



中国式“不差钱” 与中国式“钱荒”之悖论*

文 / 杨 健

中国人民大学金融信息中心 北京 100049

【摘要】 最近中国式“钱荒”和前期中国式“不差钱”形成了强烈反差,并引发了全世界的关注。文章分析了对于“钱荒”目前盛行的5种假说:国际阴谋说、季节波动说、央行自制说、影子银行说和地方债务说,并从效度、信度和认知度3个维度对各种诱因进行测度评估,然后分析了中国与西方政治体制和财政体制的不同,预测了各种调控手段对未来中国经济可能造成的影响,最后得出央行应借机降低存款准备金率的建议!

【关键词】 钱荒,广义货币(M2),信度,效度,认知度,央行,存款准备金率

DOI 10.3969/j.issn.1000-3045.2013.06.014

1 前言

20世纪90年代以来在世界范围内相继发生的金融危机表明,无论是发展中国家还是发达国家都存在着国家金融风险爆发的可能性。例如,1992年英国的英镑危机;1994年墨西哥的比索危机;1997年东南亚的金融危机;1997年和1998年香港的金融风潮;2007年美国金融风暴以及引发冰岛、希腊、爱尔兰等国的金融危机以及至今余波未绝的欧债危机。国际经验表明,房地产泡沫、股市崩盘、外汇资本逃逸、收益率曲线倒挂、银行挤兑和本币大幅度贬值往往是国家

金融风险的前兆。

最近中国式“钱荒”和前期中国式“不差钱”形成了强烈反差,因此中国“钱荒”事件引发全世界的关注。众所周知,“不差钱”的中国广义货币(M2)余额已经突破百万亿元人民币,M2与GDP之比值超过美国和日本,央行可释放的流动性之高居世界之首。自2013年5月下旬以来,由于银行间市场资金紧张,银行间市场利率飙升,隔夜拆借利率一度高飙升至30%。

对最高决策层而言,房地产是资金密集型行业,其对资本市场的敏感度很高。当市场资金紧缺的时候,房价将停涨并逐步下调。投资者明知房价已经有泡沫,但仍然买

* 收稿日期:2013年7月9日

房,其根本原因在于通过买房来抵御快速增长的通货膨胀。因此,阶段性的“钱荒”不仅比行政调控有效,而且更加近乎市场调控。面对越调越高的房地产价格,“钱荒”对中央政府是一次调控时机。

如果“钱荒”仅仅是银行之间的事情,除了提取现金不便之外,时下各种收益颇丰的理财产品,对缺乏投资机会的普通公众来说,“钱荒”是一段黄金时期。但是,“钱荒”如果不能得到长期缓解,势必逐渐影响到实体经济的供应链、资金链和产业链,甚至中国未来的经济发展。对于银行业和实体经济而言,不仅企业从银行获取贷款,其难度和成本都将大大增加,而且随时可能诱发银行挤兑事件,引发银行业系统性风险。

然而,中国人民银行的表现异常之淡定,一方面面向外公布全部金融机构备付金约为1.5万亿元,一般来说,全部金融机构备付金保持在7 000亿元左右即可满足正常的支付清算需求;另一方面央行声称绝不降低存款准备金率向市场提供流动性。央行释放流动性是全世界惯例,尤其是中国目前存款准备金率高居20%,与1999年的9%相比具有充裕的下调空间。

此次似乎荒唐的、近乎恐怖的、中国式“钱荒”,对于外汇储备雄厚和“不差钱”的中国,是虚惊一场,还是暗藏玄机?本文利用科学工作者所熟悉的效度、信度和认知度厘清概念,试图分析“钱荒”的各种猜测与诱因,并提出一些粗浅的观点供探讨。

2 “钱荒”诱因与测度评估

众所周知,效度(Validity)和信度(Reliability)是科学的测量工具所必须具备的最重要的条件。效度是指测量工具能够正确、准确地测出所需测量事物的程度。效度所测量到的结果反映的是所想要考察内容的程度,测量结果与要考察的内容越吻合,则效度越高,反之则效度越低。信度是指测验结果的可靠性、一致性和稳定性,一般多以内部一致性来加以表示该测验信度的高低。信度愈

高即表示该测验的结果愈一致、稳定与可靠。而认知度(Awareness)是指内容效度、准则效度和结构效度被公众所接受与认知的广泛程度,认知度愈高即表示公众普遍接受这种观点或学说,反之则表示公众怀疑或难以接受。

