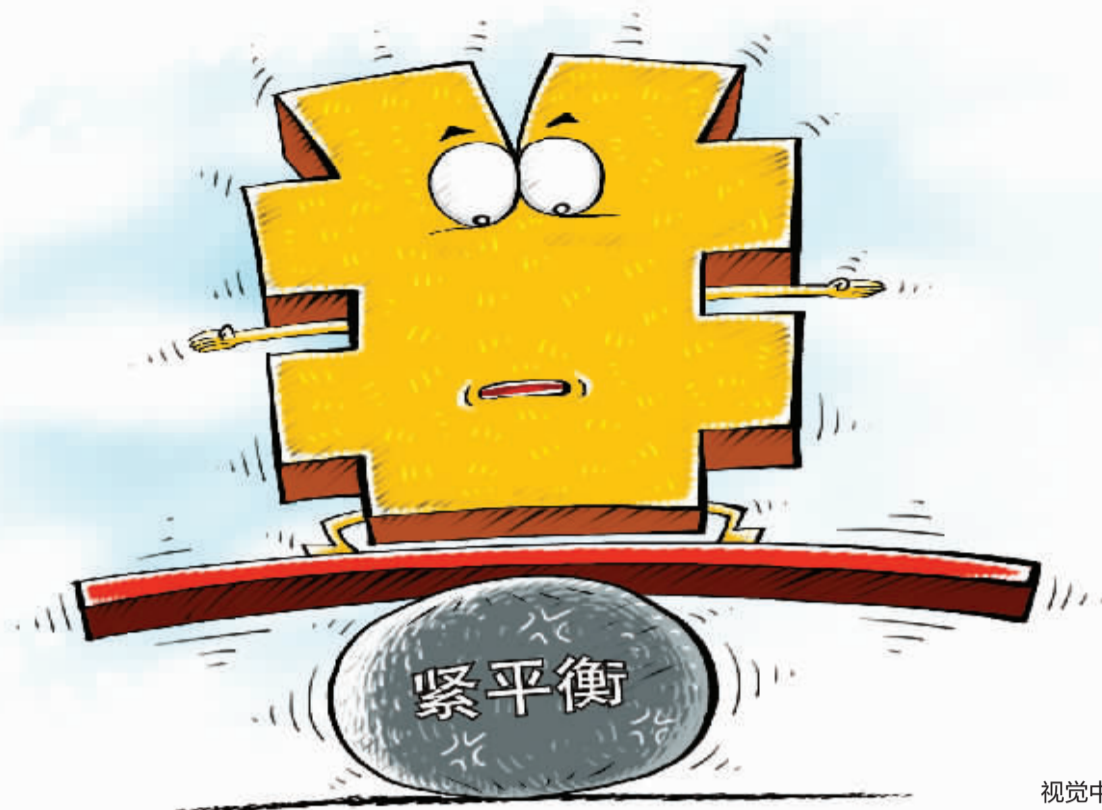


# 资金面:闸门难松 紧亦有度

□本报记者 张勤峰

2017年银行体系流动性时松时紧、松紧有度,流动性形势大致平稳,但也反复易变。其根源可能在于金融机构超储率降至偏低水平,而在外汇因素影响减轻、货币供应方式变化的情况下,最终反映的是央行货币政策取向的变化。

展望2018年,宏观经济政策将保持连续性,货币政策难放松,货币总闸门难放松,监管加强的态势难放松,这决定了央行调控流动性的取向难放松。在流动性水平有限,内外扰动依然较多的情况下,流动性短时波动可能是常态。不过,中性的政策框定了流动性波动范围,央行仍会提供托底支撑,闸门难松,紧亦有度。紧平衡仍将是2018年银行体系流动性运行的主基调。



视觉中国图片

## 时松时紧 亦松亦紧

“隔夜遍地有,跨年涨上天”,2017年最后一周,虽然流动性总量问题不大,但还是在某些期限及某些机构身上表现出了一定的紧张。

年末流动性的表现,某种程度上是2017年全年流动性运行状况的一个缩影。

从一个较长的时间范围来看,2017年银行体系流动性算不上十分紧张,波动也不是特别大,全年基本上处于紧平衡格局。

观察银行间市场代表性的7天期债券质押式回购利率走势。2017年,除了一季度上行较快之外,其余时候R007基本围绕3.3%的中枢水平波动,全年均值(算术平均值,下同)为3.35%,较2016年上行明显,但与2011年至2014年相比还是低了不少,算不上太高。

