

# 从资金供求关系看流动性偏紧

刘兴祥

根据最新数据,国内资金面“流动性泛滥”与“流动性紧张”并存的局面将继续维持。央行近日公布的数据显示,截至2013年底,我国广义货币( $M_2$ )余额达到了110.65万亿元,同比增长13.6%。在新增贷款方面,去年新增人民币贷款8.9万亿元,创出4年来新高。然而,在这种情况下,去年我国连续多次出现了罕见的流动性紧张局面,继去年6月20日银行间隔夜拆借利率创出年内高点后,每到月末,货币市场各期限利率水平均会有所上扬。去年12月下旬,利率水平更是出现了飙升。

## 社会融资规模超过新增货币量

换个角度看,流动性泛滥与流动性紧张所指的重点是有差异的。流动性泛滥主要是指货币供应量从2009年以来的大幅增长,目前我国已经成为全球 $M_2$ 规模最大的国家。初步统计,目前我国 $M_2$ 新增供应量约占全球新增总量的一半(据央行数据,连续4年来,我国 $M_2$ 新增货币供应量占到全球新增总量的一半)。2008年底,我国 $M_2$ 的余额

为47.52万亿元,2013年底则已经超过了110万亿元,无论是绝对额还是增幅,显然都是非常可观的数字。而与 $M_2$ 同步实现跨越式增长的,还有社会融资规模:去年社会融资总规模为17.29万亿元,比2012年多1.53万亿元,创出了历史新高。流动性紧张和资金需求是同步发生的。

具体来看,社会融资规模由四大部分组成,包括金融机构本外币贷款、实体经济通过金融机构表外的融资、直接融资和其他融资等,基本上可以反映当前国内的融资需求,也就是对资金的总需求。与此相对应,从国内实际情况出发, $M_2$ 增量就大体反映了当前资金的总供给。显然,将全社会资金供给与需求进行对比,我们对流动性紧张应该能有更多认识。

根据央行公布的数据,在2008年以前,社会融资规模一直增长较慢,增速低于 $M_2$ 增量,也就是资金需求小于资金供给,从2008年以来,社会融资规模突飞猛进。央行数据显示,2009年的社会融资规模达到了13.9万亿元,2010年至2012年的社会融资规模分别为14万亿元、12.8万亿元、15.7万亿元。与2008年以来的 $M_2$ 变化相对比可以发现,在社会融资规模大幅增长之后,从2009年开始,社会融资

规模开始超过 $M_2$ 增量。这也就意味着,资金需求一举超过了资金供给。从这个层面来说,流动性紧张其实已经存在了。

特别是在2009年至2012年4年间,社会资金需求超过供给的部分在逐步加大。数据显示,2012年的全社会资金缺口就达到3.5万亿元。在2013年,这一数字则进一步明显增长:2013年上半年的社会融资规模为10.15万亿元,比2012年同期多2.38万亿元, $M_2$ 增量则仅为8万亿元,二者相差超过了2万亿元,这已经超过了2010年与2011年全年的差额了。恰恰就是从去年5月份起,历时最长的流动性紧张局面开始发力,市场利率也大幅走高。去年全年,全社会资金需求较资金供给足足多出了4万亿元,这样,过去5年的资金缺口总额超过了10万亿元。在很大程度上,这解释了为何去年下半年资金面一直较为紧张。

## 资金供求矛盾的消融需要时间换空间

当然,此轮流动性紧张是多种因素合力的结果,就全社会资金供给与需求对比的角度而言,一个现实的问题是,社会融资规模持续维持高位的原因何在?是否能够有机会得到缓解,从而让流动性紧张的压力减小?

目前来看,有两方面原因产生的矛盾是比较直接的。一方面,去年以来以理财市场大发展为代表的“体外循环”;在监管缺失的情况下,银行大量信贷资金投入到钱生钱的高收益领域,体外循环

的雪球越滚越大,形成巨大的“钱窟窿”;鉴于市场压力,央行又不得不投放资金去填补窟窿,导致恶性循环不断上演,导致资金价格越来越高,企业融资难度越来越大。

另一方面,2008年4万亿投资的直接后果是,大量低效的投资导致了融资规模的持续累积,一个重要标志就是近年来固定资产投资额与固定资本形成额之间差额显著扩大。事实上,在2007年以前,固定资本形成额甚至大于固定资产投资额,而2008年以后,这种情况发生了根本性变化,到了2012年,1元的固定资产投资只能形成约0.7元的固定资本。投资效率大幅下降的后果就是,大量投资不能在当期产生现金流,从而无法实现项目的自我良性循环,只能依靠持续的进一步融资,大量的融资需求因此滚雪球式扩大,这就直接导致社会融资规模近几年来持续快速增长。

