



金融研究总监：詹向阳

城市金融研究所所长：周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力 王小娥 杨 苒
李 露 孙含越

执笔：赵幼力

youli.zhao@icbc.com.cn

相关研究：

2014/7/29 《对中行“优汇通”事件的解析》

2014/7/14 《“微刺激”缓解中国经济下行压力——2014 年上半年中国宏观经济金融走势、政策分析及未来展望》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供我行内部参阅，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

货币如水 因势利导 ——对国务院常务会议“金十条”落实措施的 几点思考

要点：

- 货币主义大师弗里德曼对于货币有个简单而深刻的论断，那就是“货币似水”。资金的逐利性使其必然流向能够提供高额回报率的领域。如果在资金的逐利之路上出现一些关卡，资金中介会出现，并帮助资金流向“洼地”。这种特征在货币领域，就表现在当基准利率在上浮之后仍然低于市场利率时，资金就会通过各种途径摆脱基准利率的束缚。近几年来，“影子银行”蓬勃发展，无非是资金流向利率市场化程度更高的商业银行表外业务和商业银行体系之外，委托贷款、信托贷款、同业业务的繁荣发展都是在帮助资金绕过监管的限制，获得真实的市场价格。
- 在解决企业融资难、融资贵的问题时如果能够充分考虑并尊重资金的上述属性，政策的落实将更加顺畅，效果也会更加明显。第一，引导资金流向最可靠的方法是提高所鼓励投向的回报率。第二，地方政府是因为具备统筹地方财力、腾挪各类资金的能力，才能够用高利息支撑低回报的项目。所以增强地方政府的财务硬约束，能够大幅降低全社会对高价资金的需求。第三，简化融资环节，减少参与者，还需要统一各类金融机构的监管标准，减少政策的套利空间。最后，增强货币政策的有效性还需逐步拉平银行体系内外的利率水平。



国务院总理李克强 7 月 23 日主持召开国务院常务会议，部署多措并举缓解企业融资成本高问题，会议认为，当前我国货币信贷总量不小，但企业特别是小微企业融资不易、成本较高的结构性问题依然突出，为有效缓解这一问题，会议提出了十项举措，着力解决四大问题：**在总量方面**，坚持稳健的货币政策，保持信贷总量合理增长，优化信贷投向；**在降低融资成本方面**，抑制金融机构筹资成本的不合理上升，缩短企业融资链条，整治层层加价行为，清理整顿不合理收费；**在改善供给方面**，优化商业银行小微企业贷款管理，提高贷款审批发放效率，加快推动具备条件的民间资本依法发起设立中小型银行等金融机构；**在使用价格杠杆方面**，再次重申有序推进利率市场化改革。

从 2013 年决策层开始提出“盘活存量资金，支持实体经济”以来，中国货币金融领域存在的问题一直没有得到根本的解决。一是**宏观领域宽松的货币供应与微观主体紧张的具体感受相背离**。6 月末，我国广义货币 (M2) 余额同比增长 14.7%，远超出年初设定的 13% 左右的增长目标。但社会经济主体普遍感觉资金短缺，贷款利率也出现持续上涨。民间资金市场利率达相当高度，甚至已经出现了惜贷现象。**其次，商业银行稳存增存压力不断增加，传统的存款对货币供应的表征作用越来越小**。今年以来，我国两次出现 M2 月度值大幅增加，同期存款却大幅减少的情况：2014 年 1 月，M2 月增 1.7 万亿，存款减少 9428 亿，二者有着近 2.8 万亿的差异；2014 年 4 月，M2 月增 8125 亿，而存款减少 6546 亿，二者之间的差异近 1.5 万亿。这在往年都是非常罕见的现象，这意味着越来越多的资金不愿在传统的存款账户上留存。每个季末，资金如“天下归周”般回流存款账户；每个季初，资金又如“过江之鲫”般流出存款账户。这大进大出的存款是否就是通常语焉不详的“影子银行”？这些存款从哪里来，又到哪里去，将为我们研究“影子银行”运作提供一个新的视角。**三是，融资链条越来越长，各类金融机构都企图在高企的融资成本上分一杯羹**。央行副行长刘士余在清华五道口的全球金融论坛中一次“接地气”的发言中形象地描述了这种现象。他说：“公众拿钱到一家银行购买 8% 的理财产品，这家银行再加三个点，11% 走通道，通道的特权机构再加三个点，就进入实体，14% 左右，这还算不错的成本。但这种层层加水，每个环节都扒皮加码的做法直接抬高了实体经济的成本。”

货币主义大师弗里德曼对于货币有个简单而深刻的论断，那就是“货币似水”，发行后如水般迅速地流淌开来。如果货币如水，那一定具备水所固有的一些特征。一是，水往低处流，只要有洼地，水最终都会在地球引力的作用下流进洼地。资金也是一样，

所不同的是，决定水流方向的是地势的高低，决定资金流方向的是回报率的高低。长期以来，我国“三农”和小微企业融资难的根源并不在于银行资金总量的紧张，而在于资本的逐利性导致资金倾向于流入风险更低、回报更高的项目（比如房地产和地方政府融资平台），甚至纯粹的“资本运作”项目。在GDP增速只有7.5%的水平上，究竟哪些领域可以提供如此高的回报？在对浙江企业家的样本调研中发现有这样两种情况，虽然不尽全面，但具有一定的代表性。能提供高额回报的项目，一类是庞氏骗局。筹资的时候宣称为项目投资，但实际的操作是用下家新进来的投资偿还上家的本息，下家进去的人越多，能支付的本息越高。筹资人“击鼓传花”，月利率从1分上涨至5分，资金链渐渐脆弱，最终出现断裂，借款人卷款跑路。另一类能提供高额回报的是地方政府的项目。随着政府层级的下降，市县以下的政府融资平台从商业银行获得贷款的难度越来越大。于是一些民间金融公司，吸收投资人的资金，给予投资人7-8%的资金回报（略高于理财产品），通过商业银行做委托贷款，将资金最终贷给地方政府的各种项目。该金融公司分得2-3%的回报，商业银行分得2-3%的回报，最终资金的使用价格达到了14%左右的水平，中间两个2-3%的收入就是刘士余行长所谓的通道费。这两种情况有一个共同的特点，就是筹资方对资金本息的偿还并不完全依赖于投资的回报。庞氏骗局毋庸多说。地方政府对基础设施的投资虽然也能产生一定的现金流用以偿还本息，但所谓“十个茶壶九个盖”，地方政府的税收和土地收入都使其在偿还贷款时拥有很大的腾挪余地，大大增强其支付高额利息的能力。

