

“钱荒”如影随形 银行的钱去哪儿了

■ 记者 张璐 报道

6 月以来,不断有信息表明银行由原来的“不差钱”变成了“钱荒”,在众人感到恐慌时,会有这样的疑问,为什么会出现“钱荒”?资金都流向了何处?“钱荒”会对实体经济造成怎样的影响?有什么解决办法?

为何出现“钱荒”

5 月,美联社发布新闻称美联储官员正在筹划退出 QE 的策略,加之美国经济复苏数据的日益走强,美国对全球资本的吸引力增强,造成新兴国家资金外流。其中我国今年上半年银行结售汇余额就在逐月下降(2 月份由于季节性因素除外),从去年 12 月的 509 亿美元下降到 5 月份的 104 亿美元。同时,在 5 月 5 日,我国国家外汇管理局发布的《关于加强外汇资金流入管理有关问题的通知》在 6 月底即将实施,迫于外币纳入贷存比考核的压力,近期美元买盘力量增大,如此在一定程度上加剧了银行间资金面紧张状况。今年以来,随着杠杆率的不断放大,商业银行的人民币超额备付金在逐渐下降,3 月末超额备付金率从去年年底的 3.51%降至 2.58%,二季度,超储率继续下降,业内人士估计已经降到 1.5%左右,银行体系流动性的边际承受力也因此大为下降。6 月底之前,银监会将针对 8 号文的落实情况展开检查,迫使银行将表外非标资产转移至表内同

业资产,直接挤压同业拆借额度。为了调剂银行的现金存量,提高资金使用效益,银行之间互相拆借,即银行多余的现金流向现金少的银行。这种流动需要付出一定的利息代价。一般来说,资金流动性强,拆借利率就低;资金流动性差,拆借利率就高。此间各种因素都对金融市场的流动性产生了一定的收缩压力。从今年 5 月份以来,金融市场的资金利率全线攀升。以三个月国债利率为例,5 月 7 日,其到期利率为 2.59%,6 月 19 日升至 3.39%,升幅高达 30%;银行间隔夜拆借利率更是高涨,6 月 20 日的拆借利率高达 7.66%,比 5 月 7 日的 2.36%暴涨达 2.24 倍。同期固定利率企业债券到期收益率也从 2.35%陡升到 6.97%,涨了近两倍。6 月上旬光大银行与兴业银行的同业拆借违约事件,进一步强化了市场对资金紧缺的猜测和预期,放大了“钱荒”的恐慌效应。市场杯弓蛇影,恐慌性“抢钱”,日常平均在 3%左右的银行间隔夜回购利率最高达到史无前例的 30%,7 天回购利率最高达到 28%。2013 年 6 月 19 日,大型商业银行加入借钱大军,在银行间拆借市场连续数天飙高之后,6 月 20 日,当天隔夜拆借利率飙升 578.40 个基点,利率首次超过 10%,升至 13.4440%,创下了历史纪录。与此同时,各期限资金利率全线大涨,“钱荒”进一步升级。而在金融市场资金利率急速飙升的情况下,央行释放流动性的动作远远低于市场预期,由此透露出强制商业银行去杠杆的政策预期,这导致恐慌情绪越来越浓,市场利率越走越高,为已然乏力的经济活动雪上加霜。

资金流向何方

近来,我国银行间市场的“钱荒”问题愈演愈烈,市场流动性频频告急。虽然 6 月份的“钱荒”年年有,但今年尤其严重。今年以来货币供应快速扩张,M2 增速远高于全年 13%的预期目标,社会融资总量增速也较快,按理说不应出现“钱荒”,为何“钱荒”如影随形,资金的到底流向了何方?今年广义货币供应量增速远高于全年 13%的预期目标,货币供应量屡创新高,目前已经突破百万亿元大关。中国货币信贷存量继续维持在高位,看不出会发生如此严重的“钱荒”。既然宏观和微观都未表现出需要大量资金的迹象,金融市场为何会产生资金紧张的局面,到底是谁缺钱呢?其实是金融机构自身缺钱。自去年四季度以来各月的社会融资总量,已超过刺激力度极为强劲的 2009 年上半年,尤其是今年 1 月和 3 月甚至创出了 2.5 万亿的惊人纪录。央行近期公布的数据显示,5 月广义货币(M2)余额 104.21 万亿元,同比增长 15.8%,比上月末低 0.3 个百分点。目前国内闹“钱荒”与货币供应量极不相称。2008 年以来,资金在金融同业体内循环,或高价进入房地产、地方融资平台以及部分产能过剩行业。货币多发了,大家就有积极性投向资产领域,比如房产、土地、资源类等,而做实业回报不高,因此投放再多货币也是流向资产领域,难免会出现“钱荒”。此外部分资金被用于还本付息,资金大量在金融体系内部空转,没有进入实体经济。6 月前 10 天信贷猛增,但是一般性贷款增加不多,未支持小微企业、三农等实体经济。