进一步看,2017年3月至12月,R007月度均值最低为5月份的3.26%,最高为12月份的3.69%,月间利率高低点落差在40BP左右,仍是过去十余年间较低的水平;与全年最低的1月份2.68%相比,2017年R007月均值高低落差达到101BP,虽比2016年扩大逾30BP,但与前些年动辄超过200BP甚至是300BP相比,仍处于较低的水平,波动也不是特别大。

在一些特定的时点上,2017年流动性状况要好于以往,最典型的莫过于长假、季末。我国银行体系流动性的季节性波动特点比较明显,春节、国庆等长假前期,受到居民取现需求增加,资金流出金融体系,容易出现流动性紧张;季末则囿于监管考核压力,金融机构加强流动性管理,增加资金储备、减少向外出资,造

成流动性暂时性收紧。然而,在2017年春节、国庆以及每个季末时点前后,货币市场流动性反倒比较平稳,好于不少市场参与者的预期。

但2017年的资金面状况肯定算不上宽松,2017年全年R007均值为3.35%,历史均值则为2.68%。

从月内的视角观察,2017年银行体系流动性其实反复易变,波动性不小。比较常见的情况是,1个月内,月初偏宽松、月中较紧张、月末恢复平稳,如此反复。还有的时候,头一天资金面还波澜不惊,第二天便陷入紧张,资金面稳定性较差,后势难以把握。

资金面稳定性差,体现为诸多因素对流动性的边际影响加大。一到月中企业集中缴税时点前后,流动性就容易收紧,月末随着财政支出增多,流动性又趋松。另外,法定存款准备金缴缴退款、政府债券发行缴款等对流动性的影响也较往年更大。

还有一点,2017年银行体系流动性分层现象异常显著,作为货币市场核心参与主体的存款类机构流动性状况总体平稳,但其他金融机构流动性波动较大。这一点,在月末、季末等时点上表现得非常明显。

统计显示,2016年10月以来,R007(全口径)与DR007(存款类机构)之间的利差大幅扩大,每到月末、季末,利差均明显走阔,不少月份利差高于100BP以上,其中,2017年3月21日达到192BP,刷新纪录新高。

总之,2017年银行体系流动性既松紧难辨,又复杂多变,表现出很多不同以往的新情况、新特征、新变化。

## 低超储 多扰动

2017年银行体系流动性稳定性下降、反复易变的根源在于金融机构超储率偏低。

存款类机构备付金状况基本决定了银行体系流动性水平。从超额存款准备金率(近似超储率)变化上看,2017年大部分时间里,金融机构超额存款准备金率均处于较低水平。据央行公布,2016年末超额准备金率为2.4%,还处在2015年下半年以来的高位水平,但短短3个月之后,到2017年3月末便已降至1.3%,创了2011年下半年以来的新低,这也是该数据有记录以来的历史第二低值。统计显示,2003年以来,金融机构超额准备金率的历史平均值为3.10%,中位数为2.35%。

近年来,我国金融机构超额准备金率总体呈下行态势。2001年超额准备金率超过7%,到2009-2016年平均已降至2%左右。这种趋势性变化,反映了支付体系现代化、金融市场融资便利性增强、金融机构流动性管理水平及央行流动性调控水平提升的影响,商业银行超额准备金的需求逐渐降低。但即便如此,2017年前三个季度末,超额准备金率分别只有1.3%、1.4%、1.3%,明显低于2009年以来平均水平。另外,2017年基础货币总量也略有下降。

总的来看,2017年银行体系流动性状况处于近几年偏低的水平。随着流动性下降,系统稳定性降低,抵御扰动的能力下降,在面临对财政收支与支出、存款准备金交存和退缴、现金投放与回笼、季末监管考核、市场预期变化等季节性、临时性因素影响时,容易出现大起大落。2017年就是这样,流动性虽大致保持了平稳,但短期波动、局部波动、边际波动加大。

