

# 流动性趋紧难以根本改观

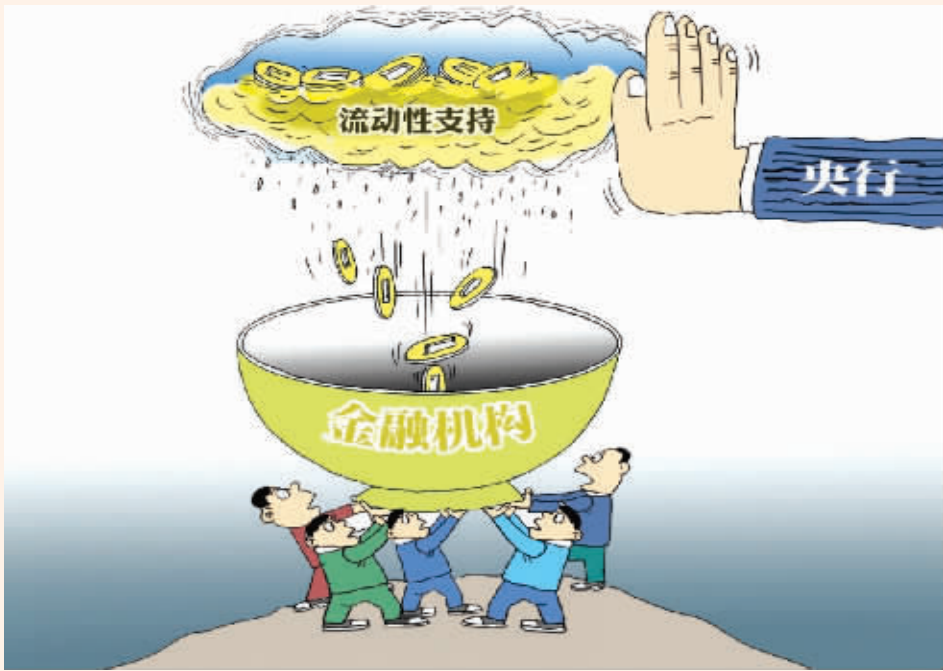
□交通银行 连平 周昆平 鄂永健

2013年,受融资需求旺盛而存款增长放慢、财政存款大幅增加、存款运行波动加大以及银行自身流动性管理未能跟上新的市场变化等因素综合影响,商业银行流动性总体有所趋紧,行业整体的流动性比例和超额备付金率小幅下降,存贷比小幅上升,在某些时点还出现了非常紧张的局面。2014年,融资需求旺盛与存款增长受限的矛盾仍存,货币政策继续保持稳健中性,基础货币投放保持平稳增长但不会大幅增加,流动性将继续稳中偏紧。但存贷比监管优化有助于减缓存款波动,资产证券化、同业存单等丰富了银行流动性管理的手段,银行自身也着重提升流动性管理能力。

## 流动性稳中偏紧

融资需求旺盛和存款增长受限的矛盾仍将继续。2014年,经济增长总体较平稳,实体经济融资需求依然较旺盛,特别是房地产、地方融资平台等领域。此外,巨大存量债务的滚动融资压力也决定了未来融资需求不会太低。综合考虑,预计2014年全年的新增贷款在9.8-10万亿元左右,社会融资总规模可能在19-19.5万亿元。同时,在利率市场化加快、金融脱媒进一步发展、居民投资渠道不断丰富的大背景下,银行存款增长放缓将是大概率,预计2014年新增人民币存款在14万亿元左右,扣除财政存款后为13.5万亿元,这样新增贷款与新增可用存款比例在74%,依然较高。尽管同业拆借、发行债券等主动负债规模会进一步扩大,但短期内难以出现迅速增长的局面,且其稳定性相对较差。银行总体资金来源依然受限。在此背景下,银行流动性仍会面临压力。

货币投放保持平稳,但大幅增加的可能性不大。主要受美国缩减QE规模的影响,2014年有资本流出的压力。但缩减QE即意味着美国经济平稳复苏,这有利于风险偏好回升,促进资本流入新兴市场国家,特别是像中国这样经济增长较平稳的国家。预计2014年全年外汇占款增量在2.5-3万亿元左右。2014年,宏观调控主要在稳增长、控通胀和防风险之间进行权衡,货币政策仍将保持稳健中性。在此情况下,预计公开市场操作仍将以保持货币市场流动性平稳为主要目标,尽管不会出现大幅净投放的格局,但投放力度较2013年会适度加大,特别是注重针对性地调节。2014年继续实行积极财政政策,但在“盘活存量,用好增量”的原则下,加之对财政支



