

谁的金融之手

中国走了美国老路？

■ 本报记者 王敏

在 M2 达到百万亿水平下却现“钱荒”是出乎意料的。美国 QE 退出与中国“钱荒”是巧合吗？美国走向实体经济与中国区别在哪里？怎么样盘活中国的货币存量？请听上海财经大学金融学院副院长何众志与中国企业研究院首席研究员、山东财经大学金融学教授李锦的对话。

美国 QE 退出对中国“钱荒”影响不大

《中国企业报》：美联储刚透露出想要逐步退出量化宽松政策的意思，新兴市场就遭受资本外流带来的冲击，中国的股市和银行间同业拆借市场也做出了反应。有一说法是，中国在短期内将迎来美国货币政策调整的风险，“美国风险”成为影响中国发展的重要外部因素。怎么看待这个说法呢？

李锦：不能夸大这种外部因素。不排除“钱荒”有美联储量化宽松货币政策变动的外部原因，要看对中国金融机构流动性管理的内部因素；既有外管局、银监会政策收紧和监管加强的偶然性因素，也有季末银行考核时点来临等周期性因素，可谓多重因素叠加所致。如果说以上因素是金融机构事先可预知的，那么央行对流动性调控的新变化则让不少金融机构始料未及，它成为导致“钱荒”的最终决定力量，这是本质上的东西。

何众志：美国 QE 的退出，对中国市场最直接的反映，就是人民币升值的预期在下降，表现在人民币对美元汇率从前一段时间内的快速升值到最近的平稳甚至回调。

这就导致热钱流出，取出人民币，直接造成流动性的紧张。但从最近汇率变化幅度规模上来看，还看不出 QE 退出和中国目前的“钱荒”有很大的影响。美国停止 QE，主要是因为他认为实体经济已经有所恢复。美国实体经济状况的一个主要指标是失业率。QE 的主要目的是通过货币增量刺激实体经济从而促进就业，如果失业率指标已经下降，QE 的效果已经显现，再持续 QE 可能会造成通胀风险。

实际上，美国 QE 的推出和中国上届政府货币增量（如 4 万亿）所要达到的目的是一样的。但美国的增量货币真正地进入了实体经济，中国的新增货币和信贷由于政策导向和利益驱动大部分进到了地方政府融资平台和房地产，而与民生关系密切的中小企业和民营企业并没有从货币增量中分到足够驱动其发展的份额。相比中国新增货币是政府主导，美国 QE 的流向和结构主要是市场驱动的结果。银行本身是自盈利的，经营不善是会倒闭的。其业务经营也是非常多样化和分散的，不会像中国银行那样把钱集中在房地产和地方政府上。

李锦：经过金融危机后，美国基本上走出了一条新路。而我们走新路走不开，还在重走美国金融危机前走过的老路。增量货币进不了实体经济，这是令人担心的。

未来不确定的现金流是危机在中国演变的形式

《中国企业报》：在您看来此次中国式“钱荒”的根源在哪里？

何众志：这次所谓的“钱荒”是在同业拆借利率不断飙升的情况下市场产生的一种短暂性流动性恐慌，其直接原因包括部分热钱流出一批理财产品集中到期、及各银行要满足考



核要求等诸多因素。

从中美银行业经营理念对比的角度阐述其根源。经历了 2008 年次贷危机的大浪淘沙，美国银行业在经营模式上逐渐转变成一种以风险管理为导向，银行利润的获得被看成是对所承担风险有效管理的补偿。金融危机更是加强了整个银行业对流动性风险的认识和管理。

再看现在大家都在说的资金空转。空转其实是利用了货币银行学中乘数效应即杠杆原理。举例来说，假设央行向银行投放了 10 亿的新增货币，准备金率为 20%。银行首先要拿出 2 亿存到央行以满足准备金要求，剩下的 8 亿贷给企业。企业通过销售产品转换成 8 亿现金存入银行，于是银行又可以提取其中的 1.6 亿作为准备金，剩下的 6.4 亿继续放贷。通过如此循环，央行新增投放的 10 亿理论上最多可以产生 5 倍的杠杆（1/20%），即 50 亿的流通货币，实现刺激实体经济发展的目的。这种乘数效应是健康有序的，因为实体经济中所发生的真实现金又流回银行了，作为银行新一轮放贷的基数。

