

货币市场利率走高，实体经济融资梦魇？

——2013年“钱荒”告诉了我们什么？没告诉我们什么？

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

5月22日，1年期Shibor报价首度超过银行间1年期贷款基础利率（LPR），并向央行1年期贷款基准利率逼近。一时间，对货币市场利率上行会否传导至实体经济的讨论甚嚣尘上。

有观点认为，2013年“钱荒”期间事实上是中国近年来经济景气最好的一段时间。在货币市场利率高企、债市收益率大幅上行的2013年下半年（图1），中国固定资产投资、工业增加值等指标都保持在较高水平，直到2014年才开始出现下滑（图2）。类比这一经验，货币市场利率上行对实体经济的影响似乎并不直接，或至少是相当滞后的。

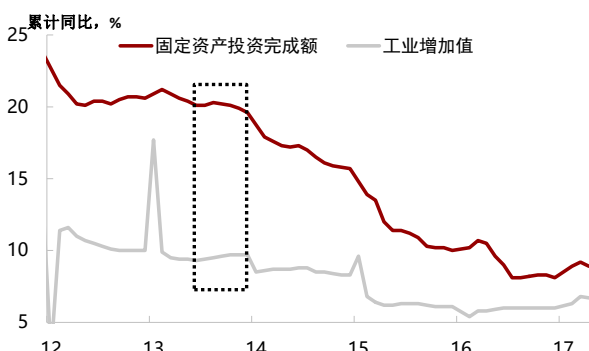
我们对比2013年的情况后发现，当前中国的金融和实体经济环境有别于2013年，从而货币市场利率上行对实体经济的影响或将强于当年，传导时滞也将明显缩短。

图 1：2013 年下半年“钱荒”引发债市调整



来源：Wind，莫尼塔研究

图 2：“钱荒”期间中国经济景气仍然较高



来源：Wind，莫尼塔研究

差别1：银行负债压力明显高于2013年

伴随利率市场化的推进和过去两年的货币宽松，目前中国商业银行的负债结构已较2013年发生了明显变化。2013年，企业和居民存款在商业银行总负债中的占比在66%左右，随着2014年以来外汇占款的趋势性减少，这一比重目前下降到61.8%。相应地，债券发行和对央行负债的占比均出现持续而明显的上升（图3）。这就意味着，尽管目前央行并未上调存贷款基准利率，但公开市场操作利率的渐进上调和债券收益率的大幅上升，对商业银行负债成本的推升作用要明显强于2013年。

除了负债结构上的差异外，目前商业银行还面临着存款增长乏力的现状。我们知道，外汇占款可以直接派生存款，而债券发行和央行货币投放在派生存款上效率相对较低。2014年我国新增外汇占款开始减少以后，商业银行存款增速便明显下降且持续低于贷款增速。也就是说，银行开始感受到资金来源的压力，从而促成同期银行理财发行量的飙升。2017年4月，受非银金融机构存款大幅减少的拖累，我国存款增速下滑至9.8%，明显低于依然处于高位的贷款增速。

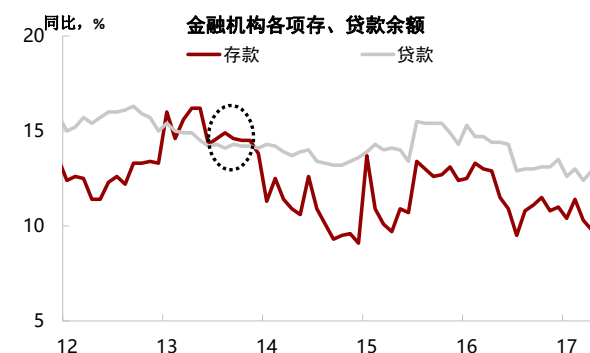
而在2013年，商业银行事实上并不存在明显的存款压力。2013年是我国外汇占款经过一年多的停滞，重又出现大幅增长的一年。受益于此，当年商业银行的存款增速持续高于贷款增速（图4）。也就是说，目前商业银行的揽存压力远高于2013年，在争夺存款的过程中更容易推升其负债成本，进而对实体经济的融资成本施加影响。

