

六月市场资金面紧张原因分析

刘世欣 ☎: (86) 83571401

15210112901

✉: liushixin@chinastock.com.cn

6月份以来的短短半个月时间，国内资本市场资金面骤然紧张，谣言四起，债券市场和股票市场波动加剧。

6月5日，银行间债市小规模违约就已经出现了。但由于银行间债市实行“T+0”模式，一些机构偶尔出现流动性紧张借钱荒，拖延支付被视为一件很正常的事件。

6月6日，“光大银行违约，令交易方兴业银行千亿到期资金无法收回”的传闻流传甚广，市场为之震动。

同日，农业发展银行招标的六个月期贴现金融债未能招满，该期债券计划发行200亿元，实际发行仅为115亿元。当期债券发行利率为3.4493%，大幅高出二级市场水平。

6月7日，尽管光大、兴业双双出来辟谣，而后证实谣言并非空穴来风，但违约规模只有60亿。¹但当日上海银行间同业拆放利率（Shibor）包括隔夜、7天期、14天期、1月和3月拆放利率全线飙升，隔夜和7天Shibor更是大涨231.20和152.00BP至8.2940%和6.6570%。

6月7日上午，包括工、农、中、建在内的多家大型银行负责资金交易的处长接到央行的通知，核心内容是央行终于在流动性紧张时刻决定推出公开市场短期流动性调节工具

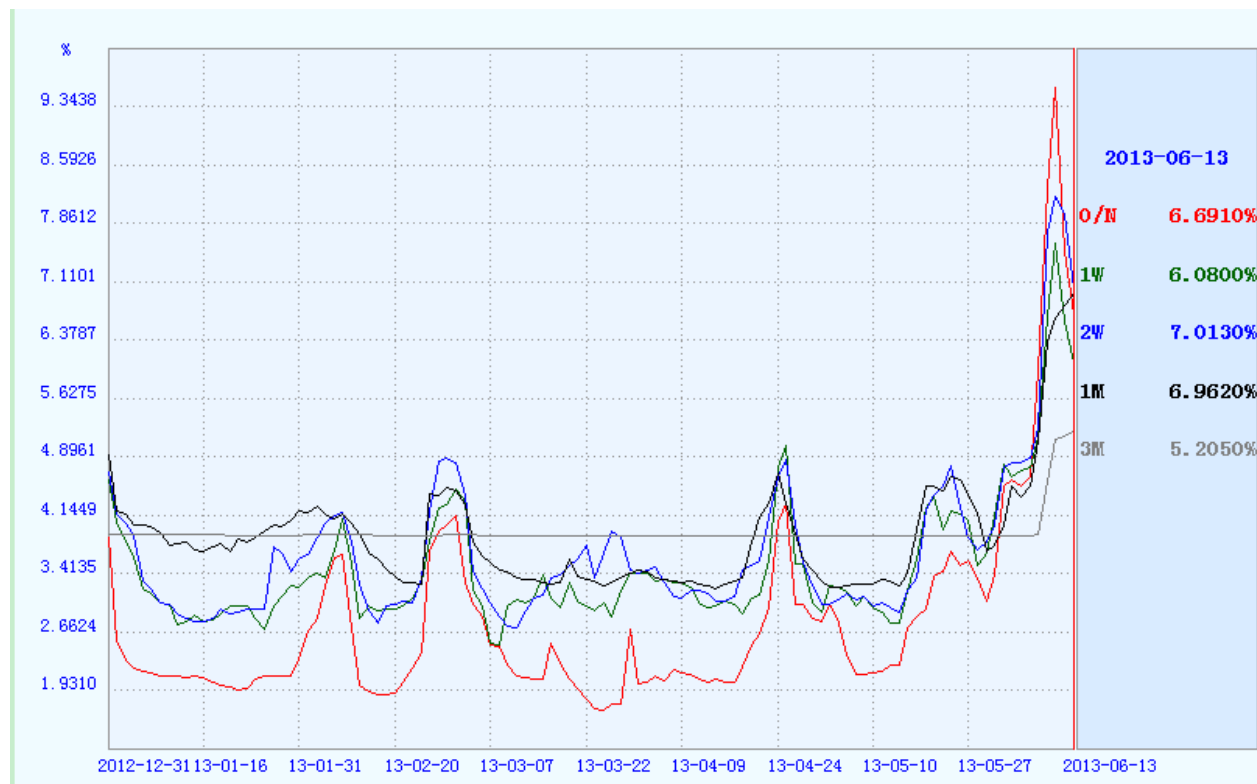
¹史进峰，《银行间债市面临大面积钱荒 多家机构出现违约》，《21世纪经济报道》，2013年6月8日