显然,如此庞大的社会融资规模是难以持续的,在货币政策上,如果此时贸然保持宽松,那么潜在的系统风险就会扩大。权衡之下,当前较好的做法就是以时间换空间,通过流动性紧张推升利率,从而将资金挤出效率较低的投资领域,切实化解产能过剩的矛盾,逐步降低社会融资规模,到时流动性紧张的局面才会从根本上得到缓解。因此,对于未来一段时期的流动性状况,我们还没有乐观的理由。

## 焦点评论

### IPO监管加强 新股集体降价



新股发行有三高,市场炒作仍发烧。  
监管部门频出手,改革措施渐收效。  
破发往事务必记,暴富迷惑赶紧抛。  
盲目打新多陷阱,理性投资最重要。

ICLONG/漫画  
孙勇/诗

■贾语村言 Jia zhuang's Column

## 吃饺子与新股发行体制改革



贾壮

中国股市有两个特点:一是矛盾和问题多,二是建言献策者众。为中国资本市场发展支招的人当中,有主张“一招就灵”的理想主义者,也有坚持“招招不灵”的虚无主义者。

有的时候,这两种特点会集于一身。一些人热衷简洁的线性思维,为资本市场发展开出的药方往往遵循统一句式,只要如此这般,就能长治久安;当他们发现自己的招数并不奏效的时候,又会得出一个凶巴巴的结论——中国股市没治了,由坚定的理想主义变成彻底的虚无主义。

最近,正在进行当中的新股发行体制改革就遭遇这种舆论环境。改革坚持市场化、法制化取向,突出以信息披露为中心的监管理念,并以此为准则进行了严密的制度设计。在有些人看来,这些都是“一招就灵”的路数,而当出现奥塞康这样的极端案例之后,他们又变得非常悲观,“看来中国股市还是不能搞市场化”。

很多人都听过一个吃饺子的笑话,某君吃饺子,吃到第30个才饱,他非常后悔,自己应该直接吃第30个,把前面那29个饺子省下来。大家都能看出此君的荒谬之处,他不知道从饥肠辘辘的“必然王国”到酒足饭饱的“自由王国”需要一个过程,前面那29个饺子是必由之路。

不管是猪肉大葱馅儿还是韭菜鸡蛋馅儿,成年人只吃第一个饺子肯定不会饱,效仿前述某君只吃第30个饺子也是迂腐之极。新股发行体制改革同吃饺子是一样的道理,监管者的政策设计应该是第一个饺子,政策执行过程中,还需要突出事中监管、事后严格执法等第二、第三个饺子,待到市场化理念深入人心、市场主体归位尽责、投资者利益得到有效保护之后,改革成效方能充分显现。

改革之难在于触动利益,改革不仅要调整现时各利益主体之间的关系,还要协调当前利益与长远利益的矛盾,有时后者的难度更大。证监会主席肖钢说,“有些改革的效果往往短期内显现不出来,遇到困难就容易退出,或者叫摇摆,或者叫反复,这是经常发生的”,所以“改革的效果需要放在一个比较长的时期内来观察和检验,改革要有一股韧劲”。

这股韧劲的前提是坚信改革的方向正确无误,对于中国资本市场的改革取向,即便是虚无主义者也是认同的,只是大家都要有点“过程意识”,饺子只要坚持吃,总有吃饱的时候。要是因为暂时没吃饱而怀疑饺子是否可以充饥,甚至建议改吃石头,则无论如何也无法吃饱,甚至有可能一命呜呼。

## 尽量让或将出现的“银行破产”软着陆

莫开伟

随着存款利率全面市场化逐步临近,银行经营即将市场化,部分银行或将会出现经营失败和破产;而银行业“优胜劣汰”,能够推动银行业生存更生态化、更好地保护广大银行消费者权益,实现金融资源最优配置,也离不开“破产”这一灵敏“调控器”。但也要看到,一旦有银行破产,必将产生较强的社会负面震荡效应,不仅对银行经营、存款者是一种打击,而且也将影响经济环境和社会稳定。因此,笔者认为,如何尽量让或将出现的“银行破产”软着陆,是当前需要破解的一道命题,除做好存款保险制度和银行破产法等顶层制度设计之外,还应夯实三项工作:

