金融市场“不差钱”

5 月份 M2 增速创新低，实为商业银行“股权及其他投资”的大幅下降。从近期 SLF、MLF 以及逆回购投放量来看，市场流动性仍较充裕，恐慌情绪料将缓解。

文 | 张玮 马辰

自去年底以来，央行就未曾对传统的存款准备金率和再贴现率有过调整，而是频繁地操作 SLF（Standing Lending Facility，即常备借贷便利）和 MLF（Medium-term Lending Facility，即中期借贷便利），加之逆回购，进行短期流动性调节，形成了以“高频”和“精准”为特性的货币工具新组合。

而在频繁使用货币政策工具之时，金融监管也日趋严格，无论是年初的 MPA 考核，还是银行间质押式回购门槛的提升，都在过去半年给市场造成一定的流动性恐慌之感。

利率中枢高位徘徊

从国际国内货币金融环境看，我国利率都存在上涨压力。

国内方面，为了抑制流动性过剩而导致的金融泡沫，央行多次对利率进行调整。

短期利率方面，逆回购利率在今年 2 月 3 日和 3 月 16 日做过两次上调。截至 5 月底，7 天、14 天和 28 天逆回购利率分别为 2.45%、2.60% 和 2.75%，较年初提升约 20BP。常备借贷便利 SLF 也在上述两个时间点做了相应调整，隔夜 SLF 较年初上涨了 55BP，7 天和 1 个月期的 SLF 利率也上涨了 20BP。

短期政策工具的上调直接到导致金融市场资金价格走高，截至 5 月底，隔夜、7 天和 1 个月的 SHIBOR 利率分别报收 2.64%、2.86% 和 4.08%，较年初有较大提升。特别是 1 个月期的 SHIBOR 利率，在 3 月末一度达到 4.46% 的高点。

中长期利率方面，央行分别在今年 1 月 24 日和 3 月 16 日对 MLF 利率做过两次调整。截至 5 月底，6 个月和 1 年期的 MLF 利率分别报 3.05% 和 3.20%，较年初抬升了 20BP。