空转跟上述原理类似，分为质押式回购和放贷式两种：质押式回购是银行间的交易，期限在隔夜到 7 天；放贷式空转则是在银行、项目公司、信托公司之间转圈并以理财产品发出，期限长达数年，更具风险性。先说质押式回购。假设银行获得了央行的 10 亿增量货币，但没有去放贷，而是购买 10 亿的国债，然后用此国债作为抵押从另一家银行融资 9.5 亿（假定回购利率为 5%），再去购买 9.5 亿国债，然后再去抵押进行再融资。如此循环，理论上可获得最多 20 倍（1/5%）的杠杆。由此可见，钱在银行间转上几圈就可获得数倍资金且比在实体经济中循环要快得多。银行只要将利用杠杆放大过的资金投资在超过回购利率的债券品种（如城投债、企业债等），就能获得可观的利润。这比在实体经济中赚取存贷利差要容易和快得多。利益驱动下扩张式经营的银行当然会对此种空转方式趋之若鹜。

再说潜在风险更大的放贷式套利方式。假定银行放贷 10 亿给某一方政府的高速公路项目，贷款利率为 10%，期限为 5 年。怎样来放大杠杆呢？银行首先设计一款以该高速公路项目的未来收益为抵押的理财产品，规模 10 亿，年化收益率 5%。随后将此理财产品卖给一家信托公司，约定好利润分配，并由银行来代销此产品。10 亿的理财产品卖出去后，扣除给信托公司的分成和其它成本（假定 3 亿），又有 7 亿钱回到银行手里，于是银行就再找下一个 7 亿的项目继续放贷，再委托信托公司发理财产品

品，如此反复实现循环套利。

李锦：这些年银行的钱要么是在金融系统空转，要么投向了大企业、房地产以及地方政府手中的融资平台，大部分中小企业依然存在拿不到钱，或者融资成本过高。而很多大企业拿到了钱也并没有直接用于投资。资金又再次通过信托等渠道，回到金融领域。这种现象从 2009 年以来，已经发展到无以复加的地步了。

政府管好货币纪律，市场发展金融

《中国企业报》：此次，银行间市场利率在市场过度反应的推动下出现罕见飙升的情况下，中国央行并没有及时采取逆周期操作的方式，通过降息或降准来向市场投放流动性以对冲已经开始出现的流动性恐慌，而是试图利用公开市场操作引导市场流动性恐慌的预期走向平稳。您认为央行的这种做法说明了什么？

何众志：现在央行如果降准降息的话，等于说是又释放增量了。央行目前基本上是收紧的，让各商业银行自己盘活存量，去杠杆化，倒逼商业银行自己查风险。我认为，央行短期内不仅不能释放增量，而且应该强化监管措施。先要求银行对质押式回购和以未来现金流做抵押的理财产品的规模和链条进行自查，再由监管部门派遣调查组进行核查。先是知道风险规模到底有多大，然后加强理财产品尤其是未来不能保证实现的现金流的风险防范。

而对非银行金融机构应该是开放的。大力发展企业债、商业票据市场、中小企业债市场等给企业直接提供融资渠道。

李锦：中国对虚拟经济、金融创新，包括服务业等第三产业，走的步子太快了，实际上没有发展到一定程度，却过度利用了金融创新，银行高度膨胀起来。银行和企业的关系，实体经济和虚拟经济的关系，和生产力和生产关系的关系是一样的，是互相协调的。而目前对于中国经济发展的阶段性特征判断发生了错误，认为香港和美国靠金融赚钱，中国也应该走这条路。以至于中国 500 强上市企业 2540 多家赶不上 16 家银行的利润高，钱都被银行赚去了。这里存在着大的决策失误。必须改变金融政策，从实体经济出发，单纯抓金融必然要失败，要实体和银行一起抓。靠银行自己抓金融改革也肯定不行。

