

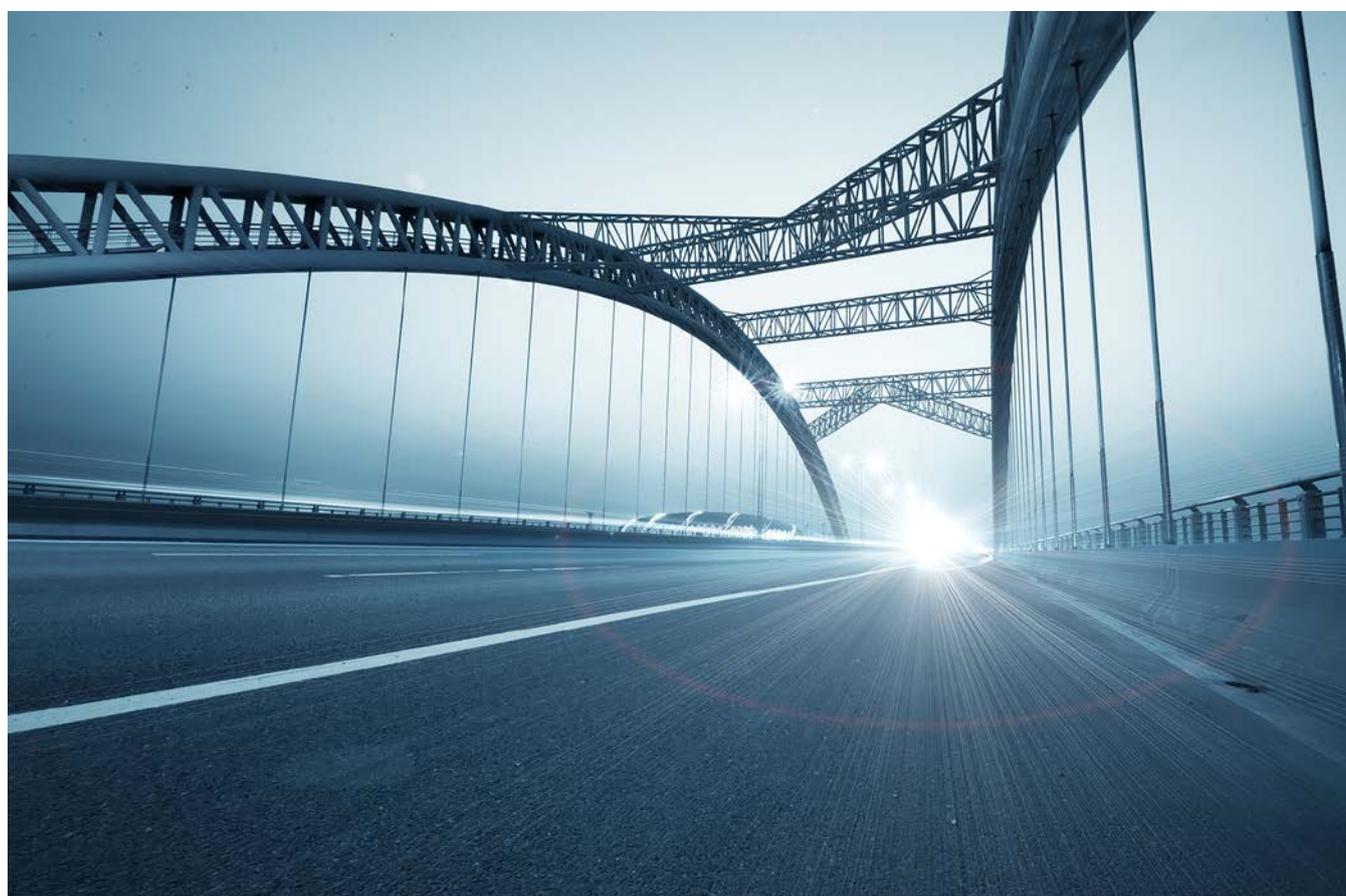
金融去杠杆背景下的流动性风险

“在大的金融恐慌中，流动性不足与资不抵债现象往往同时存在。”

——伯南克

葛成东 张煜乾

2017年12月19日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

2号PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

金融去杠杆背景下的流动性风险

“在大的金融恐慌中，流动性不足与资不抵债现象往往同时存在”

