



最近发生的流动性紧缩对金融行业有很大的影响，可能会超过预期。主动挑破泡沫的举措虽然短期内会使金融市场产生动荡，但对中长期金融以及经济的发展是有益的。

“钱荒”背后的逻辑

杨文斌

再投放对经济的刺激作用和边际效应已经大不如从前。从风险角度看，加杠杆带来的后遗症却越来越明显。

这使得提早挤破泡沫，让资金回归实业，把地方政府自身、银行以及其他金融机构的杠杆比率降下来非常有必要。因此，主动挤破泡沫，出现短期阵痛，付出些经济低迷的代价是值得的，等度过这段经济周期，未来才可能会走上较好的发展道路。这与整个经济转型的逻辑是一致的。

【影响】 ——短期波动持续、中期看好

近期市场上观点很多，比较混乱，但有一点基本是共识，那就是短期的流动性危机没有结束，还会持续一段时间。但持续多久，影响多深，我们只能拭目以待。

一些期限错配的产品可能会出现问题。金融机构近几年发行了大量的期限错配的产品，比如，1至6个月的产品，但实际却通过期限错配投资到1至2年期的产品里。市场上一些信托公司和部分第三方理财机构，都发行过季度期限的产品，这些产品很多都被投入到市场上中长期的理财产品中。这类产品可能首当其冲地会在这轮流动性危机中出现风险。

对于期限错配的产品，可能会出现这样的情况，投资者在3个月到期后想退出、赎回资金，但资金实际上已经被锁定在1至2年期的理财产品中，不能退出，出现爆仓。即使项目本身没有出现问题，但流动性错配还是会导产品不能兑付。期限错配的产品就像“庞氏骗局”，在没有问题的时候一片歌舞升平，投资者不会赎回，或者有新资金不断进入，期限错配可以维持下去；而一旦出现流动性收缩，新资金跟不上，很多产品就原形毕露了。

目前市场上很多所谓的“创新”产品，包括部分信托公司或激进的第三方理财机构都会受到冲击。此外，部分银行理财产品可能也会有风险，银行的资产配置的角度来看，特别提醒投资者关注国内私募类对冲基金和美国的投资机会（例如美元产品和QDII类公募基金）。

金池很多也缺乏透明度，其中不少也是期限错配。但我们相信，银行抵御风险的能力要远远强于信托公司、第三方机构，尤其是大型银行。

后期，这样的局面或许还会持续一段时间。但中长期来看，主动挑破泡沫，让银行等金融机构降低杠杆，这对中长期的经济结构调整是有利的。对于股票市场也一样，短期指数调整会带来很大的痛苦，但对于很多企业、上市公司却是一剂良药，逼着大家珍惜资源、加快调整。

【信托】 ——国企背景产品仍可投资

关于集合类信托产品，可以看成是信托公司发行的金融债券，所以发行方的背景非常关键，央企、国企背景的信托抵御风险能力最高。在刚性兑付的背景下，这些信托公司违约的可能性较小，如果连这些公司都出现风险，那么整个行业可能早就溃不成军。

虽然这还不会打破信托产品整体的刚性兑付格局，但是局部的个别信托公司，可能会因为期限错配等原因出现风险。而国企、央企背景的信托公司出现这样情况的概率较小。目前来看，这次流动性紧缩，是在控制之内的一次良性调整。

目前，信托资产总规模大概9万亿元，到今年上半年很可能达到10万亿元，这些资金中2/3是来自于银行的理财产品对接，只有1/3才是真正的集合信托。这意味着，很大一块的信托投资需求会随着银行的收紧而减小。因此，未来一段时间，集合信托类的产品供应会比较充足。同时，这一轮流动性紧缩带来的股市非理性下跌，也能为以后股市走上中长期的良性发展之路埋下伏笔。

此外，从资产配置的角度来看，特别提醒投资者关注国内私募类对冲基金和美国的投资机会（例如美元产品和QDII类公募基金）。

三、一种类似于投资回报率的会计计算方法，是用以评估公司盈利能力的指标，可以用作比较同一行业内不同企业的盈利能力。

四、指股票开盘价高于昨天的最高价或低于昨天的最低价，使K线图出现空当的现象。

五、指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款。

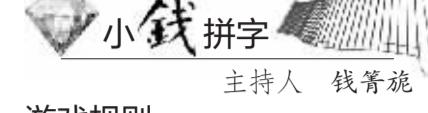
六、指通过有组织的交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式。

七、股票持有者所具有的与其拥有的股票比例相应的权益及承担一定责任的权力。

八、是股份公司在赢利中每年按股票份额的一定比例支付给投资者的红利。

九、指当天(已)成交股票的金额总数。

十、股票上市后，形成的实际成交价格。



主持人 钱等旋

游戏规则

阿拉伯数字为横向填字；汉字为纵向填字；每格填一个字，灰色区域不用填字；格中含有两个数字的表示该格中的文字在横纵两题答案中均含有。

1	—			二	2	三
3						
				4		
6				5		
				五		
八					七	六
8	+			9	7	
				10		

横向

1、扣除非优先股股息后的税后利润与普通股股数的比率。

2、又称“指数股”，指被纳入股票指数计算范围的股票。

3、指发行公司派发较多股息的股票。

4、指发行的股票采取只记载股东名册的股票保管转账形式，该类股票仅限于记名股票。

5、指公司税后利润与营业收入的比值，表明每百元营业收入获得的收益。

6、指在证券市场上，证券价格因各种不利消息的影响而下跌，这种趋势持续一段时间，跌到一定的程度，空方的力量开始减弱，投资者不再被这些利空的因素所影响，证券价格开始反弹上升的现象。