当前盛行的说法大致可以分为:国际阴谋说、季节波动说、央行自制说、影子银行说和地方债务说。

2.1 “钱荒”诱因之一:国际阴谋说

中国此次流动性紧张发生在全球市场震荡之际。全球市场近来大幅波动,至少在一定程度上受到日本央行采取的大规模货币宽松措施和美联储开始谈论的缩减定量宽松计划的影响。曾几何时美国的巨额赤字、贸易逆差和信用扩张导致全球流动性过剩,经历了美国次债风暴和欧债危机经济,美国不得不使用量化宽松政策。过度量化宽松无异饮鸩止渴,美国经济学家J.托宾曾运用若干资料证明了“流动性陷阱”的存在,并明确得出货币政策不如财政政策有效的结论,即货币政策无法解决经济衰退问题。

为了避免陷入“流动性陷阱”,美国终于停止了“量化宽松”。此时中国却发生了商业银行之“钱荒”抑或央行之“量化紧缩”,难怪有一种阴谋说悄然在坊间流传。首先,美国暂缓量化宽松配套操作是做空黄金使得美元坚挺吸引逐利性极强的国际热钱回流美国;其次,一些不实传言使市场恐慌情绪更加浓重:例如,一是已有两家银行同业存款违约;二是中行资金违约,交易时间延长半小时给各家找资金,但是一直没找到;三是央行向工行放水500亿,而工行发生系统故障被称是因为“钱荒”取不出现金。虽说“谣言止于智者”,但是也有所谓“无风不起浪”之谈。

长期以来,外汇占款是人民币流动性增加的重要来源,即所谓输入型流动性过剩的诱因。外汇占款是指一个国家的央行收购外汇资产而相应投放的本国货币。近期国家外汇管理局加强对资本逃逸和跨境套利的监管使得外汇占款下降,6月

份外汇占款从每月3 000亿人民币左右降至669亿人民币。

推卸责任是由来已久的“顽疾”，将问题归咎于“社会处于转型期”或“体制问题”非长久之计。中国加入WTO多年，金融开放是中国对全世界的承诺。素以“诚信”为立国之本的国家如若言而无信，何以立国？作者认为此诱因效度较低、信度一般、认知度很高。

2.2 “钱荒”诱因之二：季节波动说

熟悉银行业的专家一般认为“钱荒”仅仅是货币市场利率出现上升引起的季节性波动。

持此观点的专家认为：首先，法定存款准备金的缴存。按照规定，每月5日是一个新的考核时点，金融机构须根据上月末的一般存款余额缴足准备金；其次，5月底和6月底是重要的税收清缴期，缴税意味着资金从企业在商业银行的存款转到国库在央行的存款，相当于银行间市场资金回笼，直接导致银行体系流动性减少；第三，每年6月末，商业银行面临年中考核和信息披露，会习惯性地“冲时点”；第四，贷款结构中票据增加较多，对银行自身的流动性产生压力。最后，大约13万亿理财产品在6月底集中到期，在7月份新发理财产品之前银行也需要进行短期融资。

事实上，贷款增长较快、企业所得税集中清缴、端午节假期现金需求、外汇市场变化、补缴法定准备金等多种因素叠加所致的季节性波动每年发生，为何唯独2013年发生“钱荒”呢？作者认为此诱因效度很高、信度较低、认知度较高。

2.3 “钱荒”诱因之三：央行自制说

外界认为中国第一季度国内生产总值（GDP）较上年同期增长7.7%，为全球金融危机以来表现最糟糕的一个季度。甚至在

央行6月初开始通过控制流动性推高银行间市场利率之前，市场就普遍预计中国经济增长将进一步放缓。

对于缺乏透明度的央行而言，既没有解释控制流动性的原因，也没有告知这一政策将持续多久。外界猜测此次流动性紧张危机的发生是精心策划的，决策层明知利率上升注定将导致信贷降低，流动性稀缺将导致经济进一步放缓。央行的时机选择显然受到中国新一届领导人增加对小微企业和行业贷款的政治意愿影响。而央行选择在6月份制造这场流动性危机，可以有足够时间在10月份中国共产党全国代表大会召开前消除由此引发的任何不良影响。

其实，2006年以来，中国国际贸易顺差与人民币升值预期导致外汇储备激增，同时央行超发货币导致货币信贷和社会融资总量增长过快。在存款准备金制度下，金融机构不能将其吸收的存款全部用于发放贷款，必须保留一定的资金即存款准备金，以备客户提款的需要，因此存款准备金制度有利于保证金融机构对客户的正常支付。降低存款准备金率将直接影响贷款总量和货币供应量，存款准备金率与利率呈反比关系，与通货膨胀率呈正比。为了抑制通货膨胀，大型金融机构的存款准备金率被连续上调，至2011年6月14日已经高达21.5%。在温州金融风波以及江浙中小型企业纷纷倒闭后，央行逐步释放流动性，目前大小型金融机构的存款准备金率分别为20.00%和16.50%。只需下调0.5%的存款准备金率，即可向市场释放4 000亿—5 000亿人民币的流动性。