部分地方政府和国企不具效率且风险较高的项目仍然能够获得贷款,这使得资金出现结构性失衡。当前,银行缺钱、股市缺钱、中小企业缺钱,但是,由于货币的供应量充裕,不少大型企业依然出手阔绰,大量购买银行理财产品。与此同时,游资仍在寻找炒作的概念,民间借贷市场与银行间市场的资金紧张境遇也并不相同。分析人士指出,银行间市场“钱荒”主要通过两种方式影响实体经济:一是同业市场利率走高将会影响实体经济融资成本,增加实体经济的脆弱性;二是同业市场利率维持高位较长时间会使流动性预期紊乱,可能导致实体经济流动性收缩力度较大,资金链断裂。“钱荒”让一向财大气粗的银行都加入到了借钱大军中。但是受到银行股暴跌的拖累,A 股大幅下跌,两市百余只个股跌停。银行前景不佳,还拖累整体上市公司的盈利状况。银行、地产等权重股大幅下跌,沪指跌逾 5%逼近 1949 点,深成指跌破前期调整低点,创 4 年来新低。两市百余只个股跌停,民生银行、平安银行、兴业银行跌停,招商地产、保利地产跌停。自 6 月中旬起,银行间资金便陷入空前紧张。央行还对外宣布“要用好增量、盘活存量”,市场认为央行在未来一段时间内将继续收紧信

贷市场,这对银行的盈利将构成威胁。银行前景不佳,企业就会增加融资成本,就会大量蚕食企业利润,导致企业盈利能力下降,从而拖累整个实体经济。不过,专家认为银行间市场的“钱荒”短期内对于实体经济的冲击不会太大。在“钱荒”面前,有贷款需求的企业还会选择继续向银行贷款来扩大生产经营,而商业银行也会根据企业资质发放贷款。专家指出,目前传统贷款只占整个社会融资规模的 40%左右,企业融资渠道其实很多。此前,商业银行已经习惯于央行在资金紧张时的出手相助,但 6 月初以来,无论资金面如何紧张,央行一直按兵不动,态度异常平静,并没有启动逆回购、短期流动性调节工具 SLO 等工具,即使在拆借利率飙升的 6 月 20 日,央行照常发行了 20 亿央票。分析人士称,央行会如此是因为实际上国内是不缺资金的,只是大量货币被资产领域吸走,央行如此行事有将货币逼出来,回流至实体经济的意图。这样才能真正为实体经济释放宽松的流动性。分析人士认为,随着美国经济稳步回升,美联储量化宽松货币政策退出脚步渐行渐近,全球经济去杠杆化过程加速,此时我国央行顶住压力“不放水”,传递出停止以货币扩张刺激经济的信号,迈出了力促资金回归实体经济、加快结构调整的坚实一步。从一定意义上讲,此次是政策主动调控,而不是等到泡沫破裂后的被动调整。这有利于维护金融稳定,也有利于改变房地产和地方政府融资平台占用太多资金、挤压实体经济的状况。

银行改革与政策调控

银行间同业拆放利率走势

公布日期	隔夜利率(%)	1 周利率(%)	2 周利率(%)
2013/06/26	5.5530	7.2010	7.1030
2013/06/25	5.7360	7.6440	6.7730
2013/06/24	6.4890	7.3110	7.0890
2013/06/21	8.4920	8.5430	8.5660
2013/06/20	13.4440	11.0040	7.5940
2013/06/19	7.6600	8.0750	7.8390
2013/06/18	5.5960	6.7030	5.7100
2013/06/17	4.8130	6.8480	5.9440

■ 记者 张璐 报道

面对今年 6 月的“钱荒”时,央行并未如往年般注入资金进行调节,央行今年不愿意向市场注入大量流动性也在于政策的宏观调控以及调控方式的转变。“钱荒”持续期间,央行没有施以援手,依然进行着央票发行与正回购操作,逆回购与短期流动性调节工具(SLO)未启动,打破了市场关于央行“放水”的惯性期待。分析人士猜测,这或许反映了政府应对此次金融风险隐患以及对金融业进行改革的强硬姿态。

