

# 中国式庞氏融资的成因及治理

目前中国民间借贷市场上的绝大多数融资行为已经演变成为典型的庞氏融资。产生中国式庞氏融资的原因，一是长期的金融压抑；二是行政壁垒下的分业监管；三是信贷资源分配中的所有制歧视。对中国而言，庞氏融资将吞噬实体经济的经营成果，加大通货膨胀并提高失业率。现实说明，现有的金融监管体制无法保证实施宏观审慎监管的有效性。中国进行金融监管改革已是刻不容缓，而金融监管改革的条件是金融监管体制的改革。

孙国茂

## 庞氏融资的概念与特征

### 1、金融不稳定理论中的庞氏融资

金融不稳定理论最早由美国经济学家海曼·明斯基（Hyman P.Minsky）提出。明斯基是现代金融理论最重要的开创者之一，国际金融危机爆发后，明斯基被公认为当代研究和解释金融危机最权威的经济学家。因为早在上个世纪 50 年代，明斯基就提出了“金融不稳定性假说”（Financial Instability Hypothesis），并先知先觉地预见了几乎整整一代人都无法理解的经济转型和金融危机。如今，金融不稳定理论已成为金融领域的经典理论，并被人们不断完善和讨论，成为政府加强金融监管和实行金融管制的理论依据。

明斯基的金融不稳定理论首先从金融体系内部入手，从债务人的类型结构进行分析，结合经济周期理论来探索金融危机的根源。明斯基认为，为投资而进行融资活动是经济运行中不稳定性的重要来源。明斯基根据收入-债务关系，将市场中的融资行为分为三种类型：（1）对冲性融资（hedge finance），即债务人期望从融资合同中所获得的现金流能覆盖利息和本金，这是最安全的融资行为；（2）投机性融资（speculative finance），即债务人预期从融资合同中获得的现金流只能覆盖利息，这是一种利用短期资金为长期头寸进行融资的行为；（3）庞氏融资（ponzi finance），即债务人的现金流既不能覆盖本金，也不能覆盖利息，债务人只能靠出售资产或者再借新钱来履行支付承诺。

如果通俗一点讲那就是，在第一种融资行为中，债务人稳健保守，因为负担少量债务，所以由融资所产生的现金流足够偿还债务本金和利息；在第二种融资行为中，债务人的不确定性开始增强，由融资所产生的现金流仅仅能够偿还债务利息，而债务的本金还要继续滚动下去；而在第三种融资行为中，债务人只能靠融资所形成的资产升值、变现后带来财富的增加来维持自己对银行的承诺，如果资产不能升值那么只能将债务继续维持下去，这势必呈现出很高的财务风险，一旦资金链断裂，不仅债务无法偿还，而且借款所形成的资产价格也会出现暴跌，从而引发金融动荡和危机。现实中，美国的次贷危机就是庞氏融资一个生动展现。次贷危机发生前，人们依靠银行的信贷购进了房产并以此作为抵押，如果房地产价格节节上升，抵押品就越来越值钱，银行的业务就会越做越大，信贷就会放松；一旦地产价格急转直下，抵押品价值严重缩水，众多的购买者丧失了分期付款的能力，即使银行收回了房产，也无法抵偿银行贷款，危机由此产生。

金融不稳定理论还认为，金融市场的脆弱性与投机性投资泡沫内生于金融市场。在经济景气时期，人们承担风险的偏好加大，高收益使投资者在承担风险方面变得越来越不谨慎，公司和个人融资所产生的现金流增加并超过偿还债务部分，自然就会产生投机的陶醉感。但是，由于市场是波动的，任何投资收益都存在不确定性，当债务超过了债务人收入所能偿还的金额时，投机性融资和庞氏融资所制造的借贷泡沫随之破裂。此时，银行和债权人必然会收紧信用借贷，作为结果，金融危机同样会殃及到那些能够负担借款的公司，于是，经济全面紧缩。

有必要说明的是，庞氏融资是明斯基在金融不稳定理论中经过严格定义的专门术语，它和人们通常所说的庞氏骗局（ponzi scheme）并不是一回事，庞氏骗局必定是一种欺诈融资行为，而庞氏融资却不