——伯南克

2007年6月，华尔街第五大投行贝尔斯登宣布旗下两支严重涉及次级贷市场的基金出现重大亏损，自1929年大萧条以来最严重的金融危机开始快速蔓延，从美国迅速扩散至德国、英国等欧洲国家。受次贷危机影响，贝尔斯登、J.P.摩根、美林证券、花旗以及瑞银等相继宣布大规模减计旗下资产，金融多米诺骨牌自此不断倒下。2008年2月，美国国际集团（AIG）宣布其在与次贷相关的金融衍生品业务损失规模高达48.8亿元，与此同时瑞银集团2007年四季度业绩显示净亏损113亿元。随着次贷危机的愈演愈烈，华尔街诸多金融机构陷入流动性危机，雷曼兄弟破产，美林证券被美国银行收购，AIG接受政府支持资金累计超过1800亿美元。流动性危机期间，美国商业票据市场和回购协议市场业务几近停滞。美国政府除了大规模对问题金融机构注资外，为防止金融危机进一步恶化为经济危机，启动了四轮量化宽松政策，通过购买大量资产支持证券为市场注入流动性。流动性风险传导成为此次金融危机扩大蔓延的推动力量。

一、流动性定义与银行流动性监管指标体系

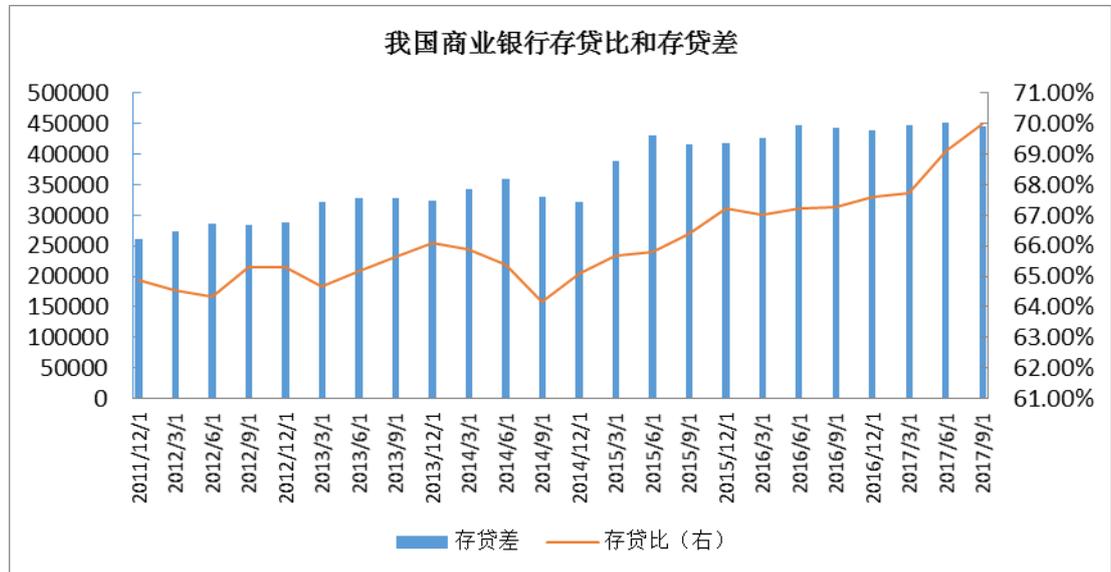
流动性是指一种资产能够以合理价格转化为现金的能力，金融市场通常从三个角度对流动性进行衡量，即宽度、深度和弹性。宽度主要是指交易价格和有效价格的偏离，一般以买卖价差衡量，买卖价差越小，市场宽度越好。深度是指现行价格下市场能够容量的交易量，一般用换手率等指标来衡量，在一定价格水平下或一定价格波动范围内，能够被交易的资产规模越大，市场深度越好；弹性指市场波动导致价格偏离均衡后的恢复速度，在一个以弹性衡量的高流动的市场，价格将立刻返回到均衡水平。金融危机形成过程中，受美国房地产市场由盛转衰影响，金融机构信贷政策格外谨慎，资产支持证券和商业票据

市场陷入停滞，整个市场流动性宽度、深度和弹性不断恶化，流动性危机愈演愈烈。

2007 年的金融危机，在其早期流动性危机阶段，多家商业银行尽管资本水平充足，但由于流动性管理方式较为粗放，在危机爆发过程中，市场形势快速逆转，市场流动性瞬间消失，银行业流动性管理压力明显上升。经过金融危机以及欧债危机之后，巴塞尔委员会对流动性风险监管做出调整，确立了短期监管指标（流动性覆盖率，LCR）和长期监管指标（净稳定融资比例，NSFR），分别于 2015 年和 2018 年正式实施。