《中国企业报》：在金融对实体经济的支持不够才导致了今天“钱荒”的普遍看法下，您认为怎么样才能吸引金融为实体经济服务？

何众志：如前所述，现在迫切要

做的有两点：一是加强对银行的监管、自查和核查，确定潜在风险规模，落实风险管理尤其是流动性管理的制度和措施。

二是要大力发展非银行类金融机构的直接融资渠道，通过市场化的手段逐渐使其转到实体上来。市场化的直接融资渠道在美国企业融资是主要的方式。有一个企业交易债市场，通过交易定价，绕开银行唯一的垄断局面。单纯去动银行的奶酪，没那么容易。在银行过分强大的情况下，应该换一种思路，用直接融资的方式走市场化的道路。

如果企业债有一个完整成熟的市场，一旦企业债发行，马上就有投资者购买，这就给发债的企业提供了融资。目前企业债在中国大的企业有一些，但还处于高度垄断阶段，大多处于持有不流动状态，没有交易，没有市场定价，没有活跃的二级市场。而靠银行融资的方式已经不为大众所接受了。

在美国，中小企业不可能进入商业票据市场，他们怎么办呢？有一个中小企业债市场，或者叫垃圾债市场和收益债市场，进行直接融资。这是银行体系之外的直接融资。

《中国企业报》：巴克莱认为，中国“李克强经济学”的三大支柱是：不出台刺激措施、去杠杆化和结构性改革。结构性改革的成败将决定政策命运。您认为呢？

何众志：其实目前最让人担心的是由于经济的显著下滑，导致的未来现金流不能实现的风险。本来预测年 10% 的收益，而且这个收益已经通过理财产品卖出去了，唯一依赖于中国高速发展的经济上的收益兑现不了，就会蕴藏极大的风险。

李锦：结构性改革说的还是过去投入到虚拟经济的部分，要引导到实体经济上来。政府应该对一些产业出台扶持政策，适当倾斜，给银行激励，让其愿意去投资。立足长远，就是不出台新的刺激措施，“紧货币，松市场，转实体。”货币纪律加市场自由双管齐下，让虚拟经济与实体经济协调起来。一个是货币增量，投资拉动扩张性的增长；一个是盘活存量，不再投钱，用好现有的钱。

对银行政府就是要强化监管，既然是国有大行而非私有制银行，国家给了那么多的政策，占有那么多的垄断资源，就是要为国家的产业政策服务。比如说每年 30% 就是要贷给国家重点扶持的产业，进行指令性的规定，对中小企业也要有指令性规定。政府绝不能任由实力超强的银行自由发展，此次“钱荒”就是一个明显的例证。另一方面，就是大力发展金融市场和机构市场化。

紫竹评论

从“钱荒”读懂中央政府救赎实体经济的意图

■ 本报评论员 李锦

6 月以来，“钱荒”一词轰轰烈烈地席卷全国。金融机构争取短期资金的战役可用“腥风血雨”来形容。“钱荒”表象之下暴露出的是当前我国银行体系资金空转问题，背后展现出中国经济发展增量扩张与盘活存量的两条道路的胶着状态，折射出的是让资金进入实体经济的艰难。

到了 25 日晚，央行终于憋不住了，发声明说已向银行注入了流动性，中国股市立即作出反应，从 1848 点当天返回到 1900 点以上。“钱荒”过去了吗？央行这样做合适吗？会给实体经济带来什么影响，引起了舆论的声讨。

进入 7 月，中国经济走势面临新的十字路口。因为 7 月中旬的国务院年中经济形势分析会，将会是一个关键节点。这次会议将决定上周发酵的“钱荒”风波将被政策导向何方。数千万企业与银行都在关注自己的命运。