与此同时,在我国银行体系流动性传导链条上,金融机构

呈现“金字塔”结构分布,中央银行作为最后贷款人处于顶端,其下是公开市场一级交易商,主要是大中型商业银行,他们可通过公开或定向操作,从中央银行获得流动性支持,再将多余的资金在市场上出借给其他金融机构。

2017年流动性不是很充裕,整个体系的流动性供求处于紧平衡状态,容易受到各类因素的扰动,尤其是在面临多种因素叠加影响时,金融机构向外出借资金的意愿下降。因此,在流动性压力较大的时候,中小机构反而承受了更大的流动性压力,容易引起流动性结构性紧张。

不可忽视的是,在金融监管趋严形势下,季末监管考核对流动性的影响在加大。一个明显的例子是,MPA-LCR考核及基金流动性新规等,进一步加重了银行体系流动性分层现象。

另外,2017年财政收支对流动性影响很大,与财政收支出现一些新变化也有关。2017年,我国经济基本面景气改善,企业盈利好转,推动财政收入大增,加上国债净供给量增多、地方债维持高频发行,政府债券发行也阶段性推高财政存款,财政资金从收入到投放要经历一个过程,会暂时形成流动性回笼效应。2017年,在季度首月收税高峰、政府债发行较密集的时期,财政收入对流动性的影响明显加大。

但也应看到,央行货币政策调控框架不断完善,调控精细化程度不断提高。2017年,央行张弛有度地开展公开市场操作,灵活调整操作方向、力度和期限,对流动性实施“削峰填谷”。这也是在超储率偏低的情况下,流动性仍能够维持大体平稳,并未出现持续异常波动的关键所在。

## 宽松难现 托底可期

只要超储率不能明显提升,银行体系“小马拉大车”的局面就难以出现根本性改观。

近几年超储率下降,具有一定趋势性。然而,超储率降至历史偏低水平,某种程度上是央行默许甚至有意为之的结果。

2014年以来,中央银行货币供应方式发生了变化。随着跨境资金流入压力减轻,直至逆转为净流出,以往央行因收购外汇投放的外汇占款结束持续增长之后开始下降,央行主要通过公开市场操作等,保障基础货币供应,弥补银行体系流动性缺口。数据显示,从2014年6月到2017年8月,外汇占款余额不断下降,相应造成对本币流动性的被动回笼。这一转变,使得近几年银行体系流动性几乎全靠央行供给,央行对流动性的影响力显著提升,这也意味着,央行货币政策取向,会更快更显著地反映在货币市场流动性变化中。

一个合理的假设是,如果央行认为金融机构超额准备金率过低,完全可以通过投放更多资金来扭转这一局面,但在2017年多数时间里,超额准备金率都处在偏低水平,这足以反映央行货币政策取向及调控流动性的取向。

2017年,央行货币政策回归稳健中性,其调控流动性的取向也从“适度充裕”转向“基本稳定、中性适度”。这背后深层次的原因,一是因为经济企稳向好,货币政策需适度调整,二是在“双支柱”调控框架下,宏观审慎管理需要货币政策的配合,保持必要的流动性压力,才能促使金融机构加强风险管理,主动去杠杆。

展望2018年,货币政策实质放松暂时难以看到。上月召开

的中央经济工作会议指出,2018年积极的财政政策取向不变,稳健的货币政策要保持中性,管住货币供给总闸门;今后3年,要打好决胜全面建成小康社会三大攻坚战,首先是打好防范化解重大风险攻坚战,重点是防控金融风险。

以此来看,2018年,宏观经济政策将保持连续性,货币政策难以放松,货币总闸门难以放松,金融监管加强的态势难以放松,这基本决定了,央行调控流动性的取向难以放松。

2017年外汇因素对流动性的影响减轻,四季度外汇占款恢复增长,但增量有限。2018年,外汇市场不确定性依然较大,美元存在一定上行风险,人民币汇率预期可能出现反复,外汇占款出现明显增长的可能性较小。

2018年,国债供给可能继续上升,地方债供给绝对规模仍不小,政府债发行对财政收支的影响还会存在。

2018年,金融严监管、防风险的取向不变,去杠杆继续推进,监管因素、市场主体调整资产负债,对流动性的扰动还会存在。

总的来看,在央行把牢流动性总闸门、外汇流入减少的情况下,金融机构超储率仍难以有显著回升,流动性水平仍将有限,再加上财政收支、监管考核等季节性、临时性因素继续产生扰动,流动性短时波动可能还会有不少。