新华社图片

出加强规范管理,预计2014年财政存款仍会增加较多,从而对资金投放形成对冲,但较2013年情况可能要好一些。综合以上因素,预计2014年全年新增基础货币在1.9-2万亿元左右,新增量较2013年略有上升,但不会大幅增加。在此情况下,预计银行间货币市场在大部分时间内仍将处在紧平衡状态,货币市场利率平均水平较2013年会进一步上升。

## 银行流动性管理能力将提升

优化存贷比监管将有助于缓解存款波动。时点存贷比监管考核是造成当前存款市场波动的原因之一。目前市场上对改进存贷比监管的呼声较高,监管部门也表示会进一步优化存贷比监管。随着利率市场化的推进,金融市场的发展壮大,银行负债将趋于多元化,可以预期存贷比监管有望得到改进,这会在一定程度上缓解存款市场波动,进而减轻银行流动性压力。比如,将非银行金融机构在银行的存款纳入存贷比计算,会缓解银行的存贷比考核压力,缓解存款市场竞争。加强对银行日均存贷比的考核,也会减少银行的存款冲时点行为,降低存款波动。但不可否认的是,在目前情况下,存贷比仍是重要的流动性指标,对银行流动性管理、流动性监测起着重要的作用,短期内完全取消的可能性不大。

商业银行流动性管理能力将显著提升。一方面,资产证券化和同业存单等金

融创新丰富了银行流动性管理的手段。未来预计资产证券化试点进一步扩大,并逐渐进入常态化发展。资产证券化的主要意义在于把流动性差的资产转化为流动性好的债券,从而起到盘活存量资产的作用,提高资产的流动性,进而提高流动性管理能力。同业存单也增强了银行主动负债能力。对整个银行间市场来说,它也增加了一种市场自我调节资金余缺、避免货币市场利率大起大落的手段,将促进银行间市场流动性的平稳运行。此外,长期来看,随着利率互换、利率期权、利率远期等工具将进一步普及,银行可以使用这些表外工具进行资产负债管理,对冲和转移市场风险。

另一方面,商业银行不断提升自身流动性管理能力。目前来看,商业银行在流动性管理上有三方面的问题需要加以解决:一是部分银行表外业务发展过快,且存在期限错配,从而带来了潜在的流动性风险;二是部分银行过于依赖央行在关键时刻的资金投放,习惯于将备付金水平维持在较低水平,极易受到市场变化的冲击;三是一些银行的流动性应急机制不够完善,多是建立在依靠从外部融入资金的基础上,当总体流动性趋紧时,这种应急机制也就“形同虚设”。针对以上三个问题,商业银行将会加快改进流动性风险管理机制、工具和方法,提高管理的精细化程度和前瞻预判性。同时,切实提高流动性风险管理能力和应急能力,并着力改进

流动性管理技术,继续完善流动性风险限额指标体系和流动性风险管理信息系统,实现现金流量监测与管理系统升级。

## 系统性流动性风险不会出现

尽管商业银行流动性有所趋紧,并在某些时点出现了流动性非常紧张的现象,且部分金融机构流动性持续较紧,但整体来看,当前我国金融体系不大可能出现系统性流动性风险。未来尽管存款和货币供应增速趋势性放缓,但不会出现大幅下滑的局面,总体流动性保持平稳充裕。从银行业自身情况来看,目前流动性比例、存贷比和超额备付金率都处在较平稳水平,且估计这些指标在短期内迅速恶化的可能性不大。此外,尽管同业负债、同业资产存在期限错配,但银行最主要的存贷款业务期限结构情况较好。数据显示,截至2013年11月末,金融机构中长期贷款余额占比55.8%,较2010年末下降4.5个百分点;作为稳定的负债来源,2013年11月末定期存款在总存款中占比58%,较2010年末提高6.2个百分点。同时未来银行业盈利尽管增速有所放缓,但仍保持较平稳增长,资本较充足,风险防范能力持续增强。

目前我国央行用于调节流动性的长短工具品种丰富,“弹药”较为充足,有足够的政策调节空间来防范和控制流动性风险。公开市场短期流动性调节工具(SLO)的推出和常备借贷便利(SLF)的使用频率增加进一步增强了流动性调节的灵活性和针对性,同时有助于稳定市场预期。除此之外,存款准备金率也是应对流动性风险的有利“武器”。法定准备金存款犹如蓄水池,存款准备金率则是蓄水池的“阀门”,流动性宽松时可通上调来“蓄水”,流动性紧张时则可以下调来“放水”。目前金融机构的法定存款准备金率水平较高,大型银行达20%,下调的空间很大,足以应对大规模的流动性紧缩风险。