图 3：目前银行对发债和央行的依赖度提高



来源：Wind，莫尼塔研究

图 4：2013 年银行并不存在明显的存款压力



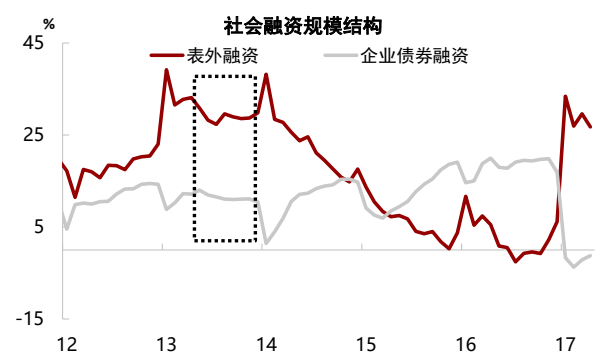
来源：Wind，莫尼塔研究

差别2：社会融资所受冲击或将强于2013年

从社会融资结构的角度来看，目前我国实体经济的融资方式也较2013年发生了明显变化。2013年“钱荒”的根本触发因素在于非标资产的扩张，当年表外融资在社会融资规模中的占比达到30%左右，而企业债券融资的发展尚且有限，其在社融中仅占约11%（图5）。从而，货币市场利率上行所导致的债券融资成本上升，对企业总体融资成本的冲击相对较小。然而，随着2014年以来非标融资得到规范，到2016年表外融资在社融中的占比一度降为负值，企业债券融资的比重则达到近20%。在此背景下，2016年底以来的货币政策收紧和债市调整，导致企业债券融资遭受重挫，但同期表外融资“异军突起”，使得总体信用扩张节奏并未明显放缓。

在金融监管加强与货币市场利率上行的情况下，后续社会融资所受冲击或将凸显。一方面，4月金融监管风暴袭来后，可以预见年初以来表外融资的高速扩张难以持续；另一方面，经过近年来债券市场的迅猛发展，货币市场利率上行对债市的传导已明显增强，叠加金融监管进一步促进了信用利差走阔，本轮债市调整对企业债券融资的冲击或许要强于2013年（图6）。

图 5：2013 年表外融资扩张支持实体经济



来源：Wind，莫尼塔研究

图 6：2017 年初以来信用利差上行更为猛烈



来源：Wind，莫尼塔研究

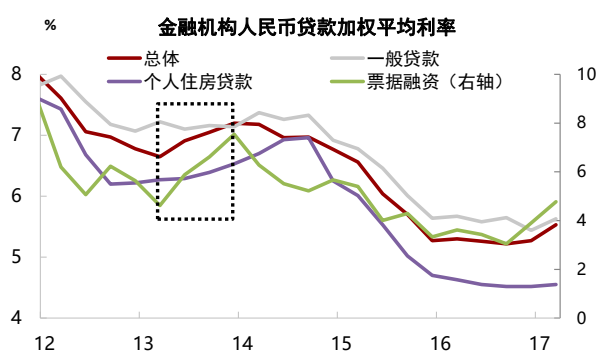
差别3：固定资产投资资金来源已然承压

与2013年银行负债端所受冲击较小相联系，当年货币市场利率上行仅迅疾推升了票据融资利率，一般贷款利率直到2014年才出现上行（图7）。也是在一般贷款利率出现上行之后，固定资产投资资金来源才开始明显下滑（图8）。与当年情况不同，在货币市场利率上行仅一个季度之后，2017年1季度一般贷款利率即出现了小幅回升。这反映目前货币市场利率对贷款利率的传导已较当年通畅，传导时滞也明显缩短。

