

# 流动性迷局



GTNEY图片 合成/韩景丰

## 同业魅影惊魂 银行苦对去杠杆

□本报记者 任晓

银行间市场提前进入“年末行情”:资金利率持续高位运行,银行间市场7天利率一度升至5%左右。长期国债收益更是一度飙升至4.72%,创下2005年3月以来新高。

业内人士认为,与以往年末行情不同的是,今年利率中枢已经抬升,货币市场过去的低利率时代将一去不复返。在今年行情中,不同机构对利率走势的判断和去杠杆的力度不同,导致业绩明显分化。未来所有机构将要面对这一现实:利率上升,丰富主动负债品种,做好资产负债管理将是经营的最大挑战。

### 钱袋紧 大银行日子也难过

以前货币市场上利率高,下午利率低,现在情况正好相反。此前,在上午基本能够抹平一天的头寸,现在要到下午,上午很难借到钱。资金市场已从买方市场变为卖方市场。”一名交易员说,“大行的SHIBOR报价一直在向上飙,而中小行的报价是平的。”他一边说,一边打开电脑,展示他根据银行间市场16家SHIBOR报价行每日报出的SHIBOR数据画出的两条线。

2007年上海银行同业拆借利率SHIBOR运行,由16家商业银行组成报价团,每个交易日银行间同业拆借中心根据各报价行的报价,剔除最高、最低各2家报价后对其余报价进行算术平均计算后,得出每一期限品种的SHIBOR,并于当日上午11:30对

外发布。这一报价已成为货币市场利率的定价基准,而各行不同的报价也在一定程度上体现了其对资金的态度。

资金市场存在一定程度的垄断:钱紧时不是所有银行都能拿到钱。央行放水往往只给大银行或国开行,因此大银行作为融出方把SHIBOR飙到很高,小银行缺钱所以给出的SHIBOR报价也低。今年大银行往外借钱赚了。”上述交易员说。

一般而言,在流动性偏紧的大环境下,年末大银行的日子要比中小行好过些。大银行的资金相较于小银行更充裕,同时作为主要的货币中介,在市场流动性紧张时大银行能更容易地拿到钱,因此往往是市场上的净融出方。

但临近年关,大银行也捂紧了“钱袋子”。在6月钱荒之后,各家银行纷纷提高了资金备付水平。年末因为预期钱紧,所以大银行即使有钱也不愿意往外借。”上述交易员说,“四大行也不是总有钱,有时候也资金紧张。从三季报可以看出,有的大银行存款下降严重。几家银行里农行还好些。”

业内人士认为,当前流动性的微观传导结构已发生深刻变化。今年以来利率市场化进程加快和遭受6月钱荒冲击后,主要货币中介银行的行为发生重大变化:高度重视流动性,提高备付;压缩资产负债久期缺口;调整资产配置类型和收益要求。银行在加强审慎运营的同时,直接导致微观层面流动性易紧不易松。

与受负债市场化冲击的商业银行相比,资金市场的另一大跨——国家开发银行面临别样的尴尬。11月以来,国开行取消了多期累计达到1000亿元的债券发行计划,改为发行短期融资券,直接原因是债券市场中长期债券利率飙升导致其发债成本大幅上升。据市场人士测算,目前国开行债券发行成本已接近其生息资产收益率,这意味着利率再上升的话国开行可能入不敷出。

虽然发行债券受阻,但在年末货币市场利率高企的市场中,资金充裕的国开行加大了资金融出力度。国开行一直都有钱”,一位业界人士表示,“现在国开行的资金月末净融出余额由此前的2000亿元左右翻番至4000亿元左右。”