一定包含欺诈行为。在著名的《稳定不稳定的经济：一种金融不稳定视角》一书中，明斯基对庞氏融资做了进一步解释：庞氏融资通常与边缘性和欺诈性的融资活动联系在一起，虽然其最初的意图并不一定是要进行欺诈。

### 2、中国的民间借贷已成为庞氏融资

7 月 25 日，据《羊城晚报》记者调查，近来民间借贷利率已普遍涨至月息 6 分到 8 分，换算成年息高达 72%~96%，个别民间借贷公司年息甚至上升到 120%。当前银行一年期贷款利率为 6.65%，广州民间借贷利率最高已达银行贷款利率的 18 倍。报告提到，央行的调查统计表明，到 2010 年 3 月末，民间借贷余额为 2.4 万亿。而野村国际（香港）曾对中国内地的“影子银行”作过调研，按照其公布的数据，2010 年“影子银行”贷款余额为 8.5 万亿元，相当于全年 GDP 的 21%。

8 月 1 日，招商证券行业研究员罗毅、肖立强推出金融行业深度研究报告——“流动性不平均下的民间融资盛宴”，报告估计，全国民间融资规模为 6~7 万亿元，约占人民币存款总额 8%，几乎接近 7-8 万亿元的年度信贷规模！

8 月 10 日，国内主要财经媒体报道，银监会主席刘明康在银监会三季度形式分析会上明确警示信贷风险，并指出有 3 万亿元信贷资金流入民间借贷市场。

统计显示，截至 2011 年一季度末，全国共有小额贷款公司 3027 家，其中 400 多家是今年新开业的；分布在全国的各类担保公司、典当公司数量高达上万家；在我国东南沿海和江浙一带，地下钱庄和标会更是如雨后春笋一般蓬勃发展。问题是，为什么有这么多的各类机构参与民间借贷市场？为什么大量的资金没有进入银行体系而是选择了民间借贷市场？答案只有一个——追求高额利息！也就是说，目前的民间借贷市场已经发展成了一个名副其实的暴利贷市场！

以往，人们普遍认为高利贷是旧中国的社会毒瘤，事实上，在任何经济社会里我们都不难找到高利贷这种经济鸦片的踪迹。最近，媒体不断报道一些民营企业因逃避巨额债务而自杀的消息足以说明这一点。如果仅仅从定义上理解，高利贷包括了投机性融资和庞氏融资两种情况，但如果从大量的调查报告和研究报告所显示的融资成本数据上看，目前中国民间借贷市场上的绝大多数融资行为已经演变成为典型的庞氏融资。耐人寻味的是，明斯基的金融不稳定理论从逻辑上包括了三层含义：庞氏融资、金融不稳定性和资本主义经济危机，那么，中国式庞氏融资又说明和意味着什么呢？让我们还是看看明斯基是怎么说的吧：投机性融资和庞氏融资所占的比重越大，经济中总的安全边际就越低，同时，融资结构的脆弱性就越严重。

## 庞氏融资对社会经济的危害

如果明斯基的金融不稳定理论是对的，那么，大量的庞氏融资存在有可能会给社会经济带来灾难性后果，就像资本主义的金融危机一样，这种灾难性后果还将长期持续影响宏观经济运行。对于大多数人来说，可能更关注庞氏融资当前所造成的社会影响，本文从经济学角度来分析庞氏融资的危害。

### 1、加剧通货膨胀

马克思主义经济学和西方古典经济学都认为，工资、地租和利息是构成商品价格三大基本要素。因此，在全社会的经济活动中，当工资总额和地租总额不能明显下降时，资金成本上升的直接结果就是全社会商品价格

