

“中国式钱荒”助推金融体制改革

姚泽力 ☎: (86) 15101608106

✉: zeliyao@126.com

引言

“中国式钱荒”，背后体现的实际上是实体经济的困局。“钱荒”有偶然，更有必然。“钱荒”或许是暂时的，但由此暴露出来的问题将是未来中国金融体系改革与发展需要破解的大课题。中国经济发展“不差钱”，但缺的是金融服务实体经济的完善机制和体制保障；中国“股市不差钱”，缺的是信心和完善的投资者保护机制，这些都需要持续不断的深化改革。“银行”缺钱，开闸放水救市可以立竿见影的起到作用，但是如果治标不治本，新一轮金融危机迟早会到来，政府对金融体制改革进行改革刻不容缓。

一、钱荒引发市场恐慌

2013年6月，我国金融市场发生了一次幅度较大的震动。6月20日银行间隔夜拆借利率一度飙升至13.44%，创历史新高，各期限资金利率也随之全线上涨。受其影响，24日，上证综合指数跌破2000点，单日跌幅高达5.3%。在“优化金融资源配置、用好增量、盘活存量”总体思路的指导下，中央银行并没有像往常一样立即出台救市措施，从而加剧了市场的紧张情绪，出现了所谓的“钱荒”。截至7月12日，隔夜拆借和回购利率已分别回落至3.32%和3.29%。虽然此次“钱荒”并没有影响我国银行业平稳运行的总体格局，但是“钱荒”的确反映了当前银行体系在流动性管理方面存在的缺陷。实际上，从技术角度来看，每年中期，由于企业所得税的集中清缴、补缴法定准备金等因素，银行间市场均会出现资金紧张的情况。此次再加上美国推出量化宽松政策预期引起的外汇市场变化、假期的现金需求，以及监管政策集中出台等利空消息的叠加，如果商业银行未能对流动形势和自身流动性有较为详细的分析和预测，并做出

及时调整，那么，当短期内的流动性需求超过以往量级时，就会放大市场已有的恐慌效应，从而形成对流动性的全面追逐，最终导致此次“钱荒”的产生。

二、“钱荒”的深层次原因分析

从表面上看，“钱荒”是商业银行流动性管理问题和金融市场过度反应所致，但其深层次原因则是我国金融体系存在的多重结构性矛盾。首先，直接融资与间接融资比例不平衡。企业债券和非金融企业境内股票融资与人民币贷款余额以及社会融资总额的比重尽管呈逐年上升趋势，但直到 2012 年仍仅为 30.5%和 15.9%，换个角度，企业对资金方面的需求依然高度依赖于商业银行的间接融资。其次，金融机构之间竞争不充分。截止到 2012 年末，全社会金融机构资金运用总计 1024067.49 亿元，其中，中资全国性大型银行资金运用总计 608105.18 亿元，占 67%，而在中资全国性大型银行中，工农中建四家又占了 77%，国有银行的垄断地位十分明显。最后，金融体系存在的问题还包括各类资本市场发育不健全，国有与民营企业、大中小企业等不同经济主体待遇不平等，地区之间发展不协调，国际合作不全面等，从而导致国有银行垄断利润广受诟病、股票等重要资本市场长期低迷、中小企业难以从正规市场上获得足够资金、非正规金融在灰色地带蔓延、农村和落后地区金融要素不断外流等不和谐现象的产生。这些问题和现象交织在一起，不但严重制约了我国实体经济的发展，而且有损金融体系的健康。第一，造成银行资产过度同业化。同业业务，特别是中小银行的同业业务近年来呈现显著上升趋势，这一方面导致部分资金的体内循环，另一方面扩大了对同业拆入资金的依赖，增强了金融机构对市场流动性变化的敏感性和脆弱性。第二，刺激表外业务迅速增长。在直间接融资比例失衡、投资渠道不畅的情况下，大量资金以理财产品等形式流向表外，借短贷长，导致借贷期限错配，金融不稳定因素不断累积。在这些情况下，一旦流动性收紧，就极易演变成流动性危机。

