视点

进入12月，虽然资金利率未出现大幅波动，但理财产品收益率大幅上涨、银行间同业拆放利率高位徘徊，“钱贵”、“钱荒”是否又来了？流动性话题再次成为人们的关注热点——

优配稳调 破解银行年末“钱紧”

本报记者 陈果静

今年6月份之后，银行间市场各个期限的利率出现明显抬升：一个月以内的利率下半年较上半年平均升幅超过100个基点，目前7天回购的利率水平已达到14年来高位。在理财收益率飙涨、资金利率高企的背后，到底是什么？

“缺钱”源于“错配”

金融系统“缺钱”不是因为钱少，最根本的原因是金融系统的错配，即使央行投放大量资金，市场上最终能获得的流动性支持仍较有限

有两个现象看似非常矛盾，却又同时存在。一个是“钱多”，广义货币（M_2）数额巨大。央行发布的《2013年10月金融统计数据报告》显示，10月末，M_2余额达到107.02万亿元，同比增长14.3%，分别比上月末和去年同期高0.1个和0.2个百分点。同时，央行最新公布的10月份央行口径新增外汇占款接近4500亿元，创出2010年10月份以来的新高，相比9月份足足扩大了近7成。

另一个是“钱少”，货币市场流动性紧张，资金利率上行。以7天利率为例，今年1季度，剔除节日因素带来的影响，7天利率波动中枢徘徊在3.2%左右；随后，二季度前两个月，7天利率均值上涨至3.37%至3.57%，6月下旬，7天利率均值高达6.92%。进入三季度，随着各金融机构增加备付金，7天利率月均值回调至4%附近；进入四季度，7天利率中枢处于高位，10月和11月均值分别为4.29%、4.52%，12月至今约为4.61%。

这种矛盾源于资金的错配。“金融系统‘缺钱’不是因为钱少。”中国社科院金融研究所所长王国刚认为，最根本的原因是金融系统的5个错配：“主体错配”，正常情况下，企业是资金的需求方，居民是资金的供给者，而现在的状况是，居民和企业都把资金交给银行，再由银行进行资金资源的配置，隔断了企业和居民之间的直接联系；“性质错配”，债券融资和股权融资不足，而贷款这一间接融资方式成为社会融资的主要手段；“期限错配”，近年来，我国商业银行信贷资产增速较快，其中，中长期贷款长期化，但存款期限又出现短期化变化，就形成了期限错配的矛盾，这种错配肯定会带来流动性紧张的问题。此外还有“市场错配”和“产品错配”，资金配置于资本市场的总量不足。在这种情况下，即使央行往市场上投放大量资金，但市场上最终能获得的流动性支持仍较有限。

年末效应聚集

金融机构资产配置“去杠杆”和年底周期性信贷紧张共同导致资金供给收缩，再加上实体经济融资需求刚性增长，导致资金紧张、利率上扬

“银行理财收益率的大幅上涨，是由于短期资金总体偏紧。”王国刚表示。临近年末，一些季节性因素开始对资金面产生影响。从银行的角度讲，他们面临“贷存比”、“流动性”比例、“流动性覆盖率”和“净稳定融资比例”等指标的考核，银行需要通过发行高收益的理财产品来增加存款总量。此外，实体经济也面临短期资金的严重紧缺，市场对现金的需求量增大，使得银行系统较为“缺钱”。

与此同时，过去常常在流动性紧张时为市场“解渴”的公开市场操作也极为谨慎。央行在《2013年第三季度中国货币政策执行报告》中提出，将继续实施稳健的货币政策，不放松也不收紧银根，着力增强政策的针对性、协调性，适时适度进行预调微调。

事实上，7月以来，央行采用“锁长放短”的操作方式，今年以来，除了最后一笔仅10亿元的央票没有续做之外，央行共9次对3年期央票进行到期续做，累计规模为4222亿元。即使在10月资金利率大幅走高之时，央行依然继续回笼资金，10月公开市场累计净回笼404亿元，为今年4月以来首次净回笼。

“公开市场操作变调，加剧了市场对政策收紧的预期。”兴业银行首席经济学家鲁政委说，货币市场频繁波动形成风险溢价，6月“钱紧”后，机构对未来预期的不确定性上升，这直接造成了下半年市场利率更为频繁的波动，反过来又造成新的不确定性，使得货币市场利率抬升。

央行下定决心“降杠杆”也使得市场对于流动性的预期谨慎，带动资金利率走高。“在近几年较大幅度加杠杆后，经济可能将在较长时期内经历一个降杠杆和去产能的过程。”在《2013年第三季度中国货币政策执行报告》中，央行首次提出要“降杠杆”。