虽然国务院于 2015 年正式将存贷比从《商业银行法》中删除，弱化了其法定监管指标属性，但商业银行仍将存贷比作为衡量流动性风险的指标之一。近年来，为促进实体经济发展，央行采取稳健偏宽松的货币政策引导利率下行，增加金融市场流动性的同时，也导致存款收益率处于相对较低的水平，随着各类金融机构创新活跃度的提升以及资本市场的走强，商业银行开始面临存款分流以及存款活期化等问题。另一方面，固定资产投资驱动经济增长的环境下，商业银行重点将信贷资源投向房地产、基础设施建设领域，贷款期限结构偏向中长期。综合以上两方面因素，商业银行存贷款规模增速差以及期限错配程度不断扩大，相对较大的存贷余额缺口和期限缺口容易形成一定的流动性压力，带来流动性风险。此外，随着金融市场的发展以及资产负债结构的多元化，存贷比已经无法准确的反应商业银行面临的流动性风险。

图 1：上市股份制商业银行金融市场业务开展情况



2017年12月6日，银监会发布了《商业银行流动性风险管理办法（修订征求意见稿）》（以下简称“修订征求意见稿”）。本次修订是监管机构继2015年对《商业银行流动性风险管理办法（试行）》进行修订后的重要补充和完善，在流动性比例和流动性覆盖率指标的基础上新引入净稳定资金比例、优质流动性资产充足率和流动性匹配率三个量化指标，强化对国有大型商业银行、股份制商业银行以及大型城市商业银行流动性风险管理要求的同时，将监管范围扩大至全部商业银行，同时对期限错配程度提出明确要求，并加强对同业存单的监管，将同业存单发行纳入同业融入进行统一管理，引导商业银行调整优化资产负债结构，在金融去杠杆的背景下有助于降低银行体系面临的流动性风险。

流动性覆盖率的目标是提高银行抵御短期流动性风险的韧性，通过流动性覆盖率确保银行拥有充足的无变现障碍的优质流动性资产，即在严重流动性压力情景下，将充足的、无变现障碍的优质流动性资产变现，可以满足其未来30天的流动性需求，从而降低危机从金融部门向实体经济扩散的风险。从LCR的分子合格优质流动性资产来看，其主要由一级资产和二级资产构成。其中一级资产折算系数为100%，具体可以是现金、超额准备金、存款流失可以释放

的法定准备金、国债、政金债以及央票；二级资产包括 AA-级以上债券、风险权重为 20%的证券以及 BBB-至 A+的非金融机构债券，折算率分别为 85%和 50%。

对于 NSFR 指标，旨在促进银行业机构为其资产和业务活动提供更多的中长期资金，是对于 LCR 的补充。从定义来看，NSFR 反映银行在未来 1 年内在设定压力情景下，用稳定资金支持表内外业务发展的能力，基于银行一年以内的资产和业务活动的流动性特征建立一个可接受的最稳定资金量。设计该指标的目标是限制银行在流动性充裕时过分依赖短期批发资金，有助于防止银行仅仅使用略大于 30 天的短期资金来维持流动性资产存量。

优质流动性资产充足率是银监会在流动性覆盖率的基础上制定的监管指标，旨在确保资产规模 2000 亿元以下的商业银行保持充足的、无变现障碍的优质流动性资产，在压力情况下，通过变现这些资产来满足未来 30 天内的流动性需求。相比巴塞尔协议对流动性覆盖率的定义，两项监管指标相似度较高，但银监会将“合格优质流动性资产”调整为“优质流动性资产”，更符合我国金融市场产品的现状。本次修订丰富了我国中小商业银行流动性风险管理工具，督促中小银行解决金融市场业务快速发展后带来的业务模式与流动性管理不相匹配的问题，便于监管机构对银行业实现整体风险管控。

流动性匹配率指标用于衡量商业银行主要资产与负债的期限配置结构，旨在引导商业银行合理配置长期稳定负债、高流动性或短期资产。银监会根据巴塞尔协议关于流动性覆盖率和净稳定资金比例中的权重概念，根据资金来源和资金运用的不同期限设置了差异化的折算率，避免商业银行过度依赖短期资金支持长期业务发展。

从此次修订意见稿来看，监管机构加强对银行的流动性风险监管，从以往的“2+N”流动性监管体系，升级为 5 大指标，扩大了纳入流动性风险管理的银行范围，并加强对近年来增长迅速的同业业务的流动性管理，对以往同业存单等业务规避监管的行为进行了抑制，鼓励银行回归传统业务，与近一年来陆续

发布“三三四”、MPA 考核以及资管新规呼应，要求银行业去杠杆、回归传统，降低整体风险。

二、我国银行体系现状

1. 我国商业银行业务发展趋势

近年来，在宏观经济下行、利率市场化以及信贷总量管控的背景下，我国商业银行寻求经营模式转型升级，积极开展以同业、理财、委托投资为核心的金融市场业务，加强与证券、基金、保险等非银行金融机构的合作，实现资产负债多元化发展。一方面，经济下行期企业有效信贷需求减弱，同时信用风险暴露加速导致银行信贷政策趋紧，叠加国家信贷投放管制，传统信贷业务整体发展速度逐步放缓；另一方面，伴随存贷款利率管制的放开以及我国经济步入降息周期，存贷款业务净息差呈现收窄态势。因此，出于改善盈利水平的目的，商业银行大力发展非信贷业务，通过非银行金融机构等渠道规避监管限制以满足市场主体多样化的融资需求或者进入资本市场以获取稳定的投资收益。此外，同业存单工具的推出丰富了商业银行主动负债方式，凭借灵活的期限结构和良好的流动性等优势，成为商业银行金融市场业务快速发展的重要基础。