从体制机制因素的角度分析，过去几年，银行为绕开信贷额度和杠杆限制，通过代客理财、自有资金买入等方式，在资产端积累了大量信托收益权。一旦出现资金流动性紧张，会引起连锁反应。这次“钱荒”事件，暴露出金融管理部门在宏观调控和应急机制方面的管理水平还需要进一步提高，特别是政府监管漏洞以及商业银行体制改革不到位等问题。

三、“钱荒”助推金融体制改革

2008年开始的国际金融危机和至今方兴未艾的主权债务危机促使我们认识到，金融领域具有自我膨胀、自我循环以及自我服务的一面，它不发展生产力，而使生产力萎缩。也就是说，

金融是一把双刃剑，它既能很好地调节一时一地的资金余缺，发挥市场配置资源的基础性作用，推动经济结构的转型升级，也可以累积风险，诱发危机，制约实体经济发展。因此，发展中国家必须紧紧围绕发展社会生产力这一主题，合理限制金融交易的范围，防止过度投机和虚假繁荣。此次“钱荒”从本质上说，正是我国金融体系的多重矛盾累积到一定程度集中爆发的必然结果，是金融两面性的充分体现。我们必须正视当前金融体系存在的问题，按照金融支持实体经济和防范金融风险的本质要求，不断深化金融改革，一方面打破阻碍资金正常流动的体制机制障碍，另一方面将在金融体系内循环的不稳定逐利资本逐步引导到具有较好成长前景的实体经济中去，从而在实体部门的盈利能力和金融服务实体经济的能力之间形成良性互动。

从这次“钱荒”释放的信息来看，“优化金融资源配置，用好增量、盘活存量”将是未来一段时间金融政策的主要思路。按照“十八大”报告提出的“深化金融体制改革，健全促进宏观经济稳定、支持实体经济发展的现代金融体系”的总体目标，必须在充分理解金融与经济辩证关系的基础上，从以下三个方面入手，真正释放金融活力，促使其真正服务于实体经济。

第一，加快发展多层次资本市场，重点解决金融市场的结构问题。从“十七大”的“发展各类金融市场”、“多渠道提高直接融资比重”到“十八大”的“加快发展多层次资本市场”，我们经历了由单纯注重直接融资比重向关注直接融资市场内部结构的转变。可以说，经过五年多的发展，大的融资结构即直接融资比重有了一定程度的提高，但是资本市场的功能仍然没有充分发挥出来，主要在于未能理顺直接融资市场、特别是资本市场“小结构”的功能及其相互关系。在资本市场上，不同的行为主体具有不同的规模和行为特征，对风险的偏好程度也不一样，这在客观上要求资本市场提供多样化的金融服务，以满足不同层次的需求。另一方面，清晰的资本市场层次也有助于对投资者和融资者进行分类管理，提高市场效率和风险控制能力。为此，需要进一步发展债券市场，继续完善主板、中小板和创业板市场，积极探索发展股权交易市场，并在各层次市场之间建立起转板机制，实现有效对接，以满足微观经济主体不断成长的需要，从而更好地为实体经济发展服务。

第二，稳步推进利率和汇率市场化改革，着力解决金融要素的价格问题。资金是现代经济和金融体系的血液，它的配置效率直接决定了金融服务实体经济的水平和能力。而利率和汇率，衡量的是资金的价格，是市场经济和开放经济条件下反映资金稀缺程度的重要指示器，对资金的配置起着基础性的调节作用。它们的市场化改革，就是让金融机构在自由竞争中进行自主定价，扩大市场主体的选择权，从而将更多的金融资源配置到边际效率更高的产业和部门，推动实体经济发展。另外，利率和汇率的市场化将有效刺激金融创新，为货币市场、股票市场、债

券市场及衍生品市场释放巨大的发展潜力，以满足实体经济多元化、差异性的金融需求。此外，利率和外汇的市场化在增强行为主体对资金价格敏感度的同时，还有利于改善财政政策和货币政策的传导机制，提高政府宏观调控能力。

