

銀行業困局：風險大考拉開序幕

幣策扭曲 M2 畸高

銀資錯配難破解

還原明晰人行幣策目標

在全球寬鬆貨幣政策下，2015年全球M2餘額高達366萬億元，其中中國M2餘額佔全球貨幣供應總量的近40%，存量和增量位居全球第一，並且新增信貸也創歷史新高。不少市場人士認為，央行多個矛盾衝突的政策目標導致M2長期畸高，在貨幣供應量逐年增長時，經濟增速卻不斷下降，資金成本不斷上升，金融與實體之間背離日益擴大，催生資產泡沫風險。

「怪象」背後是資源配置失衡，銀行有天然逐利行為，在當下過度管制的金融體制中，國家和銀行所考量的利益不一致，導致銀行在承擔並不優質的政策性貸款時，要通過把資金投向其他高收益的地方獲得補充，這也造成貨幣政策傳導扭曲，資金「脫實向虛」。要解決這種矛盾，首先應暢通銀行等金融機構對貨幣政策傳導的毛細血管，更重要的是簡化清晰人行貨幣政策目標。

香港商報記者 張幸

疏通至實體毛細血管

實業與則金融興，金融過度增長和偏離實體經濟，終將摧毀商業銀行發展的基礎。為改變資金「脫實向虛」格局，最近幾年尤其是去年以來，監管層不斷出台各類政策，試圖引導銀行信貸資源更多地流到對資金非常渴求的實體經濟中去，這些政策包括定向降準、推出支農支小再貸款、對小微企業貸款「三個不低於」等等。

從商業銀行2015年業績報告中可以看出，在政策的引導下，各家銀行都在轉型中加大了對小微企業、三農等領域的貸款投放。如工商銀行小微企業貸款淨增1617億元，增幅為9.4%；農業銀行強化對「雙創」型小微企業的支持力度，小微企業貸款增加1133億元；光大銀行在蘇州等地進行試點，建立分行「小微信貸工廠」，提高對自主創新型小微企業的融資服務效率；民生銀行則持續優化社區網點布局，截至去年末，其持有牌照的社區支行有1576家，同比增幅達112.11%。

業內人士表示，這些政策在引導資金流向方面確實起到了積極的作用，但是，由於這些政策不能從根本上改變銀行的風險偏好，作用可能仍然有限。可以從建立投貸聯動試點、信貸資產證券化、政策性擔保機制等入手，提高銀行的風險容忍度。

「中國現在缺乏體制效率，最關鍵的還是要徹底打破金融壟斷，降低民營資本進入銀行業門檻，發展更多民營銀行，打破IPO的審批制，讓國有銀行之外的金融體系能有更大發展。」劉勝軍說，有了多元化的融資渠道之後，市場競爭自然增強，社會融資成本也會大大降低，如此整個金融體系的效率才會提升，融資難融資貴的局面才能得到解決。

解決資金錯配的問題，除了從破除壟斷、改革體制入手，更重要也是更有效的是發展其他除銀行之外的融資渠道，來輸血實體經濟。

朱啓兵認為，解決問題並不能純粹依靠人行放鬆貨幣，中國需要打造直接融資市場，通過增加資本市場的低成本融資來降低企業融資成本，在建設好資本市場的基礎上打通貨幣傳導渠道。人行行長周小川特別強調要發展股本市場，去年以來國務院的一系列政策也都是促進直接融資的發展，目的就是為了解決銀行期限錯配的問題。

截至去年年末，中國M2餘額為139.23萬億，已經連續超越了日本、歐洲和美國幾大經濟體，相當於歐洲和美國的两倍、日本的三倍。

人行最重要的職責是保持低通脹，但是近年來持續寬鬆的貨幣政策導致真實通脹率不斷升高，M2高增長的同時，信貸增長也在不斷刷新歷史，2016年一季度新增貸款更是狂飆4.61萬億，同比多增9301億元，同時超過2009年一季度的4.59萬億元，創下歷史紀錄。這是繼2009年金融危機以來的又一個「4萬億」。

M2增速是13.4%，GDP增速是6.7%，兩者之差反映了目前「貨幣兌水速度」，比去年提高了45.6%。更有業內人士指出，官方公布的CPI是

2.3%，這個數字公布之前的某些計算權重被調整過，數據可信度存疑。真實通脹率也就是M2增速減去GDP增速達到了6.7%，人行的M2調整目標應該盯住更加真實的GDP，並依據更加真實的通脹率作為寬鬆或緊縮的尺度。

印鈔加速讓民衆資產不斷貶值和稀釋，進一步萎縮了居民的消費意願，另一方面為保經濟增速，必須超發貨幣維持投資和出口，中國陷入了依賴寬鬆的怪圈中。

人行在承擔「低通脹」和「保增長」兩大衝突的政策目標中選擇了後者，並在「保增長」的單向刺激中與「低通脹」相距越來越遠。近年來人行在「控總量」和「調結構」中，也開始扮演