以上市股份制商业银行和城市商业银行公开数据来看，近年来投资类资产与市场融入资金基本呈现同步的快速增长趋势，成为商业银行重要的资产负债结构之一（见图 2 和图 3）。但需要注意的是，金融市场业务在满足市场主体差异化的融资需求、推动商业银行资产负债规模增长、扩大营业收入来源的同时，也由于业务复杂程度较高、涉及通道机构过多的特点，加长了资金的传导链条，变相提高了商业银行的财务杠杆水平。此外，部分资金流入资本市场，引发资金空转问题，加剧了金融系统的风险积聚，这对商业银行的流动性风险管理带来更大挑战。

图 2：上市股份制商业银行金融市场业务开展情况

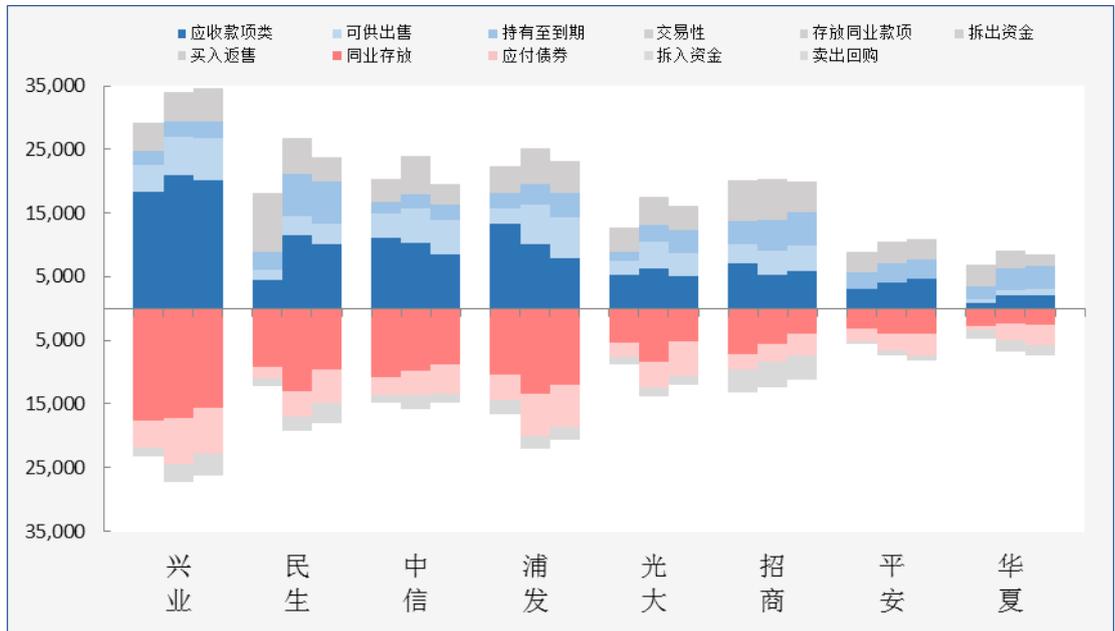
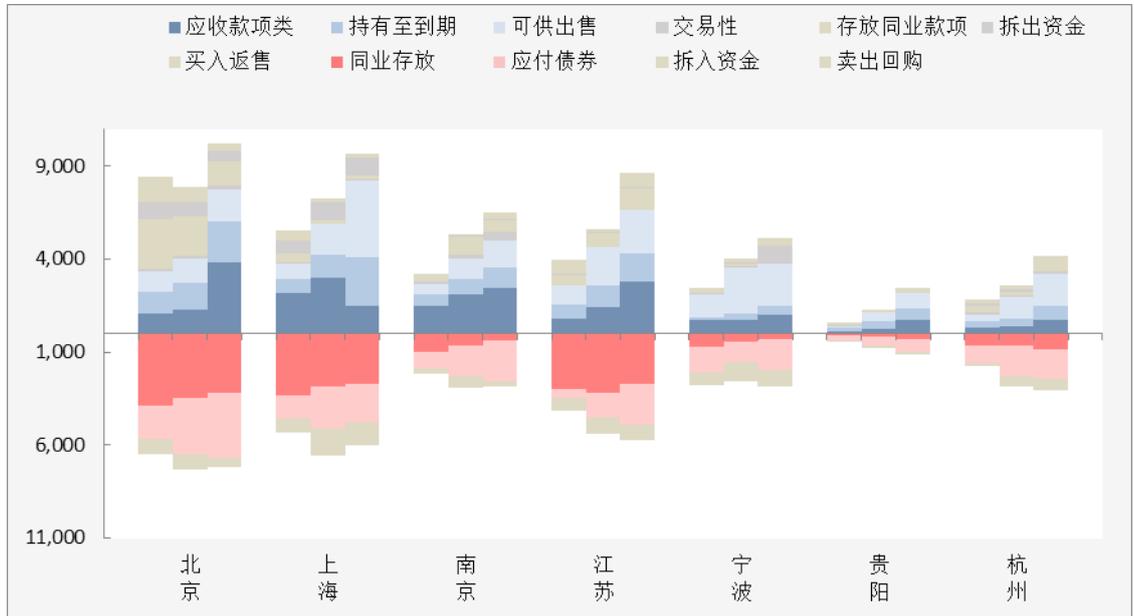