政策调控

6 月 19 日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,明确提出要“优化金融资源配置,用好增量、盘活存量,更有力的支持经济转型升级。”据悉,在会议召开之前,银监会提供的方案相对积极和宽松,如推动民间资本进入金融业,鼓励民间资本参与金融机构重组改造,探索设立民间资本发起的自担风险的民营银行和金融租赁公司、消费金融公司等,进一步发挥民间资本在村镇银行改革发展中的作用。李克强一月三次提及存量资金问题,传递出的是当前中国货币调控的总体思路,即摒弃过去靠货币信贷扩张和大规模资金投入来拉动经济的发展老路,遏制部分资金“空转”现象,加快金融业的市场化改革,提高存量资金的使用效率,让金融更好地服务于实体经济,把钱用在刀刃上。过去几十年,中国依靠货币信贷扩张和大规模资金投入来拉动经济,虽然经济保持高速增长,GDP 跃居全球第二成为世界工厂,但也出现了房地产、地方融资平台等泡沫经济,对普通民众的生活工作造成重大影响。以往的刺激政策,对企业来说有利有弊,既有利于企业的继续发展又让企业过于依赖于政策。为了让企业不会过度依赖政策,金融监

管部门需要落实:差别化的信贷政策,推进信贷资产证券化,放松利率管制实质性展开利率市场化改革,运用多种货币政策工具,引导信贷资金流向,发挥市场配置资源作用。19 日召开的国务院常务会议上,研究部署金融支持经济结构调整和转型升级的政策措施,会议研究确定引导信贷资金支持实体经济措施,对先进制造业、战略性新兴产业等进行信贷支持,严禁对产能严重过剩行业违规建设项目提供新增授信。今年央行不愿意向市场注入大量流动性,将使得国内商业银行被迫削减对低效率且风险较高的项目贷款,这可能会触及地方政府以及部分国有企业的利益。上述措施实施之后,可能会经历一些短期阵痛,但长期利好中国经济。6 月 25 日,央行对银行“钱荒”的态度有所改变,除了进一步说明整个市场并不缺钱外,央行首度表态,“已向一些符合宏观审慎要求的金融机构提供了流动性支持”,并将对“贷款符合国家产业政策和宏观审慎要求、有利于支持实体经济、总量和进度比较稳健的金融机构”,若资金安排出现暂时性缺口时,提供流动性支持。这也是对政策的响应。

银行业需改革

6 月以来的钱荒实是一场资金错配导致的结构性资金紧张。6 月以来,银行间市场利率大幅上升,隔夜回购定盘利率 6 月 20 日达到 13%,突破历史高点。国际评级机构惠誉发表报告称,6 月最后 10 天有 1.5 万亿人民币理财产品到期,近期银行同业市场资金紧张,令产品能否如期偿付令人担忧。

在同业业务表现突出的兴业银行,该行同业杠杆比率从 2010 年末的 4.72 倍升至今年一季度的 6.7 倍。一季度末,兴业银行同业资产占比为 35%,较全行业水平高出 12 个百分点。此外,民生银行快速增长的同业规模,早在季一报出炉的时候就被市场所担心。

一般来说,同业业务主要承担

商业银行司库职能,用以流动性管理。但近年来,商业银行尤其是股份制银行,在表内贷款规模受限的环境下,大量配置非标信贷资产,如票据和信托受益权等,加重了同业资产和负债的期限错配问题,增加了银行体系的流动性风险。当然,银行这种业务取向本质上是由于贷款天量投放以后的后遗症,投资效率下降导致本应服务于实体经济的资金在金融体系里空转,但信贷额度管制逼迫经济主体通过非信贷方式获取资金。因此,银行业迫切的需要改革。

大量资金在银行等金融机构的操作之下,通过杠杆投资和期限错配套取利差,资金在各个金融机构间循环往复获取利润,“影子银行”应运而生,积累了大量的金融风险。与增速平平的贷款相比,快速膨胀的影子银行将资金源源不断地输送到地方融资平台和房地产企业等领域,其中包括银行快速膨胀的同业业务。这造成了银行同业资产和负债期限错配严重。银行业人士称,近年来商业银行表外业务及“影子银行”迅速扩张,其所蕴藏的风险引发了决策层的关注,央行近期的举动正是要对此进行调控。决策层有意整顿社会融资规模过快扩张与银行同业业务期限错配风险,旨在打击资金空转,引导金融服务实体经济。