货币如水的另一个特征是，外力难以扭转水流的方向，只要有缝隙，水流依然会坚持原有的走向。这种特征在货币领域，就表现在当基准利率在上浮之后仍然低于市场利率时，资金就会通过各种途径摆脱基准利率的束缚。近几年来，“影子银行”蓬勃发展，无非是资金流向利率市场化程度更高的商业银行表外业务和商业银行体系之外，以追求更高的回报。至于各类金融机构的“层层加码”问题，则是因为按照现行的监管政策，资金很难直接流向某些高收益的领域，于是资金的“掮客”出现了。如果市场上对某个投向、一定价格水平上的资金需求和供给都存在，但一家金融机构又不能独立完成对接，那各类金融机构之间会形成分工，各司其职完成对接。在上文的第二种情况中，就是由于很多市县一级的政府融资平台层级过低，不符合商业银行的信贷政策，传统贷款很难直接投入到这些领域。通过委托贷款将借贷行为转到表外，既不占用商业银行的贷款规模，也不受投向的限制，可谓一举两得。在前几年房地产市场高速发展的时期，监管层



无论如何收紧对房地产开发商的贷款，资金还是会通过各种途径流向房地产开发领域，因为它可以提供超额的利润。总之，如果在资金的逐利之路上出现一些关卡，资金中介会出现，并帮助资金流向“洼地”。就像每个出租车短缺的城市都会出现“黑车”予以补充，面对黑车不能出具发票的弱点，世面上又会出现专门为“黑车”提供发票的服务。近几年来，委托贷款、信托贷款、同业业务的繁荣发展都是在帮助资金绕过监管的限制，追求真实的市场价格。

回到国务院常务会议所要着力解决的企业融资难、融资贵的问题。在常务会议的当日，银监会发2014年36号文《提高小微企业金融服务水平的通知》，并于近日正式批准三家民营银行的筹建申请，预计还会有其他政策措施陆续出台。在制定具体的措施时如果能够充分考虑并尊重资金的上述属性，将会使政策的落实更加顺畅，效果也会更加明显。**第一，引导资金流向最可靠的方法是提高所鼓励投向的回报率。**只要利润有了保障，银行就敢给予贷款，融资环境是可以改变的。所以引导资金流入实体经济尤其是小微企业需要从振兴实体经济、振兴产业入手，产业振兴了，融资问题将迎刃而解。**第二，增强地方政府的财务硬约束，能够大幅降低全社会对高价资金的需求。**经济学的基本原理是价格由供需决定，资金的价格也不例外。只要存在大量对高价资金的需求，而且项目本身的偿债风险可控，资金必然趋之，价格也必然抬升。如果这些项目能产生丰厚的回报，仅依赖投资回报就能够偿还高额本息，资金应该也必须投入到这些领域，这是资源有效配置的需要。问题是，在经济中速增长的宏观环境中，能够仅依赖投资回报就能偿还10%以上利息支出的项目是非常稀缺的。地方政府是因为具备统筹地方财力、腾挪各类资金的能力，才能够用高利息支撑低回报的项目。所以地方政府使用高价资金的能力对于全社会的融资成本起到了重要的推动作用。如果对地方政府严肃财政纪律，增强财务硬约束，将能够大幅降低全社会对高价资金的需求，填平资金的洼地，资金的价格也会随之下降。**第三，简化融资环节，减少参与者，还需要统一各类金融机构的监管标准，减少政策的套利空间。**如果某些领域不符合国家的产业政策，商业银行不能对其发放贷款，那信托资金也不应支持，商业银行的理财资金也同样不应投放。对于可以做的，让各类机构光明正大地去做；不可以做的，即便绕路也不可。最后，**增强货币政策的有效性还需逐步拉平银行体系内外的利率水平。**银行体系的低利率是滋生影子银行的温床，资金试图游离于银行体系之外，追求高额的回报，这使得央行对于资金的掌控能力大大下降，季末季初的存款搬家现象也严重干扰了金融秩序。提升货币政策的有效性和

对国务院常务会议“金十条”落实措施的几点思考

精准性，需要吸引资金回流正规的金融体系内。无论是进一步推进利率市场化进程还是适当提升利率水平，只要能够拉平银行体系内外的利率水平，都是可以考虑的政策选项。当前贷款利率的上下限已经完全放开，而且在经济的下行期，不宜提高贷款利率，所以可以考虑在存款端做文章。提高存款利率水平，有利于资金回流商业银行体系，降低存贷比水平，增加银行资金供给，提高其服务实体经济的能力。而且当下还把资金以银行存款形式保留的人，多数是年龄偏大、收入偏低、缺乏金融知识、不接触互联网金融的群体，让这样全社会的弱势群体承担利息损失，补贴经济发展，将会恶化收入分配的状况。所以适度上调存款利率的上限控制，或者提高存款的基准利率水平，无论对提升效率还是促进公平都是有可取之处的。