增速仅为13.2%，这远低于目前市场的一致预期。

（曹阳）

商业银行资产负债表情况与占比(十亿人民币，%)									
	海外净资产	同业净资产	央行调控被动持有流动性资产	发放贷款	可贷资金	存款	资本	其他负债	
2006-12	1637.32	1972.10	6673.05	22534.72	64577.08	32535.81	3637.33	850.98	
	2.26	2.67	9.19	30.21	18.35	47.08	12.73	2.48	
2007-12	1337.30	1687.99	8235.51	26788.06	61611.41	37296.51	5198.64	883.71	
	1.14	1.43	14.33	25.39	50.73	64.48	11.78	1.73	
2008-12	1118.37	2208.16	11963.77	30308.98	63487.93	44725.35	3438.87	778.88	
	1.26	4.43	16.83	37.40	7.99	64.82	12.13	0.25	
2009-12	1598.03	1677.57	13742.06	39686.16	13053.23	58711.11	7536.53	2372.42	
	2.11	2.23	18.63	36.54	19.88	55.82	11.31	3.61	
2010-12	1134.54	5418.47	13173.80	45818.56	12917.28	68865.78	9581.23	5183.48	
	1.77	6.73	16.55	56.74	5.73	64.88	13.37	7.21	
2011-Q	1598.12	2847.79	15263.88	51102.55	12115.43	75396.77	3690.05	3257.78	
	1.54	8.74	17.21	57.67	7.84	64.88	13.37	7.21	

数据来源：华泰联合证券 翟超/制图

生也较为不利。

短期看，储蓄意愿、经济活跃度上升对于货币乘数的阶段性恢复将比央行的基础货币创造更为重要。央行基础货币创造只是“源”，私人部门在商业银行的存款增量提供、经济活跃度变化、企业的贷款供求引发的货币乘数回升才是推动货币供应量回升的“流”。只有企业、个人的资金快速流转，将存款回流银行才会继续完成信用创造。如“影子银行”体系的流动性出现枯竭，这均

会引发商业银行坏账增加，这一风险在2012年不能忽视。

基于以上判断，我们认为2012年中国的货币乘数会出现系统性下降。伴随着外汇占款数量出现回落、银行可贷资金规模下降，市场流动性的改善时点需要观察实体经济的活跃度。我们认为，2012年储蓄意愿、经济活跃度上升导致的货币乘数阶段性恢复对货币增长的影响或许将比基础货币创造更为重要。

（作者系华泰联合证券分析师）