了全能調控的角色，逐漸偏好使用新型的貨幣政策工具，來實現對小微企業等微觀領域的利率傾斜。

人行多個互相矛盾的政策目標，背離了傳遞清晰宏觀政策信號的初衷，也容易給國際社會留下政策信號混亂甚至前後不一致的印象，簡化清晰人行職能是今後金融改革頂層設計的重要內容。

人大財經委副主任吳曉靈曾經很通俗地比喻人行貨幣政策的局限性：「人行的錢一旦放出去，就像開閘放出去的水，很難精確控制它如何到達最需要、最有效率的地方，調結構應該更多採用稅收政策、銀行信貸政策，這是可以點對點去控制的。」

信貸資源配置不合理

自2008年以來，中國的貨幣流動性相當寬鬆，但在貨幣供應量逐年增長時，資金成本卻不斷上升，這個「怪象」的背後是資源配置出現了問題。

每一次增加貨幣供應量都是社會財富再分配的過程，但顯然這種分配不是普惠性的，超發貨幣並沒有流到消費者手中，反而變成了民間財富的吸血蟲，這與手握社會八成資金的銀行有很大關係，銀行龐大貸款資源的過於集中與分化，正在加劇財富分配上的不公。

「過度的貨幣超發會導致CPI的膨脹以及資產價格膨脹，這任何一類的膨脹都是財富轉移的過程，加之中國金融資源的配置不合理，有錢的人會更加有錢，窮人往往則更窮，財富比例也有可能相對縮小。」劉勝軍說。

那麼銀行對哪些領域的資金投向青睞有加呢？由於缺乏系統數據，無法進行細化分析，但從各大銀行公布的2015年年報和一些金融數據中可窺知一二。

從發放貸款的地域分布來看，各大行都呈現出對長江三角洲、環渤海地區、珠江三角洲投放貸款多的特徵，而東北地區所佔貸款額度均最少。以農業銀行為例，截至2015年末，該行發放貸款和墊款總額89099.18億元，其中長江三角洲貸款總額2.04萬億元，佔比23%，位列地域第一，東北地區貸款總額0.36萬億元，佔比4.1%。

從發放貸款的行業來看，股份制銀行如招商銀行、平安銀行、光大銀行、中信銀行在製造業的貸款投放上比上年縮減，而房地產貸款相應增加。以中信銀行為例，截至2015年，該行發放貸款和墊款總額2.36萬億元，製造業發放貸款總額403285億元，佔比17%，同比下降1.3個百分點，房地產發放貸款總額224873億元，佔比9.5%，同比上漲1.7個百分點。

從發放貸款的企業來看，財政部數據顯示，2015年國有企業負債增加了12.3萬億元，比同年人民幣新增貸款總額多了近6000億元。海通證券首席經濟學家李迅雷分析稱，雖然國企新增的負債中還包括利息支出，融資來源中還包括債券融資，但從數據上看，2015年全國新增社會融資15.41萬億元中，國企的新增負債就超過12萬億元。那麼，可判斷銀行信貸的三分之二流向了國企及地方平台。

劉勝軍認為，信貸的不均衡是個必然的結果，這是市場效率和政策考量的表現，關鍵在於銀行是否按照效率在配置資源，把信貸資源給到能創造價值的行業企業。

但顯然，銀行不僅存在資源配置失衡，而且大量錯配至低效率的領域，以至於許多企業無法產生足夠覆蓋利息的資產回報率，並且在地方政府競爭體制中，許多產能過剩、「僵屍」企業難以滅亡，這些企業佔據大量信用資源。有機構統計，2009年金融危機以來，中國每一元新增人民幣貸款產生的經濟效益僅為危機前的三分之一。

中國社科院金融重點實驗室主任劉煜輝指出，這樣收入產生必然變慢，微觀上是收入增長速度會越來越顯著落後於債務增長速度，杠杆快速上升。貨幣層面反映的是貨幣量雖然快速上升，但經濟活動中感受不到資金很寬裕，經濟增長越來越依賴於新增貨幣的推動。

幣策傳導路徑扭曲

從更深層次上看，商業銀行信貸投放的失衡和錯配，實際上凸顯了其利益機制的不合理。劉勝軍認為，這是由國有銀行主導、過度管制的體制帶來的惡果。一方面銀行本身是經營機構，有天然逐利行為，像東北經濟已經惡化到一定程度，暴露出風險，銀行會本能地採取謹慎保守的態度。另一方面，中國的銀行還是帶有政策性的，會受到國家或地方政府的壓力，如4萬億時期如此多的銀行信貸投向地方政府項目以及產能過剩行業。