的上升。据统计，2010 年我国银行信贷规模为 7.95 万亿元，今年上半年，银行信贷规模为 4.17 万亿元，预计 2011 年全年的银行信贷规模为 8 万亿元，目前，银行信贷的年平均利息为 7%（监管部门规定为 6.65%），如果，我们假设民间借贷市场全年的融资规模为 4 万亿元，年平均利息为 40%，那么，全社会的年度融资规模为 12 万亿元，平均融资成本为：

$$R = 7\% \times 8 + (8+4) \times 40\% \times 4 = 18\%$$

尽管在规范研究的条件下，我们无法准确计算全社会平均资金成本，但我们理由相信，这样的估算可以充分说明事实真相。事实上，这是一个非常保守的估计。在这样的平均资金成本条件下，想消除和降低通货膨胀都是不可能的！换句话说，管理层任凭庞氏融资泛滥，却承诺把 CPI 控制在某一水平，这不是缘木求鱼就是自欺欺人。而对于普通大众和一般投资者来说，罔顾民间借贷愈演愈烈却一味地关注于物价指数的每月变动，则实在是一种盲目和幼稚。

### 2、吞噬实体经济的经营成果

即使按照上述保守的估计，我们也可以计算出，每年全社会的资金成本超过 2 万亿元！即：

$$K = 7\% \times 8 + 40\% \times 4 = 2.16 \text{ 万亿元}$$

统计表明，垄断整个国家经济命脉的全部中央企业 2010 年的净利润仅有 1.13 万亿元，而代表中国经济精英成分的 2176 家上市公司，2011 年尽管营业收入占 GDP 的 44%，但净利润也只有 1.58 万亿元。经过这样的比较，我们不难想象，大量的、充斥整个社会的庞氏融资可能会吞噬全社会实体经济的经营成果！

民间借贷和庞氏融资持续存在的必然结果是：要么大量的从事实体经济的小微企业在“食利效应”的作用下转而从事实体经济；要么大量的中小企业在高资金成本的压力下陷入财务困境、经营难以为继，企业最终走向破产或关闭。

### 3、增加失业率

其实，对于当下的中国来说，最严重的和最亟待解决的社会问题既不是物价，也不是房价，而是失业问题！国家统计局部门公布的 2010 年全国城镇登记失业率为 4.1%，登记失业人数为 905 万人，但是这个指标不包括农村劳动力，所以根本不能反映我国失业问题的严重程度。国家每年能提供的新增就业岗位大约 1000 万个，远不能满足新增就业人口的需要。在今年 3 月召开的十一届人大四次会议上，温家宝总理在《政府工作报告》中提出，今年我国城镇新增就业 900 万人以上，城镇登记失业率控制在 4.6% 以内。资料显示，目前我国中小企业有 1000 万家，提供了大约 80% 的就业岗位。今年初，浙江省工商局长郑宇民向社会公开的数字表明，目前我国 4300 万家民营企业提供了全部 7.79 亿个就业岗位中的 91.8% 的就业岗位！不管怎样理解，这两组数字都能说明中小企业为社会承担了绝大多数就业岗位，这意味着，哪怕有 1% 的中小企业出现破产或关闭，那么政府为解决就业所做的全部努力也会功亏一篑！更何况，从就业结构来看，中小企业中的就业者大多是社会最底层的低收入者，有的甚至没有被社会保障体系所覆盖，这样的人群一旦失业就意味着失去了所有的生存条件，必然会给社会带来严重后果。

另外，从大量的记者调查得知，民间借贷市场的资金来源主要有两个部分，一部分是银行体系信贷资金的“漏损”；另一部分是大量民间小额资金的“汇集”。民间资金的汇集事实上是一个“逆向传销”过程。在这个过程中，处在最低端的人是资金的原始提供者，处在最顶端的则是贷款机构或个人，即高利贷者。其中，个人高利贷者也被俗称为“爪王”。在原始资金提供者和“爪王”之间还有很多层“食利者”。

原始资金提供者为了避免“负利率”给自己带来的损失，把资金交给“食利者”，“食利者”起着汇集资金的作用，但他们也在层层加息——这就是为什么民间借贷的资金成本会高得惊人。一旦融资企业或个人出现财务困难，无法偿还借款，“爪王”和“食利者”就会逃之夭夭，此时，最悲惨的就是原始资金提供者，他们在瞬间沦为中国社会从未有过的破产者，结局往往比失业还要悲惨。