将“钱荒”推至顶点的最后一股力量是央行？

6 月 19 日，国务院常务会议正式提出“优化金融资源配置，用好增量，盘活存量”原则方向。

一周后，像是有意考验中央政府的意志，中国的商业银行、资本市场与央行共同上演了一出弹簧床上蹦蹦跳跳的游戏，并借此完成了对彼此的压力测试。央行袖手旁观的态度曾让他们大跌眼镜。然而，最终还是央行的“退让”结束了市场的恐慌性下跌。

“钱荒”事情远没有结束。这轮“钱荒”是多重因素相互作用、效力叠加的结果，而最终的推力来自央行的“按兵不动”。央行对流动性调控的新变化则让不少金融机构始料未及，它成为将“钱荒”推至顶点的最后一股力量。

从一定意义上讲，这是政策的主动调控，而不是等到泡沫破裂后的被动调整，过去的五年，政府看到经济出现下行风险就急忙忙出财政刺激货币政策。经济一下滑马上刺激，一刺激又过热，然后又开始打压紧缩，形成了一个恶性循环，终致引发中国金融危机在 2013 年 7、8 月间来临的猜想。

这一次，央行迟迟不肯“放水”，这背后是中央“用好增量、盘活存量”的决心。将“钱荒”推至顶点的最后一股力量是中央政府的意志，反映了新一届政府应对金融风险隐患的强硬姿态。

为什么不可以倒闭几家银行？

新一届政府决意“用好增量、盘活存量”的政策取向，彻底打破了市场对央行放水的预期，倒逼商业银行“正本清源，拨乱反正”。“盘活存量”表态，引发了金融机构对央行可能会冻结流动性的猜想。

这些年，央行总是放水，这种扬汤止沸、挖肉补疮式的“救市”思维，不仅不能让“钱荒”矛盾得到缓解，而且极有可能引发更加严重的“钱荒”，甚至是严重的金融危机。金融与实体经济之间过度不协调的加剧，最终将会引发美国式的金融危机。这种结局，很多人都已经预料到了。

有人总是担心银行的破产。其实银行的破产是中国金融重组重要的契机，中国没有危机就不能处理巨大的利益集团，中国的金融体系是与世界不同的，我们央行调整的利率是终端的存款贷款利率，政策性保护息差，美联储的利率是银行间的利率，这次中国飙升的是银行间利率，这是中外金融体系差别的体现，这是热钱金融套利的根源。

是不是救银行，是一个不得不说的话题。从长远考虑，应该不要救，越救越乱，并且还要痛下决心改革当前的金融体系。目前的金融体系已经成为经济社会发展的“心腹大患”，在经济方面来看，这一体系严重阻碍了转型升级，这个体系所制造的是过剩产能和巨额的债务，而非实实在在的经济增长；从社会方面来看，这个体系导致了收入差距被不公正地扩大，是社会稳定的隐患。

中国的企业破产了一批又一批，为什么不可以倒闭几家银行？也许倒闭了几家银行，新的改革大幕将从这里揭开。

把被“异化”的金融转化过来

把此次“钱荒”定义为“金融恐慌”更为恰当，其根本原因是当前的中国“不差钱”。中国经济发展模式走入了极端的困境，实体经济出现冰火两重天的罕见格局。一方面，民营经济找不到投资方向，投资无门，转而把大量的现金投资于金融体系和理财产品，导致了金融体系信用盲目扩张；而另一方面，十八大前新上任的地方官员却干劲冲天，对项目融资表现出火一般的热情，他们所依赖的融资渠道主要是正规的金融中介机构，包括银行、信托、债券市场等。

其实，银行也“不差钱”，因为金融机构的钱并没有放在实体经济中，而是放在别的地方，比如说房地产，或是放在之前 4 万亿元的投资中，或是借了现在收不回来。

核心问题是越来越多的资金在空转，并到了监管层不能容忍的程度。“钱荒”现象的背后，折射的是金融的“异化”：原本是从金融业到制造业的信贷业务，在通过一系列加杠杆的金融运作后，变味为从金融业到金融业的资金业务；金融对实体经济的支持，变成了“钱生钱”的虚拟游戏；在银行体系到处蔓延的“钱荒”表象之下，是实体经济不断失血的恐慌。

(下转第六版)