一旦银行破产将牵一发动全身,涉及范围宽、利益主体多,广大普通民众会产生恐慌心理,这对稳定银行经营安全更为不利。因此,各级政府部门应该向民

众宣传与银行破产有关法律规范,让民众了解银行是企业,企业经营的亏损和破产是必然的;政府对其经营风险不再兜底。加强相应的宣传教育后,当银行破产发生时,使民众能正面面对,增强民众心理承受能力,不致发生恐慌传染。银行破产后,要主动配合银行经办相关部门做好存款保险赔付、疏导民众情绪、防止各种谣言、防范骚乱危害银行营业网点安全等善后事宜,使银行破产能够按法律程序有序推进。

银行破产事关银行社会形象,是一项涉及整体银行业经营声誉的社会重大事件,一旦某银行发生破产,就可能“城门失火,殃及池鱼”,其他银行经营也遭受影响。可见,银行破产不是单个银行的事,而是银行系统性、全局性的大事。因此,存款保险公司要充分发挥监督作用,建立相关监督体系,引入社会外部监督:一是破产前,要引导全体银行肩负高度社会责任感,让每个银行

把经营得失与银行业整体命运联系在一起,珍视自己经营声誉和发展命运,在经营上始终树立长远发展眼光,把防范经营失败和规避破产命运当作经营头等大事来抓。同时,建立科学评价机制,随时掌握银行经营动态和风险状况,督促银行建立自我约束机制,尤其让银行打消以为上缴了存款保险费、民众存款风险就与己无关的不负责任行为,克服信贷投放及其他投资不顾风险、发生道德风险的“经营惰性”。二是

破产后,要及时按法规赔付民众存款,化解民众积怨,稳定社会秩序,减少社会负面影响。银行破产不是短期的、特殊的经济现象,将是一种长期的、普遍的经济现象,因为经济具有周期性,银行破产也会随经济周期的发生而发生。因此,银行应对破产,必须有长久之策、有逆经济周期之举,银行应该充分做好准备:一是要切实调整经营战略,实现经营转

(作者单位:湖南省怀化市银行监管分局)

## 今年央行货币政策应适当留有余地

周子勋

新一届政府执政首年守住全年7.5%经济增长的政策目标基本板上钉钉。此前,国家发改委主任徐绍史曾表示,2013年国内生产总值(GDP)预计同比增长7.6%左右。令笔者感兴趣的是,维持这7.6%经济增速背后的货币投放量。

## 银行信贷占比呈现整体下降趋势

央行1月15日发布的2013年统计报告显示,2013年末,广义货币( $M_2$ )余额110.65万亿元,同比增长13.6%,分别比11月末和上年末低0.6个和0.2个百分点;狭义货币( $M_1$ )余额33.73万亿元,同比增长9.3%,比11月末低0.1个百分点,比上年末高2.8个百分点。全年人民币贷款增加8.89万亿元,同比多增6879亿元。12月份,人民币贷款增加4825亿元,同比多增279亿元。

从央行的角度来看,显然,货币政策的中间目标仍是 $M_2$ 。

正如全国人大财经委副主任委员、前央行副行长吴晓灵所言,金融危机的教训显示,货币和金融资产的概念是不能混淆的,再强的金融资产工具最终都不可能替代货币。多年来,中国依靠投资拉动经济,而中国经济一直在高速增长,这使得 $M_2$ 以持续较快的速度增长。2010年 $M_2$ 同比增长高达19.7%,2011年 $M_2$ 同比增长13.6%,2012年 $M_2$ 同比增长13.8%,而2013年 $M_2$ 增速为13.6%,这无疑是政策所期望的放缓,也缓解了央行货币政策的压力。

有人说,央行早已将社会融资规模用来取代 $M_2$ 作为货币政策的中间目标。不过,从实际情况来看,社会融资规模替代的是银行信贷规模。值得注意的是,在金融脱媒的大趋势之下,中国社会融资结构出现了变化,即银行信贷占比呈现比较明显的整体下降趋势。