## 中国式庞氏融资产生的原因

造成民间借贷泛滥，产生中国式庞氏融资的原因有很多方面，本文认为最主要的有三个方面的原因，一是长期的金融压抑；二是行政壁垒下的分业监管；三是信贷资源分配中的所有制歧视。

### 1、金融压抑的结果

上个世纪 70 年代，美国著名经济学家罗纳德·I·麦金农（Ronalde I. McKinnon）和爱德华·肖（Edwarl S. Shaw）分别提出了金融深化理论。金融深化理论认为，经济发展的前提是金融不能受到压抑，政府对金融的干预将阻止或妨碍经济的发展。麦金农和肖所说的金融压抑是指市场机制作用没有得到充分发挥的发展中国家所存在的金融管制过多、利率限制、信贷配额以及金融资产单调等现象。具体表现为利率管制、实行选择性的信贷政策以及对金融机构进行严格管制等。中国学者陆峰和姚洋的研究结果也证明：金融压抑的一个后果是造成金融资源的实际成本和名义成本之间出现差距，由此激励经济体和个人参与一些不合法但却有利于推动社会生产的活动，结果，加强法治未必有助于金融的发展。在中国，金融部门门存在着“漏损效应”，即金融资源从享有特权的国有部门流向受到信贷歧视的私人部门的过程。

长期的金融压抑不仅将大量金融资源集中在国有金融部门，而且，从制度上排斥了国有金融部门以外的金融活动，这就使国有金融部门以外与金融活动有关的制度几乎成为空白。从某种意义上说，制度缺失是近年来民间借贷由萌芽到泛滥的重要原因。

### 2、微观审慎监管理念下金融分业监管失效的结果

长期以来，中国实行分业经营、分业监管的金融监管模式，金融分业监管体现了微观审慎监管的理念，把防范单一金融机构风险和防止金融风险蔓延作为监管重点和监管目标。分业监管模式最早是借鉴美国的金融监管模式，在美国，分业监管制度从金融机构的成立、经营管理、公司治理、投资原则以及信息披露等各个方面都做了非常严格的规定，基本上可以保证金融机构没有问题，这在上个世纪相当长的一个时期内被证明是有效的。值得说明的是，尽管上个世纪美国采用了分业监管模式，但是美国的社会制度和国家精神始终鼓励创新，所以，美国的金融创新一直没有因为分业监管而受到制约。然而，在中国特有的政治体制下，分业监管不仅严重制约了金融创新，而且还在金融行业内形成了以追求“部门政绩”和保护部门利益为目的的、难以逾越的行政壁垒，这样的行政壁垒极易演化为监管寻租。事实上，保护部门利益本身就是一种集体寻租，更不用说国有金融部门普遍存在的“漏损效应”了。

发生在美国的金融危机是美国金融业过度创新并伴随着“影子银行”快速发展的结果。但是金融危机也促使美国政府痛下决心，全面实行金融监管改革——从过去的微观审慎监管转向宏观审慎监管。中国的分业监管也使中国产生了大量的“影子银行”，不幸的是，中国的“影子银行”繁殖能力太强，它们因为没有丝毫的创新能力和创新动力，只能从事最低级的金融活动——高利贷，或者叫中国式庞氏融资。

金融现实说明，行政壁垒不仅极大消蚀了分业监管的效力，造成监管失效和形成监管真空，而且还会加大政策疲劳，使得很多与金融监管配套的调控政策难以持续。

### 3、所有制歧视的结果

国有金融部门在金融资源配置过程

中的选择性行为长期以来一直存在，而且随着经济的发展和金融资产总量的扩大，这种现象几乎没有改变——这在其他发展中国家并不多见。由于存在准备金约束和风险约束，中国商业银行信贷行为中普遍存在着十分明显的信贷歧视，对此，国内学者已经做了大量研究。北京大学陆正飞等人认为我国商业银行的信贷歧视现象在银根紧缩的背景下表现得尤为明显，而金融监管部门在银根紧缩期间出台的商业银行贷款政策和信贷纪律则进一步加重和鼓励了信贷歧视。