### 杠杆减 同业扩张难持续

有别于以往,今年年末流动性紧张的一大原因在于今年以来快速发展的同业业务。

中国银行国际金融中心宏观经济研究主管温彬表示,理论上,每年年底,受财政存款集中投放的影响,流动性相对比较宽松。今年10月新增外汇占款达4416亿元,创今年2月以来新高,流动性也应该宽松,但资金市场呈现持续紧绷状态,主要是因为今年以来商业银行同业业务快速增长。目前,上市银行同业资产占总资产的比重达12%左右,部分商业银行的占比高达20%。商业银行通过在银行间市场融入期限短的负债,配置期限长、收益高以买入返售为主的同业资产。

这一模式包含较大的流动性风险:同业资产和负债期限错配严重,同业资产以1-3年的资产为主,而负债期限则短至7天到1个月。每到月末,各家商业银行存款“冲时点”,理财产品资金回表,就会导致市场流动性短缺。如

果央行不进行逆回购注入流动性,市场利率就会迅速上升。

同业业务的发展搅动了整个货币市场并影响其他市场的利率水平。不同机构对于杠杆的态度不同,导致同类型机构的业绩大幅分化。

债券每天跌1%,比股市跌幅还大。”一名证券公司资管计划的投资主办人苦笑道,“大跌中我每天都在卖手里的债,只要有人买我就卖。我已经把手里的杠杆降到了今年的最低水平。”

总体而言,金融企业的杠杆率现在处于历史最高水平。”上述人士认为。

今年我们部门比较幸运,赚了钱,主要靠在五月份降了杠杆平了头寸,还用利率互换锁定了收益。”某券商固定收益部人士表示,“不过四季度走势确实出乎意料,以为三季度以后资金面不会再这么紧张,所以现在有时候也借钱,但还是借短钱为主,市场看不那么远。不过有的机构杠

杆率还很高就比较惨。”该固定收益人士认为央行去杠杆控制系统性风险的意图比较坚定,“总体来说还是经济不好,现在加的杠杆,五年后都会成为坏账。”

业内人士介绍,各家商业银行的同业业务也在分化。

3月份银监会8号文出台后,由于大型银行的非标资产并未达到监管上限,非标资产从小银行向大型银行转移,大型银行抛售标准债券接入非标资产,杠杆并未下降,而是在转移。”商业人士表示。

随着资金成本的持续抬升,下半年商业银行的同业业务分化更为严重:三季报显示部分商业银行同业业务占比收缩,但有些银行的同业业务还在上升。

各银行差别很大,原因也很多,比如银行管理层的更迭会导致一家银行的业务重心发生变化。此外,投资者看到的是利润率,不追求银行利润。但

### 利率升 银行进入主动负债时代

最近两周的债券配置需求较此前活跃了许多,现在债券的利率水平已经比较高,比如国债可以配一些。主要是央行又开始逆回购了”,一位银行人士表示。

尽管市场操作仍紧密追随央行“脸色”,但银行业人士表示,市场利率中枢已经抬升,银行间市场低利率时代将一去不返。

以银行间7天回购利率水平为例,去年均值仅为3.5%。今年前5个月均值仅为3.3%,6月份均值6.8%,7-9月均值4.0%。有业界人士预测,年底回购利率水平还将在4%以上,预计全年均值能

达到3.9%。

同业负债现在已经没有什么价格优势,商业银行应该多思考怎样做好企业存款和其他存款了。”一位银行业人士表示。

温彬认为,目前我国可供银行选择的主动负债形式日趋多样化,主要包括发行债券、对央行负债、对同业负债和协议存款等。大银行拥有更大的资产规模、更多的业务机会和更强的风险定价能力,将在同业存单、大额可转让定期存单等新型主动负债业务中获得先行先试的机会,有利于灵活运用各种主动负债工具做好资产负债管

理。下一步,大银行需加强产品创新,丰富负债业务品种,积极发展金融市场业务,有效控制风险,促进银行整体价值最大化。

温彬表示,中小银行应发挥体制、机制灵活的特点和优势,在主动优化存款结构、适当控制资金成本的基础上,审慎筛选比较成熟的有潜力的主动负债业务品种,促进主动负债形式的多样化。下一步,中小银行需提高风险定价能力和流动性管理水平,实现资产与负债期限匹配、价格适当,合理确定同业存款的额度和期限结构,重点关注费用低、利差大、流动性强的负