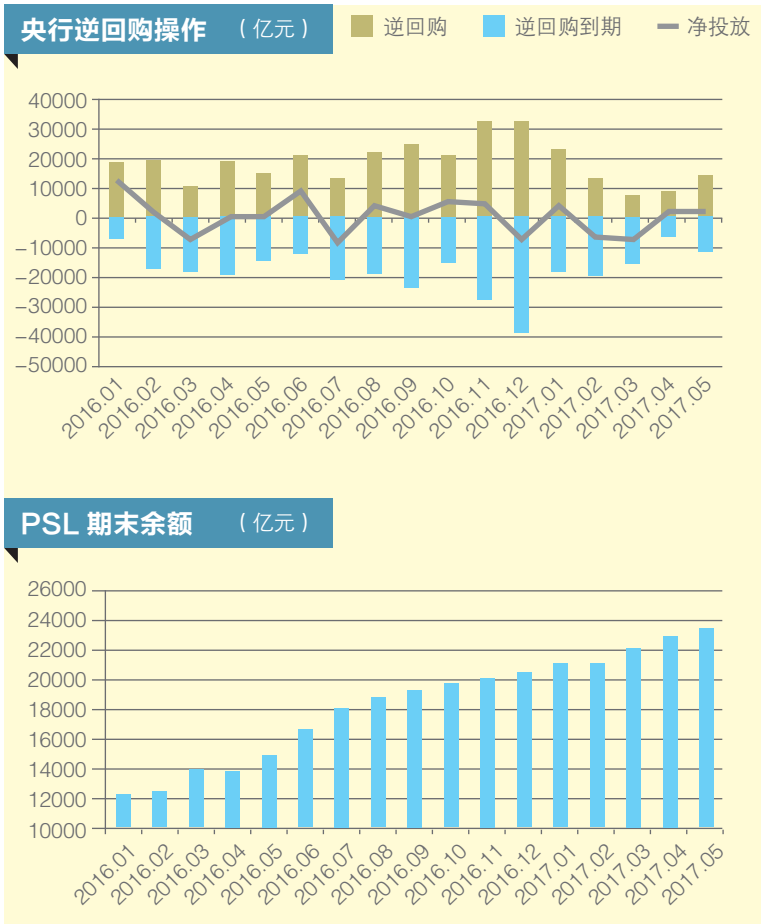
国际方面，美联储进入加息周期，世界范围货币政策面临拐点。

去年 12 月，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调 25 个基点，这是美联储十年半以来的第二次加息。今年 3 月 16 日凌晨，美联储再次加息 25BP，至 0.75%~1.0%。美联储加息主要有两点依据：非农数据向好和通胀上升。它直接带动了世界范围内的货币政策拐点，迫使其他央行，特别是新兴市场的央行采取紧缩政策，以抑制资金外流，我国自然也不例外。尽管中美长期国债价差较大，但经验表明一旦美国利率环境提升，我国就会出现资金外逃。所以，美联储加息后，我国利率市场也被迫走高。

监管升级使流动性承压

趋严的金融监管也在不同程度上以不同的方式影响着市场的流动性。

一季度对银行新的 MPA 考核制度一度引发市场巨大波澜。MPA（Macro Prudential



数据来源：WIND 数据库

Assessment）全称为“宏观审慎评估体系”，是央行衡量商业银行健康状况的重要评估系统。资本充足率是评估体系的核心，“广义信贷同比增速”是其重要指标。新的考核标准要求将“理财纳入广义信贷”，如果广义信贷同比增速超过M2 目标增速 20 个百分点，也就是 35%，商业银行便会受到惩罚。表外理财大多涉及综合理财，而综合理财是商业银行投资非标的主要渠道，非标资产相对于标准化债权资产风险较大，将表外理财纳入广义信贷直接限制了银行对非标资产的盲目投资；同时，理财是银行委外业务的重要资金来源，对表外理财的限制间接影响到大银行通过综合理财为小银行提供委外通道的主观意愿，进而间接限定了商业银行委外规模。

除了 MPA 考核，多项抑制金融泡沫的监管措施也相继出台。

一是险资撤市。去年 12 月 3 日，证监会主席刘士余在一次会议发言中脱稿痛斥“野蛮人”为“兴风作浪的妖精”，“谋财害命的害人精”。自此掀起了险资撤市的浪潮。保险资金本属于长线资金，包括举牌在内的投资行为，对股市的长期稳定原本起着重要的支撑作用。监管层之所以会“翻脸”，主要是因为险资投资行为的变味：一是不规范的杠杆收购，会冲跨实业；二投机行为集聚巨大的金融风险。险资的撤离着实对股票市场的投机行为起到了抑制作用，“痛斥野蛮人”之后的第一个交易日，沪指报 3204.71 点，跌幅 1.21%；深成指报 10784.33 点，跌幅 1.18%，股市陷入回调。

二是银行间质押式回购门槛抬升。4 月 7 日，中登公司发布《质押式回购资格准入标准》，按照新老划断原则提高信用债券的回购入库标准。2017 年 4 月 7 日以前已上市或是未上市但已公布募集说明书的信用债券入库开展回购，需满足债项和主体评级均为 AA 级以上要求；2017 年 4 月 7 日后公布募集说明书的信用债券入库开展回购，需满足债项评级为 AAA 级、主体评级为 AA 级以上要求。按此标准，将有很大一部分低评级债券无法入库质押。

三是去通道。今年 5 月，证监会在通报对新沃基金专户业务风控缺失导致重大风险事件的处理情况时强调，证券基金经营机构从事资管业务应坚持资管业务本源，不得从事让渡管理责任的