图 3：上市城市商业银行金融市场业务开展情况



注：市场融入资金=同业存放+拆入资金+卖出回购+应付债券；
投资资产=交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+应收款项类投资+存放同业款项+拆出资金+买入返售。

数据来源：上市银行公开资料，联合资信整理。

由于我国外汇占款的趋势性下降，同时经济增长步入“新常态”，我国商业银行发展模式发生转变，资产规模快速增长的同时，杠杆水平持续加大，银行更多的采取期限错配和加大杠杆实现套利，弥补实体经济信贷投放收益下行带来的负面影响（见图 4）。

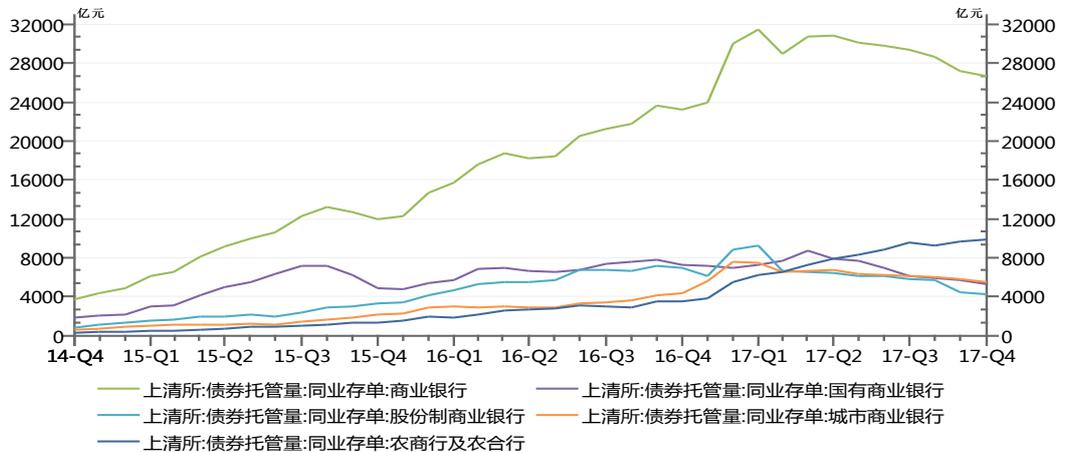
图 4：银行业杠杆情况



数据来源：wind 资讯

与此同时，随着资金链条的加长，商业银行对对短期资金的依赖性逐步提升，同业市场成为各机构短期资金的主要来源。伴随着同业存单的发行，同业存单融入在负债中的占比快速提升，股份制商业银行、城商行和农商行在同业存单的发行速度上明显较快（见图 5）。注意到同业存单的发行一方面规避了银监对同业负债占比的上限要求，不受额度限制且不需要缴纳准备金；同时作为标准化类负债产品，其期限固定，易于通过新发替代存量。同业存单带来的银行盈利模式形成了所谓的资金空转，业务发展对实体经济贡献度有限。在同业存单大量发行的背景下，短期类资金需求量的加大以及杠杆的提高对银行体系流动性风险管理提出了更高的要求。