(Short-term Liquidity Operations, SLO)²，市场也风传当日下午央行决定启动 SLO 操作向市场注入 1500 亿规模的资金。

6 月 7 日下午，静候在交易室等待央行 SLO 首次亮相的交易员们，接到的却是央行取消 SLO 的通知，空欢喜一场。

6 月 8 日上海银行间拆放利率包括隔夜、7 天期、14 天期、1 个月和 3 个月拆放利率全线飙升到 9.5810%、7.6030%、8.1970%、6.6460%和 5.1080%（如图 1），期限越短，涨幅越高，凸显短期资金面紧张。（2008 年 9 月 16 日雷曼倒闭时美元隔夜 Libor 不过 6.43%。）

图 1 6 月 Shibor 急剧上升



数据来源：Shibor

与此同时，中国央行公开市场端午节前一周净投放达 1600 亿元，创下四个月来单周新高，但对于缓解近期日益紧张的资金面仍显杯水车薪；面对流动性困境，央行依然坚守央票发行

²所谓 SLO，是今年 1 月份由央行正式推出一项创新流动性管理工具，该工具参与机构初定为 12 家商业银行，主要以 7 天以内的短期回购为主，遇节假日可适当延长操作期限，采用市场化利率招标方式开展操作，作为公开市场常规操作的必要补充，旨在解决受外部形势不稳及资本流动多变等因素影响，市场出现短期资金供求缺口又难以通过货币市场融资及时解决的问题。

和正回购操作，则向市场传递出更为明确的数量紧缩信号，使得流动性预期进一步恶化。

受资金面紧张影响，上证综指也从5月31日最高2326点快速下挫至6月13日收盘的2148点（实际上6月只有6个交易日），市场恐慌情绪加剧。

笔者认为，目前资金面短缺的主要原因是：全球来看，由于美国经济在悄悄走强，导致资本开始从新兴国家撤离，大量流入中国的境外套利资金的撤离。国内货币当局则希望通过偏紧的政策抑制外汇占款带来的流动性增加和信贷过快扩张，避免资金快速流入影子银行体系、地方融资平台，从而控制国内金融风险。再加上中国5月份经济数据表现一般和部分季节性因素，多种因素叠加导致了一场银行间流动性的短时风暴。

首先，美国经济在悄悄走强，美国量化宽松政策的退出预期强化和美元走强带来外资撤出，债券收益率迅速提高。6月美联储年内缩减量化宽松政策规模的预期升温，美国国债收益率上升同时波动加大，意味着投资者面临更多不确定性，套利投资者正在从垃圾债、新兴市场债和分红型股票中撤出，带来这些市场和产品的价格大幅下跌。加上新兴市场国家经济增长转弱，信贷增长过快、杠杆率高等风险，给未来回报带来了更多不确定性，资本开始回流经济企稳的美国，QE规模缩减甚至退出政策的实施引发各国央行收紧流动性，再加上美元不断走强，美元兑人民币中间价与1年期NDF差距扩大，即海外对人民币贬值预期增强，外汇套利空间将收窄，这也会使得热钱进入动力下降（如图2）。

中国及亚洲各国股市纷纷下跌。端午节后第一个交易日上证综指下跌2.83%，而日经225指数收跌6.35%，创4月3日以来最低收位，香港恒生指数收跌2.19%，韩国成分指数收跌1.42%。