不仅如此，2013年固定资产投资和房地产投资的资金来源均保持着相当高的增速。但2017年初以来，我国固定资产投资资金来源已连续4个月“负增长”，房地产开发投资此前尚可获得非标和海外融资的支持，但近期政府对这两种融资渠道也都做出了限制。因此，在投资资金来源问题已然凸显的情况下，叠加一般贷款利率上行的“雪上加霜”，2013年实体经济维持高景气度的故事或许很难重新讲述。

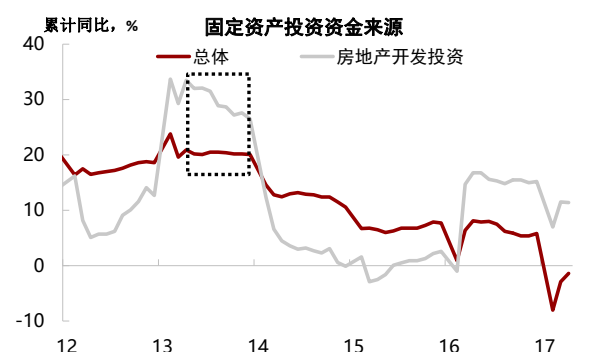
特别是，“钱荒”上演的2013下半年，我国工业刚刚进入主动补库存阶段，而目前本轮库存周期已经逐渐步入尾声；2013年我国土地供应尚未收缩，房地产库存水平尚且不高，使得当年的房地产投资具备缓慢回落的条件；2013年后我国土地供应规划明显收紧，房地产库存水平开始累积，使得当下房地产投资平稳回落的难度再增加。经济周期背景的差别意味着，当前缺乏坚实支撑的实体经济或许更难承受融资成本上行的冲击，货币政策收紧对实体经济的传导不容小觑。

图 7：直到 2014 年一般贷款利率才出现上行



来源：Wind，莫尼塔研究

图 8：2017 年初以来投资资金来源已受冲击



来源：Wind，莫尼塔研究

近期报告

- 2017年05月21日 国内宏观周报：何妨降准？
- 2017年05月18日 金融监管风暴来袭：银行如何参与应对——金融监管专题调研纪要
- 2017年05月16日 那些已获证实的和仍需警惕的——4月经济增长数据点评
- 2017年05月15日 央行传递的新信号——2017年1季度《中国货币政策执行报告》点评
- 2017年05月12日 监管风暴下的信用紧缩——4月金融数据点评
- 2017年05月10日 CPI同比暂时步入“1时代”——4月物价数据简评
- 2017年05月09日 外贸减速压力犹存——4月外贸数据简评
- 2017年05月07日 国内宏观周报：收益率曲线继续“熊平”
- 2017年05月04日 “2017年货币政策的逻辑”系列专题二：“金融去杠杆”向何处去？
- 2017年05月03日 经济“阴跌”，是喜是忧？——4月中国经济数据前瞻
- 2017年05月01日 国内宏观周报：上游行业景气逐渐退潮
- 2017年04月27日 中游景气逆势改善——3月工业企业利润数据简评
- 2017年04月26日 中国经济周期之辩：制造业复苏的故事有多真？
- 2017年04月23日 国内宏观周报：金融监管风声鹤唳
- 2017年04月18日 6.9%背后的“强”与“弱”——1季度经济增长数据点评

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

上海 (总部)

地址：上海市浦东新区花园石桥路66号
东亚银行大厦7楼702室。
邮编:200120
电话：+86 21 3383 0502
传真：+86 21 5093 3700

<http://www.cebm.com.cn>
Email:cebm@service.cebm.com.cn

北京

地址：北京市东城区东长安街1号东方广
场E1座18层1803室
邮编：100738
电话：+86 10 8518 8170
传真：+86 10 8518 8173

纽约

地址：纽约市曼哈顿区第五大道535号
12楼
邮编：10017
电话：+1 212 809 8800
传真：+1 212 809 8801