中国人民大学经济学院副院长刘元春认为，从央行的角度来讲，降杠杆主要是降低负债规模，就是对货币发行、贷款规模进行控制，特别是对国有企业、地方政府融资平台的贷款要控制。

国泰君安首席经济学家林采宜认为，金融机构资产配置“去杠杆”和年底周期性信贷紧张两个因素共同导致资金供给收缩，而实体经济在复苏过程中，对融资需求存在刚性增长，两者共同作用导致资金紧张、利率上扬，货币市场资金紧张可能会是今后一段时间的常态。

而且，流动性紧张并非流动性“断裂”，中国银行首席经济学家曹远征表示，企业融资渠道其实很多，目前传统贷款只占到社会融资规模的40%左右。有贷款需求的企业还会选择继续向银行贷款来扩大生产经营，而商业银行也会根据企业资质发放贷款。

期待利率市场化加速

惟有加快利率市场化，促使理财产品创新，才能从根本上解决银行理财产品变相揽储问题

有人担心，高企的资金利率一方面会对银行系统造成压力，另一方面会抬高实体经济的融资成本。一家股份制银行金融市场部首席分析师认为，从当前来看，资金利率走高也是市场供需的一种反映。资金利率长期较低并不利于优化资金资源的配置。

“惟有加快利率市场化，促使理财产品创新，才能从根本上解决银行理财产品变相揽储问题。”清华大学经济管理学院金融系主任李稻葵认为。

不仅如此，这也为存款利率市场化打下了基础。按照央行行长周小川此前的表述，利率市场化进程有近期、近中期和中期“三步走”的路径规划，近期着力健全市场利率定价自律机制；推进同业存单发行与交易，逐步扩大金融机构负债产品市场化定价范围；近中期，将注重培育形成较为完善的市场利率体系，完善央行利率调控框架和利率传导机制；中期，将全面实现利率市场化，健全市场化利率宏观调控机制。

延伸阅读

首批同业存单 激活机构热情

近日，同业存单业务的开闸成为利率市场化的重要一步。

同业存单开闸重启后，首批试水业务“落地开花”。同业存单的发行银行达到10家，发行总规模超过300亿元。

首批同业存单的定价发行利率比同期限市场资金利率要低，不过由于流动性优势，“落地”后受到了机构的欢迎。目前而言，同业存单尚处于试水阶段，未来的发行规模和范围或会逐渐扩大。

“同业存单将为银行提供新的流动性管理工具。”交通银行首席经济学家连平认为，同业存单的推出对目前偏紧的流动性也有帮助，有利于调剂流动性余缺，为金融机构调节流动性增加了一种市场化的工具，依赖市场手段来配置资源，这种产品将更加客观地反映市场供需状况，进而形成较为稳定的市场资金价格曲线。

“目前市场上银行可用的对冲风险的工具太少，尤其是一些小银行缺乏金融衍生牌照，他们往往只能从在表内负债资产结构调整或是从产品创新上想办法。而同业存单、大额可转让存单具有可转让性质，因此对于银行流动性管理是非常好的工具。”德勤中国金融业专家表示。

鉴于银行间市场已经存在着各种形式的短期同业借款和同业放款，短期Shibor（上海银行间同业拆放利率）也已经在很大程度上反映了其定价水平，放开同业存单利率这一举措对于规范化这些已经存在的同业工具会起到很大的作用。

瑞银证券特约首席经济学家汪涛表示，首批同业存单业务的发行，意味着我国向完全市场化的存款利率体系正式迈出了非常重要的第一步。同业存单提供了一个更加平稳、可交易、并来源透明的产品，有助于改善银行的流动性管理，尤其是在流动性条件意外收紧的时期作用会更大。随着同业存单业务不断推进，对同业业务和利率的影响会逐步显现。

（综合本报记者陈果静和新华社报道）

财经絮语 Editor's Desk

“阴晴圆缺”皆自然

王 璐

月有阴晴圆缺，波浪有高低起伏。这些都是自然现象。

资金流动性也是如此，随季节和市场环境变化时松时紧。因此，不应期望市场资金面平静如一，也无需对隔夜利率的变化过于惊慌，更不必对央行针对流动性而采取的日常调节措施过分敏感。

当前的流动性确实稍稍偏紧，但不至于“伤筋动骨”。年末，是资金考核的关键节点，流动性紧张是正常周期现象。且从数据看，央行近期稍用手段即可平衡流动性。如，11月19日央行公开市场仅以260亿元的净投放，就使隔夜Shibor立即回落了43.8个基点，幅度近10%，其他短中期Shibor也大幅回落。