图 5：各类商业银行同业存单发行规模



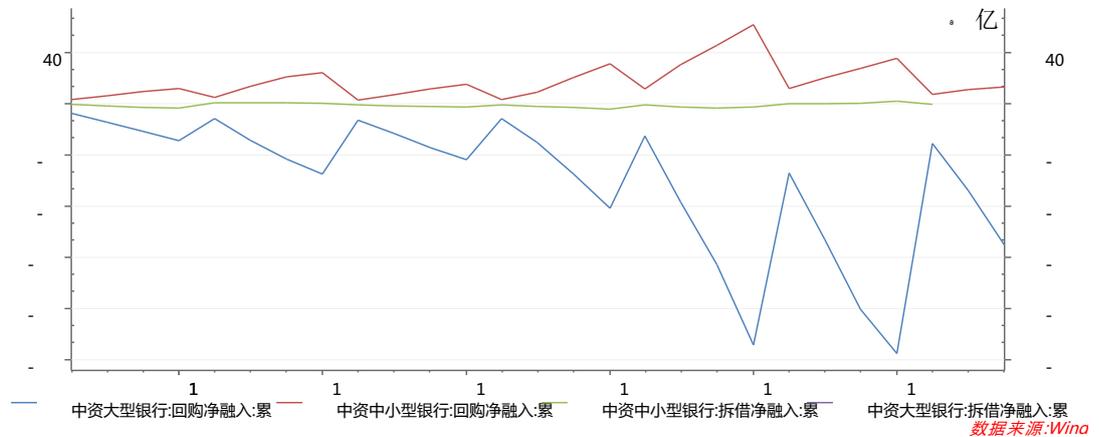
数据来源:Wind资讯

为遏制经济过度金融化，监管机构从降低金融体系内部信用创造入手，在“去杠杆”大趋势之下，我国金融监管步入强监管阶段，自 2016 年起理财新规、三违反、三套利、四不当、资管新规等政策接连落地，金融去杠杆力度逐步加大。同时，全球央行货币政策逐步从量化宽松向收紧转变，促使我国货币政策向稳中偏紧转化。

2.金融去杠杆背景下的流动性收紧

2014 年以来，在外汇占款下降，同时宏观经济增速放缓的影响下，央行一方面降准降息，另一方面重启逆回购操作，增加流动性投放；同时更多借助常备借贷便利（SLF）、中期借贷便利（MLF）等工具补充日常流动性。在较为宽松的货币政策之下，国有商业银行流动性环境宽松，作为银行间市场的流动性供给者，大行流动性源源不断的向股份制以及中小型商业银行。仅从回购融入融出规模即可看出大行短期同业资金融出自 2014 年以来进入快速扩张阶段（见图 6）。

图 6：各类上市银行同业业务规模



同时大型银行理财产品发行规模持续增长，并将融入资金投入银行间市场，购买中小银行同业理财，通过此链条进一步补充银行体系内的流动性。中小银行依托影子银行体系将流动性转化为委托贷款以及信托、资管计划等非标类投资，从而提高其资产盈利水平。从流动性供给和银行套利角度来看，国有商业银行以及股份制银行从央行低息获得流动性，购买城商行等中小银行同业存单；中小银行则通过同业存单发行所获资金购买较低信用等级银行的同业存单，或以卖短买长的期限错配方式套利；中小银行通过同业融入购买收益较高的同业理财，或通过委外业务投向债券，再通过卖出回购等方式推高杠杆获取收益。在此过程中，商业银行在将央行流动性逐级增加杠杆，通过层层嵌套等方式获取利润。并且对于同业理财，表内作为存款，而表外不受表内监管控制，对接资产端产品期限相对较长，以期限错配方式换取利润，牺牲了自身流动性，也加大了流动性风险快速扩散的可能。至此，我国商业银行体系依托央行流动性释放、金融系统内流动性创造以及理财、影子银行多渠道完成了大规模的信用扩张。

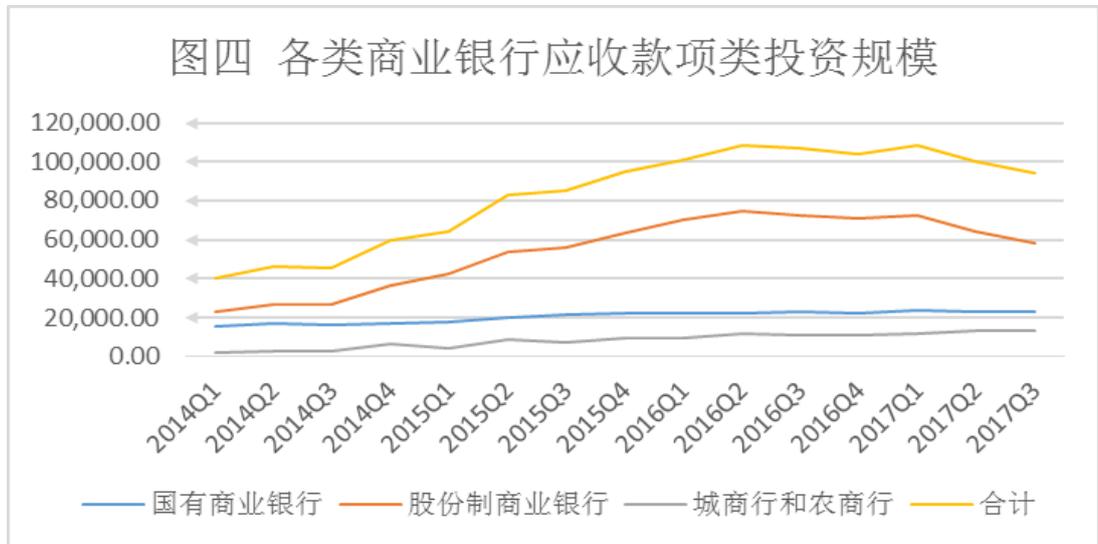
2016 年以来，央行对理财产品以及通道类、非标投资类业务监管持续加强，金融去杠杆进程加快推进。2016 年 7 月理财新规以及 2017 年一季度 MPA 考核将表外理财纳入广义信贷考核的监管政策，剑指银行理财业务，从禁止滚动发行以及资产池类理财产品、对理财产品对接资产端产品进行严格限制以及