统计数字显示，在过去十几年里，我国非国有部门对中国 GDP 的贡献超过 70%，但是非国有部门通过正常渠道获得的银行贷款却不到 20%。从 2008 年以来，我国持续实行“从紧的货币政策”，这一方面导致商业银行信贷歧视逐步加剧，另一方面，由于在宏观调控过程中频繁使用数量型货币工具，却很少使用价格型货币工具，导致金融脱媒现象也在逐步加剧。在此情况下，大量中小企业，尤其是民营企业只能选择民间借贷市场来满足融资需求——这是民间借贷泛滥最合理的解释。因为存在越来越大的资金需求，资金平均成本也越来越高，所以民间借贷逐步发展成庞氏融资。

7 月初，国务院副总理王岐山在所有金融监管部门参加的中小企业金融服务座谈会上强调，要十分关注民间借贷市场的状况，多措并举缓解中小企业融资困难。问题在于，如果不能从根本上消除信贷歧视，中小企业就无法摆脱对民间借贷市场的依赖。从本质上说，信贷歧视所反映出的正是所有制歧视。

## 金融监管改革势在必行

民间借贷的泛滥需要具备两个基本条件，一是在银行体系资金成本缺乏弹性的情况下，经济运行中存在着大量的从银行体系“漏损”出来的信贷资金和以规避“负利率”为目的的社会闲置资金，二是存在着大量的以逐利为目的的“影子银行”。人们不禁要问，为什么银行体系的信贷资金会发生“漏损”？为什么“影子银行”会野蛮生长？我们的金融监管部门哪里去了？金融监管究竟效率何在？

### 1、金融监管改革迫在眉睫

2010 年 7 月，在奥巴马政府的极力推动下，美国国会最终批准了《金融监管改革法案》（即《多德-弗兰克华尔街改革和消费者保护法》）。该法案的通过对全世界的金融监管改革产生了巨大影响，当时，国内很多专家学者对中国金融监管改革也提出了建议和观点，但是，随着时间的推移，这些要求金融监管改革的呼声已经渐渐弱化。今天，当我们重新回顾和审视时就会发现，当时的很多观点和建议大多基于对美国金融监管实践的“路径依赖”，而非立足于中国的金融现实。中国和美国在监管理念、监管体制、金融市场结构和金融市场发育程度等很多方面存在巨大差异，这意味着，造成金融危机的风险因素也会有很大差异，而眼前正在发生的中国式庞氏融资就恰恰说明了这一点。

大量的民间借贷已经引发了很多社会问题，它可能产生的各种风险也已引起政府、金融监管部门以及社会各界越来越多的关注。在无法解决资金供给，满足中小企业资金需求的情况下，要想消除民间借贷和庞氏融资是不可能的。短期来看，尽快完善相关制度，以过渡性的制度安排来弥补监管真空，规范民间借贷市场，不仅必要而且有效，可以达到控制风险，防止风险蔓延的效果。但从长远看，如果不进行金融监管改革，提高金融监管效力，庞氏融资还会大量产生并长期存在。因为只要大量的“影子银行”继续游离于金融监管之外，它们就会利用分业监管的行政壁垒，绕开监管从事风险业务。愈演愈烈的庞氏融资告诉我们，进行金融监管改革已是迫在眉睫，刻不容缓。

### 2、宏观审慎监管是金融监管改革的唯一选择

2010 年 11 月，在韩国首尔召开的 G20 峰会正式审议通过了巴塞尔委员会制定的第三版巴塞尔资本协议，即巴塞

尔协议Ⅲ。巴塞尔协议Ⅲ所增加的最重要的内容就是对系统重要性金融机构的附加资本要求等一系列具备鲜明宏观审慎特征的新规定，体现了宏观审慎监管的金融监管理念。包括中国在内的与会国家承诺将执行这个协议，并实行金融监管改革。2011 年 5 月，中国银监会正式发布《中国银行业实施新监管标准指导意见》，提出将宏观审慎监管与微观审慎监管相结合的监管改革思路，并在巴塞尔协议Ⅲ的基础上规定了中国银行业资本充足率、杠杆率、流动性和贷款损失准备等监管标准。6 月，央行行长周小川公开表示，以加强宏观审慎管理为核心的国际金融改革正在稳步推进，其典型内容是 G20 所支持和认可的巴塞尔协议Ⅲ。从中国情况来说，我们有必要、也有条件尽快采纳和运用宏观审慎性政策框架，而且写入了国家“十二五”发展规划。