因此央行拒绝入市无疑加剧了市场上的恐慌情绪，大银行对流动性的惜售心理造成了回购利率近乎失控性的飙升。作者推测央行试图通过存款准备金率继续调控货币供应量，进而抑制商业银行、信托、保险等



中国科学院

金融机构的信贷扩张。

虽然央行没有直接降低存款准备金率,而是向所谓“符合宏观审慎要求”的金融机构注入流动性,鉴于其职责所在,有制造“钱荒”之嫌,无制造“钱荒”之实。因为与西方国家的中央银行不同,中国人民银行并不独立运作,需要向政府最高机构——国务院和最高领导机构——中央政治局汇报。因此作者认为此诱因效度一般、信度较高、认知度较高。

2.4 “钱荒”诱因之四:影子银行说

众所周知,银行业主要的几大领域风险来源包括信贷违约、地方融资平台贷款、房地产贷款、理财产品和外部风险的传染等。而“影子银行”是最为关注的风险点。从事融资业务的非银行金融机构被称为“影子银行”。

商业银行利用其特殊地位,从银行间市场借款,再以高利率将资金贷给存在违约风险的其他金融机构。一般来说,财务公司、信托公司、金融租赁公司等金融机构从投资者那里筹集的资金贷给不同企业或不同项目。金融机构追求业务利润最大化而扩表外业务,借短期资金做长期贷款,导致银行资产与负债出现期限错配。

目前中国的信贷增长主要来自“影子银行”机构,2012年中国信贷资金总额占GDP的207%,这与当年导致亚洲、欧洲和美国经济陷入衰退的信贷泡沫相比已经相差无几,一旦日益膨大的“影子银行”业务失控,可能引发国家金融系统性风险,甚至导致实体经济危机。

“影子银行”体系的资金来源高度依赖银行间的同业拆借市场,如何在可控的条件下,抑制商业银行并规范其行为不仅是考验央行和银监会的控制能力,而且考验新一届政府的执政能力。作者认为此诱因效度很高、信度较高、认知度一般。

2.5 “钱荒”诱因之五:地方债务说

地方政府很多时候在经济建设过程中遇到资金不足的情况会发行地方债券,而这些地方债券都是以地方的财政收入来偿还的。2010年开始国

务院要求地方财政部门编制地方政府性债务情况表,但是地方政府并未公开全部债务。一是地方的债务规模到底有多大,似乎没人弄得清楚;二是地方政府就是需要通过负债来发展的。全国地方债务大约在10亿—20万亿人民币之间,目前个别地方政府连归还银行的利息都出现了困难。

为了摆脱困境,一方面商业银行请求银监会出台政策对财政窘迫的地方政府实行展期;另一方面地方政府通过地方银行与财务公司、信托公司、金融租赁公司等非银行金融机构合作开展了“影子银行”融资业务。

早在2012年12月底,财政部、发改委、人民银行和银监会四部委联合下发了《关于制止地方政府违法违规融资行为的通知》(即463号文件)。实施“政银分离”的政策似乎可以禁止地方政府以行政命令或其他任何形式操纵地方商业银行。近期银监会声称对平台贷款采取的主要措施是严格控制总量风险,要求所有银行法人不得新增平台贷款规模,而且也严控新增贷款的准入标准。

事实上,四部委并非地方政府的直接领导,其是否违法违规融资更是无法界定。地方银行高管任命归属地方政府,地方国企将基本账户开在地方银行是行政命令所致,地方银行岂敢不听命于地方政府?由此可见,表面上“影子银行”是地方政府和地方银行与股份制银行之间,股份制银行与央行和银监会之间的多重博弈,本质上是中央政府与地方政府之间的博弈。

地方政府官员一般都是5年任期,任期结束,本届官员或升迁、或调任、或退休,那些较长期的债务将留给下一届政府官员。如同“皇帝新衣”,各地政府官员对于地方债务讳莫如深。中国有识之士对于中央政府无法承受的巨额信贷面临最终的清算感到忧虑。作者认为此诱因效度极高、信度较高、认知度较低。

3 建议与治理方案

鉴于中国具有雄厚的外汇储备,而且与全球金融系统相对隔绝,国内经济学界很少有人认为

中国即将爆发金融危机。但是,必须承认中国这个全球第二大经济体正在陷入动荡和增长持续放缓,符合唯物的、客观的、正常的经济规律。基于上述观点,作者提出如下建议仅供决策层参考:

首先,中国与西方联邦制不同,地方政府不是独立的债务主体,财政体制和政治体制都决定了中央政府不会允许地方政府破产。地方财政收入不足或者财政担保的债务到期无法偿还,政府将发生违约行为,最终不仅导致银行信用体系崩溃,甚至中央政府失信。政绩考核制度、社会保障体制、收入分配机制、公民伦理道德等都有待改革,但是如果不坚决抑制地方隐性赤字,笔者认为国家金融风险已经迫在眉睫!因此必须将缩减地方债务作为中央政府的政策目标,调动一切资源实现地方债务减半的首要任务。全国范围内将地方债务缩减作为考核干部的刚性指标,依法追究任期官员增添地方债务的关联责任;