债项目,适当参与金融市场业务。

中国社科院金融重点实验室主任刘焯辉认为,当前银行体系低成本负债资源趋于枯竭,近年来只能用更短、不稳定的、高成本的负债去支持信用资产,进一步加剧了流动性的脆弱性。要彻底解决流动性压力,仅靠央行一家之力是不可能的。目前流动性短缺的最大原因在于地方融资平台和房地产这两个领域的投资需求旺盛,导致绝大多数流动性都进入这两个领域,其他一些实体经济部门流动性相当短缺。如果不减杠杆,流动性压力不可能自动消除。

## 超高收益率理财产品再战“江湖”

□本报记者 陈莹莹

临近岁末,商业银行资金又捉襟见肘,“揽储大战”迎来一年中战况最激烈时期。因此,迫于吸储及资金流动性压力,商业银行竞相“各出奇招”吸引客户资金。除了提高存款利率,推出超高收益理财产品最为常见。

中国证券报记者记者走访调研多家商业银行网点发现,其中一些跨年度产品的预期年化收益率甚至“破6”,不少保本型理财产品的预期收益率也超过5%。银行业人士指出,虽然距年末尚有时日,但鉴于今年监管升级、互联网金融冲击等多因素影响,各家商业银行的“揽储大战”接近白热化,预计理财产品收益率走高趋势将至少持续至年底。

### 揽储手段“花样百出”

银行业内人士坦言,虽然按照惯例,每年年底银行都难免“钱紧”,但经历过今年6月“钱荒”教训后,各商业银行都格外谨慎。一位中小股份制银行人士告诉中国证券报记者,其实年末“揽储”大战早就开打了,各家银行都想早作准备。

提高存款利率或许对储户具有直接吸引力,例如平安银行官方网站显示,从11月4日起,该行两年期以上整存整取定期存款利率均有上浮调整。调整后的两年期、三年期和五年期整存整取定期利率分别为4.125%、4.675%、5.225%。

另外,银行资金归集业务推出一度被认为是各大银行为争夺客户存款资金的“战争”。除使用资金跨行归集不收取手续费外,不少银行针对各自银行的资金归集客户还推出了不少定制服务,包括赠送礼品、积分、话费等等,甚至打造专属的高收益理财产品。华夏银行北京分行相关负责人告诉记者,该行个人客户通过个人网银将其在他行的资金归集至华夏银行,可自动转入天天利、七天利账户,享受高于活期的利率。另外还可购买个人网银专属理财产品,享受相对较高预期收益率。

### 大行理财“不落人后”

某国有大行一位理财客户经理

## 春节前资金面料延续紧平衡

□本报记者 王辉 上海报道

在市场资金价格继续高企的背景下,12月3日央行延续了近阶段以来的逆回购操作步伐,但当日180亿元的7天期逆回购操作仍令市场“审美疲劳”,银行间短中期资金利率维持在相对高位,14天及以上期限质押式回购利率普遍稳定在6%以上。

对于年末市场资金面的整体形势,分析人士称,当前商业银行超储率水平较前期没有明显改善,而央行中性偏紧的流动性调控取向没有改变迹象。综合年末季节性因素、银监会9号文加强同业存款监管可能对资金面短期运行带来一定不利影响,明年一季度新债供应相对较高等各方面因素,预计春节前市场资金面还将保持紧平衡格局。

### 流动性调控基调难改

央行上周首次公布的10月末市场资金极度紧张时的SLO(短期流动性调节工具)操作情况显示,在10月28日、10月30日央行曾连续进行两次SLO操作,交易金额均为2天,而中标利率高达4.50%。

申银万国指出,这再次明确传达央行的资金面态度:如果资金特别紧张,央行会少量投放,但绝不会以低利率方式投放。该机构预期,在这样的流动性调控基调下,未来几个月甚至明年上半年,最终短期资金利率将维持4%至5%的较高水平。