图2 人民币升值预期减弱

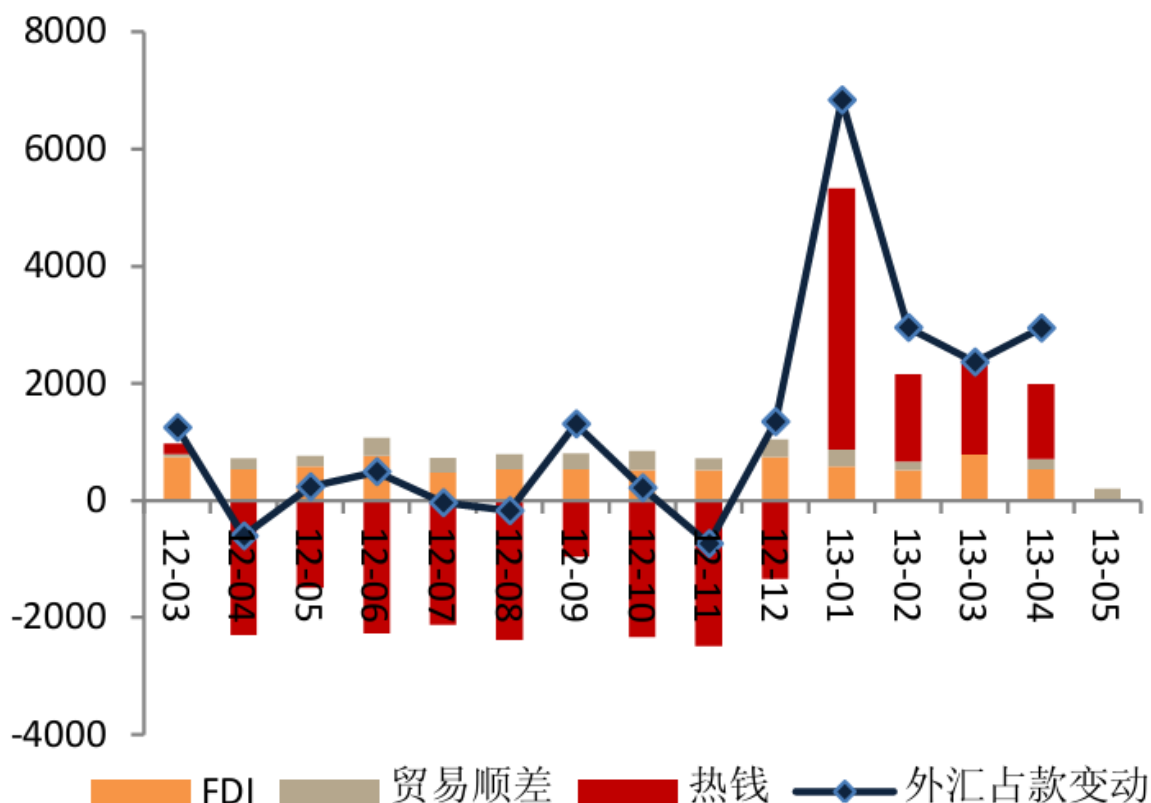


数据来源：WIND

其次，4个月外汇占款增加过快，5月份外管局发文要求加强外汇管理，抑制外汇占款，减少投机活动，所以流动性受到挤压。5月5日，国家外管局下发《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》（简称《20号文》）可能带来外汇占款一定幅度下降。《20号文》要求加强外汇管理，一方面要求加强对进出口企业货物贸易外汇收支的分类管理。这是针对在进出口经常项目下的“人民币套利”玩家，往往借转口贸易的形式实现。高盛研报指出，通过离岸贸易公司、国内贸易公司及其设立的离岸子公司这三个实体之间转口贸易单据的空转可以实现套利，不少从事电解铜、黄金饰品和电子产品的企业获利丰厚，《20号文》通过严格分类管理收紧转口贸易融资。另一方面要求外汇贷存比超过参考贷存比的银行，应在每月初的10个工作日内（初次实施应于2013年6月底前）将综合头寸调整至下限以上，这使得通过虚假贸易外汇套利难度加大，也使得银行在6月底前要多购汇或少结汇以达到外管局要求，会使外汇占款数据快速下降。目前金融机构的外汇存款为4431亿美元，外汇贷款高达7679亿美元，外汇贷存比高达173%，而按照《20号文》的要求，金融机构需逐渐将贷存比向100%靠拢，因而需要重新购汇，可能导致未来数月外汇占款大幅下降，市场流动性