理财业务杠杆等多个维度进行控制，防控理财业务期限错配、肆意放大杠杆、对接高风险资产等风险行为。2017年3-4月，银监会陆续出台45号文、46号文以及53号文，在规范银行业业务发展模式的基础上，重点整治同业、投资、理财业务等跨市场、跨行业交叉金融业务中的层层嵌套、不当创新、链条长、监管难的问题。其中46号文强调了引导资金脱虚向实的监管目标，禁止资金通过同业、票据、理财、投资以及委外等方式在金融体系内进行流转逃离，加强通道业务监管。随后的53号文明确了对不当创新、不当交易的监管，重点关注同业、理财和信托业务创新，对此类业务进行穿透式监管。2017年8月，央行提出拟于2018年一季度对资产规模5000亿以上的银行发行同业存单纳入同业负债占比指标进行考核，进一步明确了监管层对降低同业负债依存度，防止同业资金空转套利的决心。

强监管政策落地后，我国商业银行同业存单发行总量自2017年开始回落，以国有商业银行和股份制商业银行下降较为明显，城商行发行量维持稳定，而农村金融机构理财产品发行量仍持续增长。这主要是由于在流动性收紧过程中，我国商业银行体系形成相应的流动性分层。包括国有商业银行和股份制商业银行在内的大型商业银行出于流动性供给的顶层，其资产规模大，并且在吸收负债的渠道上具有较大的优势，在流动性收紧过程中，其受到的冲击相对较弱。而城商行和农商行作为流动性的中下层，由于之前年度投资等业务发展以来融入规模较大，在整体流动性偏紧环境下，维持原有投资规模的负债端收紧明显，因此此类机构对同业存单产品的依赖度更高。

从资产端来看，去杠杆进程加快以来，银行对于债券类产品的投资规模持续增长，而应收款项类投资规模受监管政策收紧影响呈现明显下滑态势。从我国A股上市银行应收款项类投资规模可以看出，对通道和非标的监管加强对于股份制商业银行的影响较大（见图7）。