监管部门持续加强和改善对银行的流动性监管。银监会持续加强流动性风险管理各项基础管理工作,政策制度体系不断健全,并将进一步优化流动性风险监测指标体系,重点加强对流动性覆盖率 and 净稳定融资比例等新指标和日均存贷比的监测分析,并督促商业银行强化日常资金头寸匡算与预测,改进资金管理应急预案,定期组织开展压力测试,引导商业银行合理调控资产规模,妥善把握风险与效益的平衡。这些都有利于防范和管理银行体系流动性风险,促进银行业稳健运行。

从海外经验来看,利率市场化期间,各国资金价格上升的幅度、到达的高度和持续的时间不尽相同,但资金成本尤其是长端不可能大幅长期超越投资回报率。目前中国的利率水平已在高位,未来继续大幅提高的可能性不大。2013年三季度,扣除金融和“两桶油”后的上市公司投资资本回报率已降至6.4%的水平,同期一般贷款加权利率为7.16%,回报率已经连续九个季度低于一般贷款加权利率水平。

因此,随着预算管理办法修订和融资渠道规范化,预计最快下半年,资金主体对价格的敏感性会缓慢抬升,预算约束对地方政府行为会逐渐产生影响。更进一步地看,如果监管层允许部分债务温和破产,那么短期内或许会造成资金价格快速上行,但中长期看,伴随实体回报率稳中有降,流动性会进入“衰退型宽松”状态,部分品种和期限的利率也存在向下可能。

## 以优先股推动并购重组难度大

□中信建投并购部 刘亚勇

证监会近期就《优先股试点管理办法(征求意见稿)》(简称《办法》)公开征求意见,此举意味着优先股即将推出。从目前《办法》的条款看,交易双方如以优先股作为并购重组交易的支付手段,仍存在一定困难。

从美国情况看,截至2013年6月末,美国市场活跃的优先股市值约3800亿美元,其中,金融类公司发行数量占80%以上。2000年以来,美国优先股分红率在6%-9%之间,远高于同期普通股分红率以及债券收益率,且比较平稳,并没有出现较大的起伏。

在海外,优先股这种类似永续债的投资品种,因其相对稳定的股息率,吸引了大部分低风险偏好的投资者,如保险公司、养老基金等。其流动性差且期限较长的特点,导致投资者很难从股价的变化中获益,因此优先股投资者主要为偏重每年的固定分红收益、投机性弱的财务战略投资者和长期投资者。美国市场上发行优先股前五家公司的持有者中,投资顾问、保险公司的持有规模占前五家公司优先股总规模超过95%,对冲基金(占总规模的3.09%)和银行(占总规模的0.17%)也是优先股投资的参与者。

在国内上市公司并购重组中,优先股的认购方,即被并购资产的股东或所有者(简称“交易对方”),其诉求无外乎享受短期套现收益或长期增值收益。

一般情况下,享受短期套现收益的方式有以下两种:交易对方直接要求交易对价为现金,该方式和优先股无关,不在此讨论;交易对方要求或被要求对价可以为套现的上市公司股票。出于控制交易风险的目的或依据相关法规要求,上市公司会与交易对方协定,交易对方通过该次交易换取的股票需具有一定的锁定期,按照现行法规和实际操作案例,一般为12个月至36个月之间。在满足一定条件下,分步解锁套现。

通过上述分析可以看出,在审批程序上,优先股作为支付工具,极有可能和普通股一样,需要证监会并购重组委审核,并不比普通股简单;在定价标准上,优先股与普通股保持一致,都是以董事会决议公告前二十个交易日公司普通股股票均价为基准;在锁定期上,虽然本次《办法》没有具体规定,但是极有可能参照《重组管理办法》,与普通股锁定期保持一致。综上所述,在上市公司并购重组中,优先股作为支付工具的适用性有限,主要体现在以下几个方面。

其一,作为普通股的替代性工具,在同样锁定期内,更容易获得交易对方的青睐。按照《重组管理办法》第四十五条的规定,交易对方所获股票有三种情形需要锁定36个月,其他情形锁定12个月,交易对方在此期间不能出售相应股票获益。在交易对方具有一定资金需要,或者将所获股票作为金融资产进行融资时,带有固定收益的可转换优先股就具有一定优势,获得该部分交易对方的青睐。