其次,未来3年内陆续到期的地方债务比例超过50%,其中银行信贷大约占70%。如果依靠央行的本轮遏制信贷增长的力度过于猛烈,将会引发许多其他问题的出现。中国历来是中央集权国家,采取直接行政干预会更加有效。例如,限制地方银行向全国扩张;将地方银行的高管任命纳入央行与银监会的任免体系;大规模引入非经营性的民间资本,不仅以资本金的形式补充地方银行流动性,而且以资本的力量推动商业银行的市场化进程;

第三,自1978年中国改革开放以来,尽管中国加入了WTO,经济改革成就举世瞩目,但是距离真正的市场经济甚远。不仅金融、电信、铁路等行业没有充分市场化,在土地、林权、矿权等资源方面更是没有充分市

场化。建立全国统一的政府资产拍卖机制,通过出售地方国有资产逐步偿还地方债务;

第四,如果银行业因此变得更加保守,将贷款提供给大型国有企业等老客户抑或房地产、钢铁和水泥等产能过剩的行业,则在防范系统性风险的前提下,“优化金融资源配置,用好增量、盘活存量”将流于形式。中国的未来在于中小型企业之科技创新与提供大量的就业机会。与国有大型企业不同,中小型企业获得银行信贷的难度较大。在资金依旧是稀缺资源的情况下,大约20%的中小企业可以从正规银行体系贷款,其余需要从体制外融资,资金成本高到企业难以承受。抑制“影子银行”向地方政府提供失于依托的贷款,并不意味着将所有非银行金融机构的业务都称之为“影子银行”;

最后,存款准备金是重要的货币政策工具,利用存款准备金率紧缩流动性是治理经济泡沫与政治沉疴的两全之策:一方面可以抑制房地产泡沫,另一方面遏制地方政府信用扩张行为。作者认为不可因噎废食,央行应当借机逐步将存款准备金率降至15%—16%之间,使其更具备腾挪空间!否则,在央行存款准备金率高居不下和银监会力推巴塞尔协议的资本充足率的双重框架下,商业银行惜贷只会加速导致实体经济放缓,甚至衰退。

参考文献

- 1 杨健. 关于国家金融风险防范体系的思考. 宏观经济研究, 2002.
- 2 杨健. 关于华尔街金融风暴的战略思考与策略建议. 中国科学院院刊, 2008, (6): 498-504.
- 3 杨健. 人民币在国际货币体系中的战略定位. 内参选编, 2008年11月.
- 4 杨健. 人民币汇率升值与人民币贬值的两难抉择. 中国科学院院刊, 2010, (3): 279-287.



中国科学院

Which is True? Monetary Expansion or Liquidity Strain

Yang Jian

(The Financial Information Center, Renmin University of China, Beijing 100190, China)

Abstract To the surprise of many Chinese economists, who are still concerning about the rapid increasing of M2 may induce high inflation rates, the Chinese interbank markets have suffered a severe liquidity strain in the past weeks. This paper analyzed five possible explanations: international conspiracy, seasonal fluctuations, the central bank self-control, shadow banks, and local government debt. And the incentives from validity, reliability, and recognition were measured. Then this paper compared the Chinese political and financial system with that of the west, and predicted the impacts of different control methods to China's future economy. Finally, it is suggested that the Central Bank of China should seize the opportunity to reduce the Reserve Requirement Ratio (RRR).

Keywords shortage of money, M2, validity, reliability, recognition, Central Bank, Reserve Requirement Ratio (RRR)

杨 健 中国人民大学金融信息中心主任、中国人民大学公共管理学院教授、MPA 核心课程首席教授、管理科学与决策分析专业方向责任教授、电子政务博导、公共管理定量分析研究所所长、《投资与证券》杂志主编。数学学士(北京大学,1983年)、运筹学与经济控制论硕士(中国人民大学,1986年)、管理科学/运筹学博士(英国兰卡斯特大学,1996年)。主要从事运筹学/管理科学、金融数学和信息科技等方面的研究。主持国家高技术研究发展计划“863”项目、科技部中小型科技企业创新基金项目、证监会投资者保护基金项目、福特基金项目及北京市社科联等科研项目数十项,著作有《经济数学模型化过程研究》、《相信自己的虚妄——解析乔治·索罗斯的反经济学理念及社会历史价值观》、《证券投资基金指南——运作模式、绩效评估与风险管理》等。E-mail: yangjian@mparuc.edu.cn