7、指在债券契约中带有回售或是调价等有利购买人的选择权的债券，该类债券发行年限一般较长，多在5年至10年左右。

8、指免费派送予股东的股份。

9、指用来记录交割的具体交易情况的单据。

10、指被保险人需要个人负担的部分。

纵向

一、指股份公司从留存收益中派发给股东的那一部分。

二、一家协会，成立于1991年8月28日，是依据《中华人民共和国证券法》和《社会团体登记管理条例》的有关规定设立的证券业自律性组织，属于非营利性社会团体法人，接受中国证监会和国家民政部的业务指导和监督管理。

三、一种类似于投资回报率的会计计算方法，是用以评估公司盈利能力的指标，可以用作比较同一行业内不同企业的盈利能力。

四、指股票开盘价高于昨天的最高价或低于昨天的最低价，使K线图出现空当的现象。

五、指金融机构为保证客户提取存款和资金清算需要而准备的在中央银行的存款。

六、指通过有组织的交易场所预先确定买卖价格并于未来特定时间内进行钱券交割的国债派生交易方式。

七、股票持有者所具有的与其拥有的股票比例相应的权益及承担一定责任的权力。

八、是股份公司在赢利中每年按股票份额的一定比例支付给投资者的红利。

九、指当天(已)成交股票的金额总数。

十、股票上市后，形成的实际成交价格。

答案

1	每	股	盈	利		二	中	2	成	份	三	股
3	高	息	股			国			本			回
									证			
4	跳					4	无	券	股			报
6	利	空	出	尽		5	营	业	纯	益		率
	缺					五	存	协				
口						款		会		七	股	六
八	分					准	九	成	7	合	权	债
8	红	十	股			备	9	交	割	单		期
	价	自	付			金	额					货

横向：1、每股盈利 2、成份股 3、高息股 4、无券股 5、营业纯益率 6、利空出尽 7、含权债 8、红股 9、交割单 10、自付金额

纵向：1、股息 2、中国证券业协会 3、股本回报率 4、跳空缺口 5、存款准备金 6、国债期货 7、股权 8、分红 9、成交额 10、股价

风险提示：本刊数据、观点仅供参考，入市投资盈亏自负

何以至此？

李建云

季末考核，对资金需求较大，各家银行较为惜借等有关。此外监管部门强化理财监管以及加大对跨境套利交易的监管，也导致各银行需要增加资金以满足合规要求，而部分金融机构对流动性过分乐观，没有做好资金控制，以及贷款增加过快，使市场流动性出现紧张现象。但本质上是部分金融机构过分扩张业务规模、同业资产以及负债长期存在期限错配的体现。近年来，大量资金在金融机构的操作之下通过杠杆投资和期限错配套取利差，资金在各个金融机构间循环往复获取利润。部分资金被用于早期的还本付息，资金大量在金融体系内部流转，没有进入实体经济。此外，一些大型企业用低成本资金通过委托贷款等方式进行套利，不仅导致部分资金进入产能过剩行业，还导致部分融资重复计算使

得社会融资总量虚增。

此次“钱荒”将对市场，特别是对银行业产生深远影响。一是改变流动性永远宽松的预期，强化流动性管理。同业业务激进的金融机构将明显收缩业务规模，进行业务模式调整。二是债券市场需求减少，推高发行利率，二级市场进行调整。资金面持续超预期紧张，导致金融机构增加了头寸的补充，预防性需求增加，这直接减少了用于一级市场申购的资金需求。二级市场在资金面影响下，短期限品种利率上行，收益率曲线平坦化。三是货币市场资金价格的骤升将传导至票据市场，票据市场利率随资金价格飙升。此外，本次“钱荒”过后，预计资金利率难以回落到年初较低水平，随着较高资金利率的持续，影子银行的规模会得到一定程度的压缩和收敛。

6月以来银行间市场流动性绷得越来越紧，面对市场的“钱荒”，央行坚持既定的货币政策立场。接下来，面对既不会宽松也不会收紧的稳健货币政策，金融机构必须降低杠杆，增加流动性备付头寸，强化流动性管理。

“钱荒”背后其实是金融业快速扩张和社会融资总量的虚增。6月初以来，银行间市场流动性绷得越来越紧，但货币供应却是充裕的。今年年初广义货币M2增速目标是13%，而截至5月末，中国M2余额是104.21万亿元，同比增长15.8%，新增信贷量仍然高企，人民币存款余额也已经逼近百万亿元，1至5月社会融资规模达到9.11万亿元，比上年同期多3.12万亿元。可见，这场来势凶猛的“钱荒”是在货币供应充裕的背景下演绎的。

本次“钱荒”的直接原因与银行面临

类型	1日国债回购	券商现金宝	场内申赎型货基	货币ETF
交易机制	类比股票交易	申购T+1，赎回T+0	申购T+1，赎回T+0	类比股票交易
计息方式	日计、每日公布收益率	计尾不计头	计头不计尾	依合同约定
申赎时间	交易时间	一次签约、自动扫描，无需重复操作	交易时间	交易时间
申赎起点	每笔10万元	首次5万元，按1万元递增	1000元	100元起
赎回限制	无	无上限（为1万元整数倍）	大规模赎回可能遭遇赎回失败，赎回是否成功的信息会实时反馈	量大可能引发折价
取现	T+0到账，T+1可划转取现			
收益	收益稳定，但受流动性影响较大	去年平均为3%左右	平均收益或与券商现金宝接近	一考虑基金固定费率、二考虑交易费、三考虑折溢价对收益的影响
销售渠道	券商渠道	各自的券商渠道、不代销	券商渠道	券商渠道

图解

T+0