所谓“通道业务”。保监会也于5月初发布《关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》，要求从严监管保险资金投资各类金融产品，严禁投资基础资产不清、资金去向不清、风险状况不清等多层嵌套产品，同样坚持了去杠杆、去嵌套、去通道的政策导向。据测算，证券基金资管机构2016年“通道业务”规模约为21.5万亿元。其中，标准化业务约为5.7万亿元，非标通道业务约为15.8万亿元。

以上种种监管措施都直接或间接限定了金融市场流动性。

恐慌情绪料将放缓

看流动性松紧如何，除却利率外，M2增速也是直观反映。

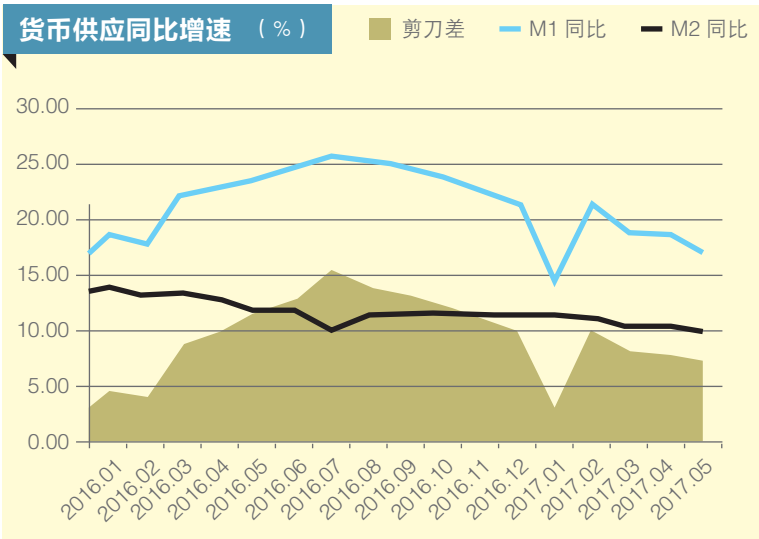
今年5月，广义货币（M2）余额160.14万亿元，同比增长9.6%，增速较上月末和上年同期分别低0.9和2.2个百分点；M1同比增长17%，增速较上月末和上年同期分别低1.5和6.7个百分点。

是什么拉低了M2增速？

新增M2= 新增贷款 + 新增外汇占款 + 新增证券净投资 − 新增财政存款 + 其他项。通过观察商业银行资产负债表可以看出，5月M2环比增加5028亿元，贷款增加11119亿元，外汇占款下降293亿元，证券净投资环比下降4337亿元，其他项增加3528亿元。可以看出，对M2增速“拖后腿”最多的是“新增证券净投资”，此数据在4月份是6020亿元，5月份则是−4337亿元。

新增证券净投资由“债券投资”和“股权及其他投资”两部分组成，5月债券投资增加4191亿元，而股权及其他投资下降7615亿元。由此可见，M2增速下降主要是商业银行“股权及其他投资”的负增长。

对这一点，央行给出了很好的解释：“随着稳健中性货币政策的落实以及监管逐步加强，金融体系主动调整业务降低内部杠杆，表现在与同业、资管、表外以及影子银行活动高度关联的商业银行股权及其他投资等科目扩张放缓，由此派生的存款及M2增速也相应下降。”但这并不意味着流动性会进一步趋紧。



数据来源：WIND数据库

目前较为常用的货币政策工具有逆回购、MLF、PSL等。5月份，央行共开展逆回购1.44万亿，逆回购到期1.21万亿，净投放2300亿元，比4月份提升了200亿元，位于年初以来较高水平。MLF方面，5月净投放4590亿元，净回笼4095亿元，期末余额4.16万亿元。此外，截止到5月末，抵押补充贷款PSL期末余额为2.35万亿元，自2016年以来连续攀升。由此可见，在新型货币政策框架下，央行货币投放有所加强，市场流动性预期逐渐乐观。

（作者系业内资深人士）