其二,上市公司大股东注入资产时,在特定情形下,具有一定的优势。实际控制人向上市公司注入资产时,有的实际控制人持股比例已经较高,不需要控股权的进一步加强,同时,此类实际控制人又没有二级市场套现的动机。在此情形下,可将优先股作为支付工具,实际控制人获得一种具有持续、稳定现金流且先于普通股投资者的金融产品。在国内A股市场上,对于一些大型国有控股、具有较好现金流的上市公司,国有控股在注入其他资产时,可以采用优先股作为支付工具的方式。

在目前阶段,优先股要想在上市公司并购重组中发挥重大作用,需要在如下方面做出改进。

简化审批程序。作为新的金融产品,在审批程序上直接走在普通股前面,简化审批时间和流程,可以考虑取消并购重组委审核环节。

放松募集资金用途管制。《办法》要求“上市公司发行优先股募集资金应有明确用途”。虽然目前还没有具体的规定,但是,业内希望进一步放松管制,希望上市公司非公开发行的优先股可以补充流动资金,为并购重组做准备,以适应并购重组时间紧、节奏快的特点。

增加税收优惠政策。税务部门可出台相应的法律法规,使上市公司发行的优先股股息可以税前扣除。

## 等待利率下行拐点

□中证证券研究中心 曹水水

步入2014年,利率市场化进程将延续。中央经济工作会议对于2014年经济任务,明确提出推进利率市场化。节奏上,预计存款保险制度和银行破产条例将率先推出,区域性民营银行将随之破壳,银行存款利率将以“先定期后活期,先大额后小额”的步骤逐渐放开,这将对银行负债端成本产生持续冲击,银行传导成本端压力的动力较强。叠加货币政策大体中性,预计2014年国内利率水平仍将维持较高水平,但资金价格边际上行的空间变小,最快于2014年下半年或可看到“衰退式”宽松。

从规模上看,资产配置中市场化的比重已经显著提升。金融类资产大致划分为两类,市场化类和管制类。其中市场化类包括银行理财、信托资产以及券商资管,管制类主要包括储蓄存款、保险资产。数据显示,

2013年上半年,管制类金融资产新增4.2万亿元,市场化类金融资产新增5.5万亿元,两者新增资产比例由去年同期的2:1大幅下降至3:4;而在居民存款中,新增活期存款占比下降6个百分点。这意味着,市场化金融资产对于包括存款、保险在内的传统金融资产的边际冲击正在减弱。

从利率而言,高息金融产品虹吸效应正在弱化。在2013年,管制类金融资产增长缓慢,收益率被动推升;市场化类金融资产继续高速增长,收益率维持在高位,一些高息产品收益率甚至出现回落。以房地产信托产品为例,2011-2013年,1-2年期限的产品平均预期收益率分别为9.78%、9.48%、8.99%,呈现逐年回落迹象。

更重要的是,2014年基建投资、房地产投资增速均面临放缓压力,而基建和地产是决定资金价格最大的边际力量。

基建投资方面,2014年将受制于地方政

府债务压力。2013年,在产能投资继续放缓的背景下,基建投资是托底的着力点。得益于2013年上半年社会融资大规模增长,1-11月基建投资增速为23.2%,为2006年以来次高水平,继续上行的空间非常有限。考虑到在防范地方债务风险的背景下,社会融资总量累计增速从2013年一季度的58.5%持续下滑至11月的13.6%,将带动基建投资增速放缓。由于防范债务风险的需求,即使在经济下行超政府容忍底线的背景下,托底的力量将有限。

房地产投资很可能在结构分化中继续放缓。对于房地产投资,我们的判断出发点是合意的投资水平取决于销售前景。2013年1-11月,住宅销售面积增速达到21.3%,是对2011、2012年地产需求被压制的补偿,但高房价和商业银行持续提高按揭贷款利率,将促使住宅销售面积增速将向潜在需求增速中枢进行均值回复,预计2014年地产销售面积增速将出现显著下滑,可能在10%左右徘徊。



### 中证公告快递

- 实时推送上市公司公告信息
- 独家解读权威资讯助您决策





#### 《中证公告快递》免费下载方式

- 1、从中证网www.cs.com.cn直接下载
- 2、从360手机助手、豌豆荚,百度手机助手,搜索《中证公告快递》下载安装
- 3、用二维码扫描软件扫描二维码下载, 请尽量避免用微信扫一扫, 微信扫描会导致无法下载安装



## 神秘的菜 您的爱