以人民币贷款为例,2002年的占比为91.9%,2003年降为81.1%,从2004年至2009年,一直在60%至79%之间变化,但整体呈下降趋势;2010年迅速降为56.7%,2011年为58.2%,2012年则降为52.1%,2013年下降到51.4%。银行信贷占比减少的背后,是非信贷类融资的大幅增长。委托贷款、信托贷款等迅猛发展,在社会融资中的占比都分别达到10%以上的比重。尤其是在国内收紧信贷之后,各类创新的融资方式大量涌现。

## 今年货币政策将会维持中性偏紧

这种背景下,市场普遍关注2014年货币政策和货币供应情况将会如何。中国央行调查统计司司长盛松成表示,2014年将灵活运用各种流动性管理工具,使货币条件既不太松也不太紧,进一步改善金融资源配置,盘活存量、优化增量,整合金融资源支持重点领域和薄弱环节发展。这一表述与2014年央行工作会议定下的基调保持一致。从央行货币政策的基调来看,与过去阐述的政策一致,是否有不同要看实际的执行。尤其在2013年年中、年末两度发生“钱荒”和利率大幅波动的背景下,2014年稳健货币政策的实际执行令人关注。

央行遵循“既不太松也不太紧、保持适度流动性”的政策思

路,有一个因素不容忽视:地方政府今年面临的融资成本可能普遍上升。以城投债为例,2014年伊始,城投企业的融资成本依旧高企。继去年12月发行13亿湖高新债01票面利率至8.70%后,1月初刚发行的14怀化债01票面利率高达8.99%,尽管该债券评级均不高,最新评级均为AA,但8.99%的票面利率,仍是14怀化债簿记建档利率区间的上限,这在此前的企业债招标中并不常见。与此同时,2014年也面临城投债兑付高峰。

据交通银行金融市场部数据显示,2012年、2013年城投债规模迅速扩张,2014年将迎来接近3500亿元的兑付高峰,尤其是今年3月、4月到期量最高。不久前,国家发改委向市场传递了两个重要信号:一是允许地方政府“借新还旧”,二是鼓励债务“弃暗投明”。但这只是为地方政府找到了喘口气的办法,而承受地方债务的压力实在没法帮忙。

市场一般认为,由于2013年上半年 $M_2$ 高基数及投资比重较高的影响,2014年上半年的 $M_2$ 增速可能回落。在利率市场化推进及货币刺激投资模式改善的情况下,再加上2014年中国的外汇占款新增规模可能下降, $M_2$ 增速有望在今年明显放缓,逐步接近甚至低于13%。在笔者看来,如果今年 $M_2$ 增速出现放缓,那么无疑显示了今年“稳健货币政策”的执行基调——在推动经济结构调整、宏观经济有意放缓增速的背景下,货币政策将会继续维持中性偏紧的态势。对于银行信贷之外的众多融资创新渠道,107号文已经展现了监管部门有意规范的政策思路,如果对影子银行也加以限制,将使得今年的中性货币政策偏紧的态势更加明确。

## 货币政策应留有宽松余地

货币政策和货币供应的变化,对货币市场利率将会产生明显影响。随着利率市场化加快、规模持续增长的理财产品以及互联网金融产品将继续提升银行的负债成本,银行的风险偏好将会提升,争夺资金的大战在2014年仍将不断上演。整体来看,2014年的货币市场利率水平很可能上行,或者在高位徘徊。

不过,正如专家所言,由于国际国内经济的不确定性较多,因此2014年央行货币政策也应该适当保留一定的宽松余地。比如虽然稳增长、控通胀、调结构等大目标没有变化,但财政政策不会再加大赤字,可能会集中精力化解债务风险,尤其是地方债务风险,这种情况下需要货币政策的适当宽松。再如调结构方面,2014年去产能化压力比较大,高企的市场份额,对实体经济的影响比较大,如果资金价高量紧,那么结构转型的总体金融环境就更狭窄。此外,金融体系本身也需要化解表外风险,化解影子银行的结构性风险。在这样的多重压力下,货币政策理应留下一点灵活宽松的余地。否则,2014年中国宏观经济承受的压力过于集中,如果市场预期变坏,再扭转过来就十分困难了。比起由于货币政策过紧导致局部泡沫破裂,货币政策灵活宽松带来的变数增多也算是诸害相权择其轻的选择。

## 联系我们

本文章如无特别申明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给0755-83501640;发电邮至pp118@126.com。