第三，逐步实现人民币资本项目可兑换，着力解决金融体系的战略问题。从我国经济利益的诉求出发，在国内金融改革逐步深化的同时，选择合适的时机推动人民币的国际化，是我国经济崛起和金融战略的核心内容。而人民币资本项目可兑换，又是人民币国际化的关键环节。随着我国经济金融对外开放程度的日益提高，汇率弹性空间的扩大和资本管制有效性的降低，推进人民币资本项目可兑换已经成为共识。因此，要渐次、有序提升个人资本项目交易、资本市场交易和金融衍生产品的可兑换程度，提高直接投资、直接投资清盘和信贷等的可兑换便利程度，充分利用国内外两个市场，两种资源，为企业参与国际产业和资本投资提供支持和帮助。

四 “钱荒”事件带来的反思与启示

“钱荒”说明去杠杆过程的复杂性。去杠杆率，就是要降低地方政府和企业过高的负债率，改善供给管理和加快结构调整，并保持合理的经济增长。仅仅依靠扩张性的财政政策不能实现转型升级，也是难以持续的。我们应该注意到：无论实体经济还是虚拟经济，都应致力于加快转型升级、发展具有高附加值的产品和服务，同时对资产与负债的期限、结构、风险进行有效配置，储备充足的覆盖和吸收风险的手段，减少不确定性。

管理当局应该建立更加透明的预期管理和风险管理。特别是改善流动性管理，合理运用多种政策工具调节流动性，引导市场利率平稳运行；发挥宏观审慎政策的逆周期调节作用，引导金融机构支持实体经济的发展，防范金融机构同业和表外业务风险，提高金融产品创新和影子银行活动的规范性和透明性；同时持续推动利率和汇率市场改革，发挥利率、汇率在资源配置中的基础性作用。

如果仅仅关注短期货币政策的操作上，依靠央行“放水”渡过这次危机，由于没有彻底消除危机产生的根源，那么随时还有可能爆发新的危机。在相关政策的制定上，应该货币政策与金融稳定政策并举。第一，针对“钱荒”，我们具体分析两个不同的问题：一是货币政策，二是金融稳定政策。从货币政策角度，流动性不仅不应该继续扩张，反而应该收缩。因为近几个月的各项数据表明，广义货币供应量的增长率是很高的，这表明流动性并不缺乏。但从金融稳定的角度看，如果银行支付出现问题，央行为避免出现流动性短缺在整个银行体系内的传染，更为了避免出现挤兑，给予定向、短期流动性支持是合理的。因此，这不是什么转变，而是从

资产价格泡沫化演变为流动性短缺。所以，从中期趋势看，央行仍然应该避免货币过量发行，但针对某些系统重要性银行面临的短期流动性问题，应给予支持，但是这种定向支持应该伴随着问责制。第二，对 2013 年后半年可能发生的经济逆转要有充分准备。现在所谓的“钱荒”算不上危机。因为央行处于对金融稳定的需要，仍然会对陷入流动性困境的机构给予支持。流动性危机不足为虑，但是信用危机一旦发生就无可救药了。第三，加快经济结构和融资结构的调整。经济史证明，中国在 2003 年终于基本完成了对老国有企业的改造，伴随着新兴民营经济崛起，亦造就了 5 年的快速增长。这充分说明了正确的结构调整才实现了经济增长的可持续性。第四，提高宏观调控能力，对流动性管理要有预案。央行要不断提高金融宏观的前瞻性、科学性和有效性，要根据国内外形势变化，充分考虑风险并及早锁定，研究制定合理控制流动性、抑制国际热钱大进大出、应对可能出现的局部金融风险等预案。

“钱荒”事件是对银行乃至整个金融体系流动性管理的一次实战压力测试。整治资金空转将促使金融体系减少期限错配、短债长投业务，降杠杆、做好资产负债管理，管理好流动性，同时将减少金融机构系统内货币循环空转，减少票据信贷将信贷资金转投放至支持实体经济的一般信贷中，市场担心货币政策从紧会导致易变现的资产普跌，而最终没能撼动不动产和政府信用的相关资产。短期资金利率延续高位，将会慢慢传导至长期资金利率，中长期来看，资金宽松局面不再，流动性拐点或至。

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) 15101608106

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>