中国银行业经过此次流动性极度紧缩的教训后,应该会明白保持流动性资金充沛的重要性。如今摆在银行面前的问题是如何应对当前的困境,为了应对即将到来的利率市场化改革,影子银行会首当其冲受到影响,预计影子银行的规模会得到一定程度的压缩和收敛。银行也可以趁此机会收敛表外业务,不能因为表外业务不占资本本就无限制扩张,同时提高短期贷款和票据的比例。事实上,随着同业拆借利率暴涨,而同业资产期限较长、收益率相对固定,银行的同业业务成本和收益已经出现倒挂;而另一方面,银行表外理财业务的募资本也在节节攀升,近期银行理财产品预期收益率快速攀升至 5%以上,而此前收益率大多在 4.5%以下甚至更低。

然而中国内地银行系统性风险的拐点,绝非短期内解决流动性那么简单,而在于未来一、两年内通过金融改革、利率市场化挤压泡沫,让资金真正服务于实体经济。银行与实体经济走向应该是完全一致的。如今信贷热、经济冷的怪现象正是金融市场畸形发展造成的。此次由银行间市场利率大幅上升所导致的流动性风险,将是银行业近年来面临的最大考验。这次“钱荒”事件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。市场预测,资金利率高位或将延至 7 月。



主要新兴市场经济体的外债风险评估

	总外债余额/ 外汇储备	短期外债/ 外汇储备	银行表外债/ 外汇储备	经常账户 余额/GDP	汇率制度 弹性	资本管制 程度
巴西	116.9	8.7	37.1	-2.371	浮动	7
韩国	126.3	38.6	56.2	2.749	浮动	2
俄罗斯	132.4	17.2	41.8	2.548	其他管 制安排	4
印尼	239.7	42.7	21.8	-3.281	浮动	9
印度	129.4	31.6	25.5	-4.948	浮动	11
泰国	79.7	34.0	19.9	1.007	浮动	9
中国	20.7	14.4	0.1	2.644	类爬行 盯住	11
香港	342.3	245.8	233.5	1.953	货币局	1
马来西亚	66.0	31.4	33.9	5.964	其他管 制安排	10
菲律宾	73.2	10.3	11.1	2.434	浮动	10
墨西哥	204.3	42.5	10.6	-1.015	自由 浮动	9
土耳其	300.3	90.1	101.2	-6.798	浮动	8
阿根廷	355.2	94.8	7.8	-0.086	类爬行 盯住	10
南非	322.9	67.6	62.6	-6.375	浮动	10
柬埔寨	97.7	8.8	0.0	-9.878	稳定性 安排	2
越南	246.1	42.9	14.7	7.943	稳定性 安排	10

数据来源:

IMF、世界银行、资本管制程度指对资本项下交易的限制数量

影子银行与“钱荒”

■ 孙晴 报道

6 月 27 日晚上,多位经济学家在 2013 陆家嘴论坛“浦江夜话四:影子银行的发展与监管”上纷纷直言,影子银行“并非洪水猛兽”,一定程度上弥补了现有银行体系的空白,解决影子银行风险的关键是迫在眉睫的金融体制改革。不管你用“钱荒”还是“钱慌”来定义当前中国银行间市场出现的流动性紧缺问题,似乎都与当前中国存在的大量影子银行有关系,坊间甚至有说法称,当前监管机构之所以对银行间市场“冷眼”,目的就在于从传统银行的层面整顿影子银行体系,收敛一下影子银行这个“坏小孩”的扩张速度。不管上述说法正确与否,影子银行在过去几年的病毒式扩张在补充传统银行的一些借贷功能、发挥金融创新功能的同时,也给中国金融市场带来不确定性,甚至引发如美国次贷危机那样的系统性风险。

扩大金融系统风险

中国的影子银行,很大程度上是中国传统银行体系的补充。从银行角度而言,一个重要特征在于银行信贷业务出表。在出表的过程中,银行原本应该是对于风险进行监测和管理的主体,现在则变成了不再负担此责任的中间人。从金融中介理论来说,银行本来拥有风险管理的规模经济、集约化、信息优势等特征,但放弃了这一主体地位之后,对于整个金融体系来说,很可能存在负净福利效应。与出表导致风控减弱相比,影子银行更大的风险在于高杠杆和期限错配。世界银行和 IMF 以及多家金融机构都已经指出中国私有部门在过去几年当中经历了快速的加杠杆过程,其中起到重要作用的就是包括民间借贷、小额信贷、信托等在内的影子银行体系。正常年份,高杠杆率能够起到乘数作用撬动经济快速发展,一旦到达明斯基时刻,它就会演变成危机的加速器;期限错配是更加明显的风险,影子银行的打包、捆绑对于风险的识别和监管是一种障碍,而借短投长也会显著地积累流动性风险。