图 7：各类银行应收款项类投资情况

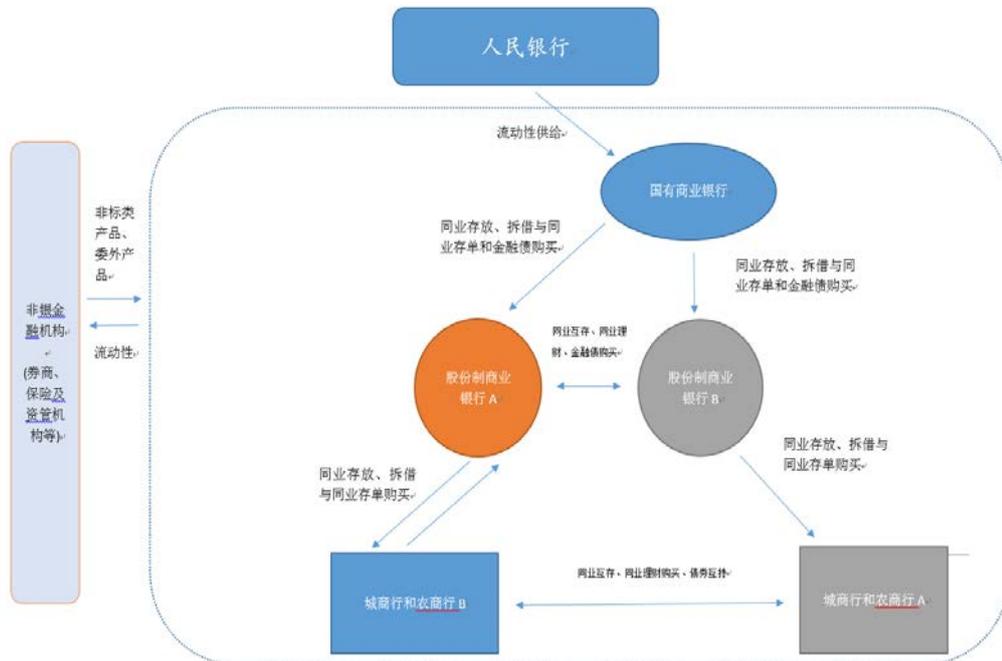


数据来源：wind 资讯，联合资信整理。

三、流动性风险传导机制

在监管政策收紧，理财和同业业务收缩，资产端杠杆下降的现阶段，流动性风险管理尤为重要。从流动性传递过程来看，在银行业务发展过程中各类银行通过同业、投资等手段将流动性层层传导（见图 8），在流动性紧缩情况下，整体流动性也通过此系统层层传递。2016 年以来，新金融环境下大型商业银行的同业融出规模持续下降，在此过程中对于中小商业银行的流动性释放同比下降；另一方面金融脱媒导致银行存款增长乏力，从股份制银行到中小银行均有机构呈现存款负增。同时中小商业银行受制于理财和同业存单发行受限，市场融入资金规模持续下降，同业负债的派生性减弱，流动性有收缩趋势。

图 8：流动性传递过程



从流动性风险传导机制来看，在金融去杠杆背景下，以极端情况作为假设，其传导路径主要有以下几种。一是在中小银行以质押等形式加投资杠杆情形下，若此时债券市场价格下跌，银行账面亏损快速上升，此时中小银行若无法承受持有债券价格持续下跌所带来的亏损，则会寻找同业卖债券类资产，以及时止住亏损。由于债市价格持续低迷，交易对手在选择资产时会更加审慎，同时自上而下的流动性收紧也使其自身流动性情况有所收缩，因此债券市场流动性会枯竭。而中小银行由于债券投资多以加杠杆的方式进行，在债券市场流动性下滑的情况下，杠杆进一步放大了自身流动性管理压力。而中小银行之间的同业存单交叉互持以及相互拆借的普遍现象则造成了流动性风险扩散，随着个别银行流动性风险出现，就会出现到期同业负债难以兑付，此时则会发生流动性风险外溢。当以债券为主的资产变现困难发生时，资产贱卖将会波及票据等资产，随着风险扩大化，资产贱卖影响市场价格，则会出现银行资产缩水，恐慌性抛售增多，到期兑付愈发困难，从而导致银行体系内流动性风险加剧。随着资产价格快速下降，风险迅速传导致非银金融机构，资产以极低价格处置规模快速上升，在不考虑央行输血的情况下，流动性风险上升为金融风险。

第二条风险传导路径则是以监管政策落地为诱因。现阶段银行类金融机构应收款项类投资占比较大，多以券商资管计划投资和信托投资为主，底层资产多为非标类产品。在强监管政策落地后，之前相应业务拓展较为激进的股份制银行和城商行出现较大非标转标等回表压力，此过程一方面消耗资本，另一方面消耗行内流动性。迫于资本和流动性监管的双重压力，部分银行意在将此类资产出售，或急于收回对企业的类信贷投放。而强监管之下，接受此类资产机构较少，提前收回投资可能会加大企业还款压力，信用风险发生催化流动性紧张。最终波及到持有资产的价格，通过资产价格将流动性风险扩散至整个银行体系。此外，银行体系由于存在一定规模的委外业务，在加强委外业务监管的驱动下，银行会陆续赎回原有委外业务，如果赎回规模较大，且集中发生，也会导致受托机构贱卖资产，将风险放大。

鉴于上述流动性风险的传导途径，不难发现当前形势下去杠杆和强监管是大势所趋，对降低银行体系流动性风险有着极其重要的作用。但在实施过程中需要把控速度，过快的去杠杆政策将会诱发流动性风险扩散，引发不必要的金融恐慌。同时在金融去杠杆过程中，央行作为流动性最终供给者也需要时刻关注银行体系内流动性紧张状况，通过相应的中短期流动性供给手段加以支持调控，防止不必要的资产贱卖，将流动性风险扩散。此外，在强监管政策落地过程中，需关注银行执行力度，防止部分银行在压力之下假穿透、虚假转标、继续将资金在系统内空转套利。

参考文献

- [1].Ben.S.Bernanke. 行动的勇气[M]. 蒋宗强, 译.北京: 中信出版集团股份股份有限公司,2016: :117-242.
- [2].陈健恒、唐薇、但堂华.流动性为王, 债券回归传统配置—评《商业银行流动性风险管理办法(修订征求意见稿)》[R].北京: 中金固定收益研究,2017.