所谓的宏观审慎监管就是通过对系统重要性金融机构的监管和风险相关性的分析，来防范和化解系统性风险，确保整个金融体系安全运行，避免金融危机发生的一种监管理念模式。与微观审慎监管相比，宏观审慎监管在监管的中间目标和最终目标上都有明显的区别。在中间目标上，宏观审慎监管关注防范金融体系的整体失败，而微观审慎监管则重在防止单一金融机构的破产；而在最终目标上，宏观审慎监管意在避免或降低因金融不稳定而引致的宏观经济成本，而微观审慎监管则旨在保护金融消费者的利益。采用宏观审慎监管是那些经历过金融危机国家在总结失败教训并经过深刻反思后的选择。因为庞氏融资的大量存在，中国的金融现实令人担忧，要避免“影子银行”酿成系统性风险，宏观审慎监管是金融监管改革的唯一选择。

### 3、监管体制改革是实施宏观审慎监管的必要条件

尽管宏观审慎监管已经成为中央政府和金融监管部门的共同选择，但对如何实施宏观审慎监管却缺乏统一认识，各方观点莫衷一是。中国社科院李杨认为，实施宏观审慎监管的关键是建立协调机制，一是监管当局的协调，重点是功能监管体制的建立及监管规则的统一。二是监管当局和货币当局的协调。货币政策主要是宏观的总量的政策，而金融监管是微观的结构性政策，所以重要的是总量政策和结构政策协调。三是监管当局、货币当局、财政当局与发改委当局的协调。

而国务院研究中心夏斌认为，基于目前中国“一行三会”的监管格局，有必要在此基础上，成立一个宏观审慎管理小组或机构，汇总搜集相关数据，研究制定具体的相机抉择目标和政策指标，参与在宏观审慎管理上的国际合作等，统一向国务院决策负责。

笔者认为，现有的金融监管体制无法保证实施宏观审慎监管的有效性。一个典型的例子是，2004 年 6 月由中国银监会、中国证监会和中国保监会三家金融监管部门共同建立的“监管联席会议机制”。监管联席会议成员由三家监管部门的主席组成，每季度召开一次例会，讨论和协调有关金融监管的重要事项、已出台政策的市场反应和效果评估以及其他需要协商、通报和交流的事项。2004 年 6 月 28 日，三家金融监管部门又对外公布了监管联席会议的工作制度——《在金融监管方面分工合作的备忘录》。此后，监管联席会议只召开了一次，就再也没有结果了。要确保宏观审慎监管的有效性，只有对现有监管体制进行改革，打破金融监管中的行政壁垒才能全面实施宏观审慎监管。在今年 1 月出版的《制度、模式与中国投资银行发展》一书中，笔者提出未来中国金融监管模式应该是带功能性监管特征的统一监管，监管体制是成立国务院金融监管委员会。事实上，国内学者吴晓求、钱小安等人早在几年前就提出，中国金融监管模式应该是“一行一会”，而不是“一行三会”。

（作者简介：孙国茂，中央财经大学经济学博士、教授、博士生导师；曾在美国宾夕法尼亚大学、加拿大不列颠哥伦比亚大学和英国里丁大学做过访问学者、学习和进修；曾在国内多家大型金融机构担任过董事长、总经理等职；著有《公司价值与股票定价研究》、《制度、模式与中国投资银行发展》等 5 部个人专著，并在《管理世界》、《经济学动态》和《岳岳论丛》等刊物发表论文多篇。）