至于对货币政策的干扰作用,其实最近发生的“钱荒”已经生动地做了一个证明。

自上周以来,中国的银行间市场拆借利率一路飙升,甚至创出了骇人听闻的 30%的隔夜利率水平,一时间“钱荒”席卷中国资本市场,但中国真的是在闹“钱荒”么,央行为何坐视不管,直至 6 月 24 日的“股灾”爆发?央行的理由是市场上不缺流动性,问题的根源在于资金去了不该去的地方。5 月份,M2(广义货币供应量)的同比增速依旧高达 15.8%,新增信贷量仍然高企,人民币存款余额也已经逼近百万亿元大关,1-5 月社会融资规模达到 9.11 万亿元,比上年同期多 3.12 万亿元;但值得注意的是,1-5 月份的社会融资总规模远高于同期银行渠道的借贷规模;而且从年初的信贷规模高企,但实体经济增速低于预期来看,某种程度上确实证明了“流动性在金融体系空转”,而参与空转的很大一部分机构都处于“影子”当中。影子银行对货币政策干扰主要源于其“影子”特性,使得监管机构无法很好地将其纳入整个货币金融体系,从而制定更加精当的货币政策。单从货币供给量的角度来衡量,由于影子部分的存在,货币政策中介指标无法正确反映全部的信用规模,所以在总量控制上一定会有所偏离;另一方面游离在监管体制之外的部分影子银行可能会像商业银行一样具有货币创造的功能,并参与货币乘数的放大过程,不仅使央行所能调控的对象和掌握的信息资源日趋受限,也已成为干扰货币政策传导机制、削弱央行宏观调控能力的一个因素,一定程度上造成了宏观调控的失灵。

金融改革迫在眉睫

“从本质上说,影子银行在某种程度上填补了现有银行体系业务的一些空白,做了银行体系应该从事但没有真正做起来业务。”上海交通大学中国金融研究院副院长、交大高级金融学院教授严弘指出。在严弘看来,影子银行从本质上“既不是洪水猛兽也不是妖怪”,而是基于现有不发达的、不完善的金融体系上催生的产物,对经济发展起到了积极作用,比如绕开一些对金融机构的过度监管,以及可以使中小企业在某种程度上解决融资问题等;而另一方面,由于是“影子”,所以往往看不清楚模样,因此受的监管也比较少,同时对投资者权益的保护相对比较匮乏。

严弘认为,要真正治理和监督影子银行的运作,核心是对整个金融体系进行彻底梳理,因为很多事情是现有银行体系本身应该做但现有状况使得它们不想去做或是不能去做的,所以这就涉及到整个金融体系的改革问题。“一是要加快利率市场化步伐,很多影子银行做的事情实际上是利率半市场化造成的现象,”严弘说道,“二是加快资本市场改革,为投资者提供更多金融工具,而不仅仅依赖于理财产品,从而催生了现有的影子银行产品的出现;三是改变现有银行体系的奖惩制度或考核机制,现有的考核机制造成激励机制的扭曲,往往造成银行不做银行该做的事,就只能让非银行机构去做,这本身也是一个不正常的现象。”

严弘表示,对金融体系进行彻底梳理才能使得部分影子银行“去影子化”,部分影子银行纳入正规的银行体系或市场体系。“同时,市场化机制需要更进一步扩大和充实,使金融运作能够更加阳光化和透明化,这样我们对风险的认识也有一个比较明确的定价。”他说。华泰保险集团副董事长兼总经理赵明浩也表示,中国金融体系改革具有紧迫性和必要性。赵明浩说,利率双轨制和现行监管体制是影子银行存在的重要条件,目前金融市场的市场化程度不充分与整个社会经济的发展形成很大不协调,所以金融体制改革已经是当前改革的重要突破口,其中利率和汇率改革是金融改革的重要内容。“个人认为,金融体制改革已经到了非改不可的程度,”赵明浩直言,价格双轨制的改革肯定要经历一个非常艰难的过程,需要小心翼翼地把处理好,但是这并不等于这件事情不做,要从根本上解决影子银行问题,唯有进行全面的、系统的,以及从顶层设计入手的,建立一套更有效的市场化管理原则,真正依靠市场的力量。