月末、季度末、半年末、年末，这些时间节点都是商业银行面临考核的关键节点。有“贷存比”、“流动性”比例、“流动性覆盖率”等指标的考核压力。当下，吃利差依然是银行盈利的主要渠道，贷款放出去了，要赶紧拉来足够的存款才能过关，于是，揽储大战就会在季度末、年度末打响。这会在很大程度上影响商业银行的流动性。

金融领域的资金偏紧，并未伤及实体经济的资金需求。流动性包含了金融机构融资流动性和社会流动性。金融机构的融资流动性会对金融市场的流动性产生影响；金融市场的流动性又通过信贷等渠道影响社会流动性，对实体经济产生作用。当下流动性偏紧、资金利率攀高主要表现在金融市场领域，全社会融资层面还未明显受累。因为央行10月25日明确贷款市场定价以来，金融机构的1年期贷款基础利率都稳定在5.72%到5.73%的水平。

和流动性是否偏紧相比，更应该关注的是，社会资金配置结构是否合理，用的是否高效。

视点声音

戴相龙——

人民币国际化不要“拔苗助长”

新华社北京12月16日电 （记者侯雪静 何雨欣） 全国社会保障基金理事会党组书记、原央行行长戴相龙近日表示，加快实现人民币资本项目可兑换是当前人民币国际化的当务之急。

戴相龙在国际金融论坛十周年年会上说，“当前人民币资本项目可兑换程度已经较高，可兑换和部分可兑换项目达到34项，占全部交易项目的85%。”

戴相龙认为，应从3方面加快人民币资本项目可兑换的步伐：一是启动个人香港股票直通车；二是扩大境内投资机构对境外的投资，建议将全国社保基金理事会境外投资范围从股票和债券扩大到直接股权投资；三是扩大境内外合格投资机构的投资额度。

对人民币国际化的理解，戴相龙认为，首先要实现经常项目和资本项目下完全可兑换。还要使人民币成为世界许多国家广泛使用的国际储备货币，人民币需占到国际储备货币的10%左右。因此，人民币国际化要经历较长过程，要顺势而为，但不要“拔苗助长”。

在谈到人民币国际化的步骤，戴相龙认为，需经历三个阶段：一是人民币成为国际结算货币；二是人民币成为投资的货币；三是人民币成为重要的储备货币。

“人民币国际化的途径主要要通过市场的推动。”戴相龙说，应先从周边国家，再到亚洲地区和金砖国家，再到欧美发达国家。政府要在人民币国际化中发挥应有作用，主要方式是不断扩大中国人民银行和外国及地区中央银行、货币当局之间的本币互换。

世界新经济研究院院长陈瑜——

创新合作模式共建“丝绸之路”

本报讯 记者顾阳报道：在近日举办的2013外交官经济论坛上，世界新经济研究院院长、经济学家陈瑜教授表示，建设丝绸之路经济带须创新合作模式。

陈瑜指出，首先应该加强商业模式的创新。“未来，需要一个建立在消费资本论基础上的创新商业模式。”陈瑜说。他建议，民企、国企、外企携手共建丝绸之路经济带。

在流通方式转变上，陈瑜认为应用现代物流手段催生丝绸之路经济带的经济繁荣。他表示，用现代物流手段打造国际物流服务网络，充分满足沿途各国的消费需求，可以大幅度降低流通成本，提高流通效率，使丝绸之路经济带的货物流畅通运行，发挥商贸大动脉的作用。要大力推行绿色物流、循环物流、低碳物流。

陈瑜建议，建设跨国的多层次的电子商务平台。“现在国内的电子商务平台，都是单层次的，主要是货物支付和货款结算，作用很有限。”

财政加大对连片特困地区高中的投入

本报北京12月16日讯 记者崔文苑报道：财政部今天发布消息称，为支持改善连片特困地区普通高中办学条件，提升其办学水平，中央财政2013年安排下拨20亿元。2011至2013年，中央财政共安排50亿元。在中央财政带动下，地方各级财政也加大了对连片特困地区普通高中的投入。

金视界

广货北上

12月16日，在北京恒基商场，模特展示广东生产的皮草、皮具。当日，集合了广东200余家皮具、皮草、皮鞋品牌的“广货北上”皮草皮具城在北京恒基商场开业。

新华社记者 金良快摄

本版编辑 王薇薇 美 编 夏 一

本版邮箱 jjrbjrcj@163.com