就2013年最后一个月的货币调控基调而言,来自广发银行的最新观点认为,12月央行仍将维持紧平衡政策基调。在更加灵活的基础上,通过逆回购和短期流动性调节工具维持资金面平稳,避免资金过

理坦言,年关迫近,银行揽储大战升级,不仅仅是小银行缺钱,各大行也感受到揽储的压力。”记者在中行、农行等银行网点也看到,一向低调的国有大行纷纷推出高收益理财产品,某些产品预期年化收益率从“破5”升级到“破六”。

据金牛理财网监测数据,中国银行有多款理财产品的预期收益率达到5.8%,包括中银集富理财计划江苏(546天)第205期产品、第99期中银集富(364天)(机构投资者)理财产品、第99期中银集富(364天)(个人投资者)理财产品等。作为大行的中国银行还将起始资金门槛定在10万元。

金牛理财网监测数据显示,11月165家商业银行共发行4141款人民币非结构性理财产品,平均预期收益率为5.14%,单月发行量创历史记录,月均收益率创年内新高。从金牛银行理财综合收益指数来看,指数由月初的5.08%升至月末的5.37%,涨幅近29基点。

从银行类型来看,国有商业银行发行1476款产品,环比增发超三成,平均预期收益率环比上涨18基点至5.02%,为今年以来首次突破5%;股份制银行发行1082款,平均预期收益率大涨21基点至5.23%;城商行发行1199款,收益率上涨15基点至5.21%;农村商业银行发行338款,平均收益率上涨15基点至5.06%。由于收益率大幅上涨,股份制银行11月力压城商行位居第一。

分析人士指出,银行理财产品市场量价齐升由多因素造成。首先,岁末临近,存款流失严重的商业银行可能面临较严峻的月末、年末考核压力而提前揽储,因此对跨月和跨年资金需求旺盛,调高银行理财产品收益率仍然是重要的揽储手段。其次,理财资金投资标的收益上涨是理财产品收益率上涨的客观原因,比如央行中性偏紧货币政策使得货币市场中长期利率持续高企,10年期国债收益率在月中升至9年来最高点,投资标的收益上涨客观上推升理财产品收益。此外,理财市场竞争加剧也是重要原因之一,面对余额宝等互联网金融的竞争,银行可能也在被迫调高理财产品收益。

分给机构带来恐慌。

12月3日央行公布的10月央行口径新增外汇占款高达4494.58亿元,创2010年10月以来新高。然而从10月份、11月份两个月市场资金面的具体状况来看,市场流动性没有因此转暖,市场人士普遍认为,央行在流动性调控上实质性收紧的政策效果已显现。

### 资金价格或持续高企

对于当前商业银行体系内部的资金面状况,国信证券最新观点称,虽然商业银行整体超储率较前期保持稳定,但大行超储率仍处于历史低位。在此背景下,随着年末时点逐步临近,在央行调控基调难以转松的情况下,市场资金价格中短期内预计将持续高企。

申银万国表示,在年底季节性因素叠加同业监管预期的环境下,市场资金需求多,银行融出资金意愿低,如果未来几周央行公开市场只是延续两三百亿的逆回购投放规模,资金到期滚动对市场实际帮助并不大。预计年末和春节前后,短端资金利率可能就一直维持在当前较高水平上,并将对中长期利率形成明显压制。

中投证券等机构观点指出,明年1月市场资金面可能要面临股票市场IPO打新资金的压力。根据中投证券测算,当新股冻结资金规模超过2000亿元时,就可能对货币市场利率带来显著影响。

综合此间多数主流机构观点,随着跨年与跨节接踵而至,财政存款先投后收、节日资金备付、海外QE预期波动等因素都可能导致资金利率出现冲高。预计在明年春节前,短端资金利率在中枢水平很难难以见到明显下行,市场资金面整体将以紧平衡为主。