但基于“基本稳定、中性适度”的流动性调控取向,预计央行仍将张弛有度地开展操作,结合对流动性供求因素的预判,灵活开展“削峰填谷”的操作,流动性不会太松但也不会太紧,货币当局有意营造流动性不松不紧的微妙平衡。紧平衡仍将是2018年银行体系流动性运行的主基调。

## 记者观察

### 政策利率难言见顶

□本报记者 张勤峰

2017年12月,公开市场操作利率再上调5BP。这次相对温和的政策利率调整,被认为更具象征意义,未对市场利率造成太大影响。但从另一方面来看,这也给后续操作留下余地。展望2018年,稳健中性的货币政策取向难见调整,海外政策收紧、再通胀预期增强可能促使国内政策联动调整,依然较高的回购市场一二级利差也给央行继续随行就市地调整公开市场操作利率提供空间,政策利率存在进一步上调的可能。

随着全球经济持续复苏,货币政策超宽松时代渐行渐远。2017年,美联储继续稳步收紧货币政策,全年加息3次,英国、加拿大、韩国等发达国家也纷纷实施了多年来的首次加息。2017年,人民银行并未采取传统的加息做法,银行存贷款基准利率依然保持不变,但逆回购、中期借贷便利等央行流动性工具操作利率水平先后经历了3次上调,这种非传统的政策利率调整,在一定程度上也被市场解读为“加息”。

央行采取这种新颖的“加息”方式,既合情合理,又留有余地,不失为一种较好的做法。

一方面,随着国内外经济金融形势和金融市场环境发生较大变化,货币条件需要做出相应调整。货币条件需适应基本面的变化,随着一年多来宏观经济景气改善,货币条件适度收紧是保持中性货币政策的应有之义。其次,货币条件需适应金融形势的变化。开放经济条件下,海内外政策调整的联动增强,对资产价格的影响加大,随着海外主要央行着手调整先前过于宽松的货币政策,跨境资金流动出现变化,给我国稳定汇率和资本流动造成挑战,适度收紧货币条件可避免汇率波动过大,防范金融风险。再者,货币条件需适应市场变化。2016年底以来,货币市场、债券市场利率均大幅上行,市场利率与政策利率之间的利差扩大,如果不及时调整政策利率,会造成定价扭曲,有碍政策传导。

但另一方面,我国经济下行压力依然存在,内在增长动力还需培育和巩固,通胀压力总体上也较为温和。采取传统的加息做法,释放的政策信号过于强烈,可能不利于兼顾稳增长与防风险的目标。相比之下,适度增强公开市场利率的弹性,既有利于完善货币政策价格调控,培育有效的基准利率,对社会融资成本的传导也相对缓慢、冲击相对平缓。

中央经济工作会议提出,2018年,稳健的货币政策要保持中性。这意味着货币政策很难放松,但会否进一步收紧,仍取决于经济运行和通胀形势。按照目前市场一致预期来看,2018年中国经济将稳中趋缓,经济增速出现加速上行或者失速下行的概率均较低,通胀受关注度上升,但风险还有限,为避免对实体经济造成的影响太大,预计央行仍将慎对加息。

但与此同时,预计2018年美联储将继续加息和缩减资产负债表,未来可能会有更多央行加入加息的阵营,对我国货币政策仍会形成一定制约。从稳定汇率的角度考虑,未来人民银行仍有动力跟随美联储上调公开市场利率。另外,在“双支柱”调控框架下,适度上调公开市场利率,也可呼应防风险和去杠杆,避免金融机构过度加杠杆和扩张广义信贷。

2017年12月,央行公开市场操作利率仅上行5BP,调整后,货币市场利率仍显著高于公开市场操作利率,这为后续央行灵活调整公开市场利率提供了空间。2018年,公开市场利率存在进一步上行的可能性。

也应看到,当前市场利率水平已经较高,货币条件已然收紧,即便未来央行继续上调公开市场操作利率,未必会导致市场利率大幅走高。在不少市场人士看来,当前市场利率大概率已经接近本轮高点。