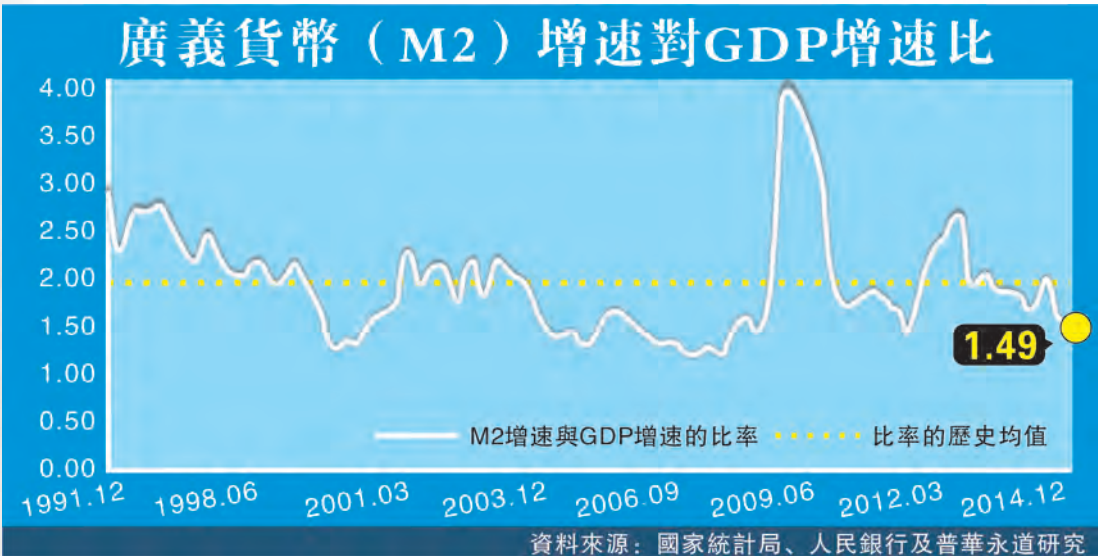
這也是導致貨幣政策傳導路徑扭曲的原因之一，總體來說，貨幣政策的傳導過程中由人民銀行制定和發布貨幣政策，然後通過商業銀行體系傳導到微觀經濟主體，最終影響國民經濟。但現行對銀行的監管措施導致銀行對貸款資源的選擇會與央行的貨幣政策產生衝突，使貨幣政策信號的傳導失真。

朱啓兵指出，銀行必然會尋找低風險高收益的資產，但是國家希望貨幣投向國家產業政策

希望扶持的部分，如新興產業，但這類產業在初創期風險比較高，出於對自身利益的考慮，銀行並不願意投入這種領域。此外，國家可能因為各種考量要去支撐一些效益低下的國企、僵屍企業，這對銀行來說也是負擔。

「正因為銀行承擔了一部分對它來說相對並不優質的資產，所以它必然在其他方面要找更多收益的資產來獲得補充，這使銀行通過期限錯配、放大杠杆的方式來逐利。」朱啓兵說，所以某種程度上是國家和銀行層面的信息不對稱引發了貨幣政策傳導障礙，讓貨幣沒有流入國家預期的領域中。

朱啓兵認為，這個問題反映了中國資本市場所缺的一環，即本可以用直接投資來解決的問題，卻要通過銀行投資來解決。與美國經濟中直接融資比例超過百分之八十相反，中國以間接融資為主，在國外都會有專門的直接投資機構在新興產業中投資，但中國還是要靠銀行投資。



警惕資產泡沫化

在貨幣政策傳導路徑扭曲的情況下，寬鬆的流動性並不能如願地進入實體經濟，而是更多地流向了房地產市場和股市，本輪貨幣寬鬆周期開啓以來，2014年至2015年上半年迅速上升的股市，以及2015年下半年以來暴漲的一線和核心二線城市樓價都是例證。

知名財經評論員余豐慧表示，貨幣「脫實向虛」削弱了實體經濟受益程度，投放的貨幣如果進不到實體經濟，那麼必將進入別處包括股市、樓市，更可怕的是，有些貨幣可能連股市都不進，就在銀行系統裏玩「錢生錢」的遊戲，後果必將是催生金融泡沫風險。

接受本報採訪的復旦大學經濟學院副院長孫立堅進一步分析道，政府投資給企業打通了融資的渠道，但企業獲得資金後沒有好的項目可投資，又存回銀行。銀行體系中的存款增加，必然會讓銀行加大對風險的包容，把更多錢貸給企業，而在目前經濟不確定的形勢下，銀行大企業理財產品的收益往往能比企業的生產項目的收益高，企業又可能將這些投資獲得的資

金只有少量用於項目，絕大多數又轉身存到銀行中。從而形成了放轉存，存又變為放的資金閉循環，出現錢實質上沒有投出去的情形。在資金寬鬆時構建的這種閉循環模式，一旦遇到資金緊縮，必然會造成資金鏈的斷裂。

「從這方面來看我們應該注意今天在存貸款都上升的局面下，全球貨幣寬鬆可能帶來的金融問題，也是我們分配貨幣需求時需要注意的地方。同時我們也要注意寬鬆的貨幣政策不可能導致資產閉循環形成泡沫，場外配資以及P2P的融資騙局一定要遏制好，不要讓其在中國如同滾雪球般越滾越大。」孫立堅說。

實際上，去年以來的持續降息降準，提升了商業銀行的放貸意願，但在目前中國經濟持續低迷的格局下，經濟部門的信貸需求很大部分來自於維持「高杠杆」的融資性需求，經營性信貸需求一直較為疲弱。劉勝軍認為，實體經濟沒有投資機會，在真實信貸需求不足情況下，由政策單方面推動的信貸增長，必然導致資金「脫實向虛」。