也会随之收紧。

图3 5月外汇占款将回落

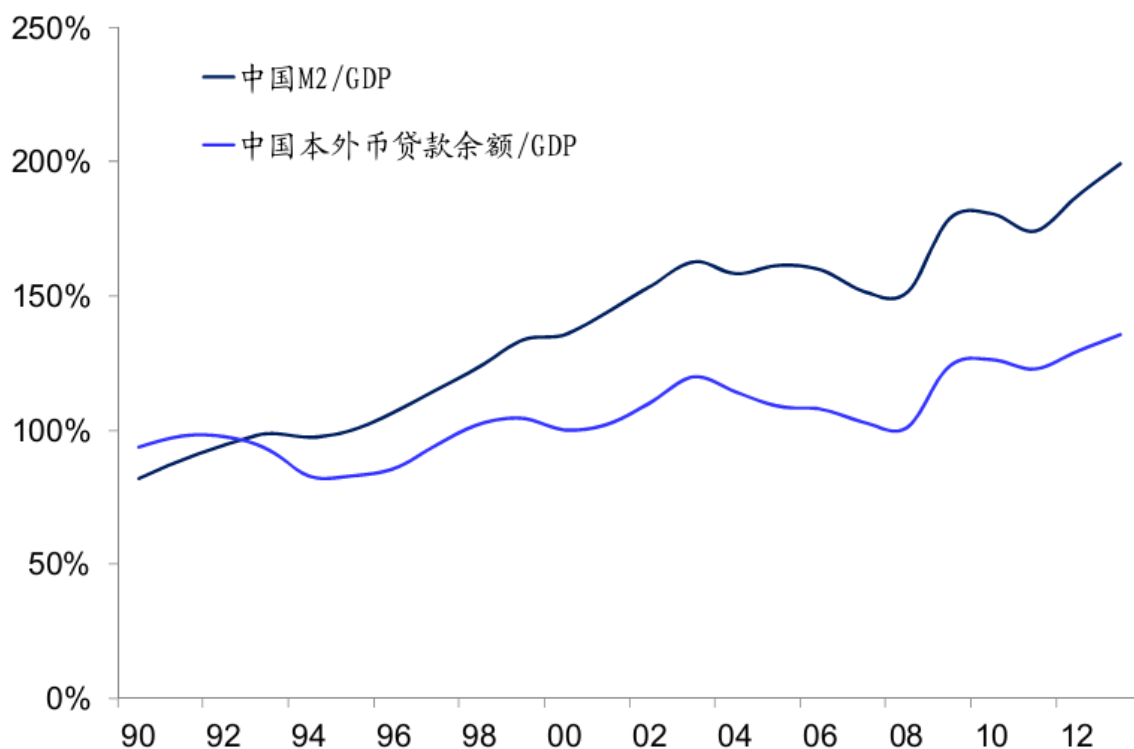


数据来源：WIND

然后，由于中国债务问题开始显现，央行和监管部门正采取措施限制信贷激增，金融部门去杠杆，以避免信贷快速扩张可能带来的坏账及金融问题，抑制资金流入影子银行、地方债务平台和地产融资平台，也限制了市场流动性。2008年金融危机爆发后中国政府推出了大规模的信贷刺激计划来促进经济复苏，但地方政府和发放贷款的金融机构也因此背负了沉重的债务负担，引发了围绕中国金融系统健康状况的担忧。2013年以来经济增速持续低预期，反而使得中国整体债务率继续上升，M2/GDP超过了200%。国家审计署6月10日发布了36个地方政府本级政府性债务审计结果36个地方政府本级中，有11个省本级和13个省会城市本级2012年债务规模比2010年有所增长，其中4个省本级和8个省会城市本级债

务增长率超过 20%。一些地方偿债能力不足，只能举借新债偿还旧债，不少媒体表示这还是低估了地方债的规模。

图 4 中国 M2 占 GDP 比重超过 200%



中国一直依靠国有大型银行及其他金融机构的信贷投放来推动经济增长，特别是向房地产开发商以及修建地铁、公路、机场和其它基础设施的地方政府提供贷款。然而，金融危机以来，此类信贷投放的作用已经减弱，人们越来越担心信贷资金现在已流向许多无力承担债务的项目，今年 5 月份，中国传统银行和非传统金融机构的贷款额双双下降。新增信托贷款较 4 月份减少约一半至人民币 992 亿元，主要由于监管部门收紧了信贷规定并对帮助资金流向信托公司的理财产品进行了整顿。另外，监管部门还打击了假借出口之名而将资金带入国内的行为，这可能也抑制了资金流入影子银行。

今年 3 月银监会下发《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（简称银监会 8 号文），要求商业银行应坚持资金来源运用对应原则，每个理财产品与所投资资产（标的物）要对应，做到每个产品单独管理、建账和核算。投资于非标债权资产的理

理财产品是监管的重点。不少银行采取自营资金接盘理财资金持有的非标资产已达到监管要求，但少数期限错配严重的银行则出现了流动性紧张，拆借资金利率陡然增加的状况（如图1）。央行对此的态度则偏于施以适当惩戒，央行偏紧的政策举措，客观上阻截了银行从银行间市场抽水来投资非标资产的通道，迫使这些银行降低杠杆，控制期限错配风险。

限制信贷增速可能会导致企业、政府主导的基础设施建设项目以及房地产开发商融资的难度增加，中国经济增速可能进一步放缓。刚刚发布的5月份经济数据已然显示出来，这会进一步加剧国际资本流出中国。5月份进口同比减少0.3%，同时生产者价格指数(PPI)下降2.9%。PPI已经连续15个月走低，反映出钢铁、铝、玻璃、太阳能板、水泥和建筑设备等行业存在大量过剩产能（即需求不足）。中国5月份工业增加值同比增长9.2%，增幅低于4月份，也低于2010和2011年的常规水平。作为衡量工业活动的一项重要指标，中国5月份发电量同比仅增长4.1%，增幅低于4月份的6.2%。中国1-5月房屋新开工面积较上年同期仅增加1%。该数据是反映地产市场状况的一项重要指标。

最后，中国通常在节日来临前现金需求都会增加。这次就适逢端午节。但这只能带来小幅的季节性波动。

中国银河证券股份有限公司 博士后科研工作站

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100033

电话：(86) 83571401;15210112901

传真：010-66568641

中国银河证券网址：www.chinastock.com.cn

中国银河证券博士后科研工作站网址：<http://www.chinastock.com.cn/yhwz/postdoc/index.shtml.chinastock.com.cn>