

中国经济专题——2019秋北大国发院双学位课程

第十三讲 后危机时代中国金融的运行逻辑

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第22讲

徐高 博士

2019年12月14日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

金融的本质功能是将资源从储蓄者转移给投资者

- ◆ 以物易物的环境中：银行将储蓄者手中表现为实物形式的储蓄（比如粮食种子）转移给投资者（用种子来种地）
 - 消费者之间因为偏好差异而做的消费借贷，其总量为0——不同消费者的消费借贷需求相互抵消
 - 古典经济学的看法（萨伊定律）：借贷利率的变化使得借贷市场出清（对储蓄的需求等于储蓄的供给）——前提是储蓄者的行为要对借贷利率的变化做反应（利率下降就减少储蓄，增加消费）
- ◆ 以黄金为货币的环境中：银行将消费者手中表现为货币形式的储蓄（黄金）转移给投资者
 - 转移的实质是黄金所代表的对实物的购买力——投资者用黄金去购买种地的种子
 - 如果储蓄者没有储蓄，银行也就没有黄金，就无法向投资者借出黄金
 - 在储蓄者无储蓄的情况下，就算银行可以凭空创造黄金，将其创造的黄金借给投资者，黄金相对实物的扩张会导致黄金的贬值，让人们不再使用黄金作为货币——货币只是一层面纱，关键是货币对应的购买力

金融的本质功能是将资源从储蓄者转移给投资者（续）

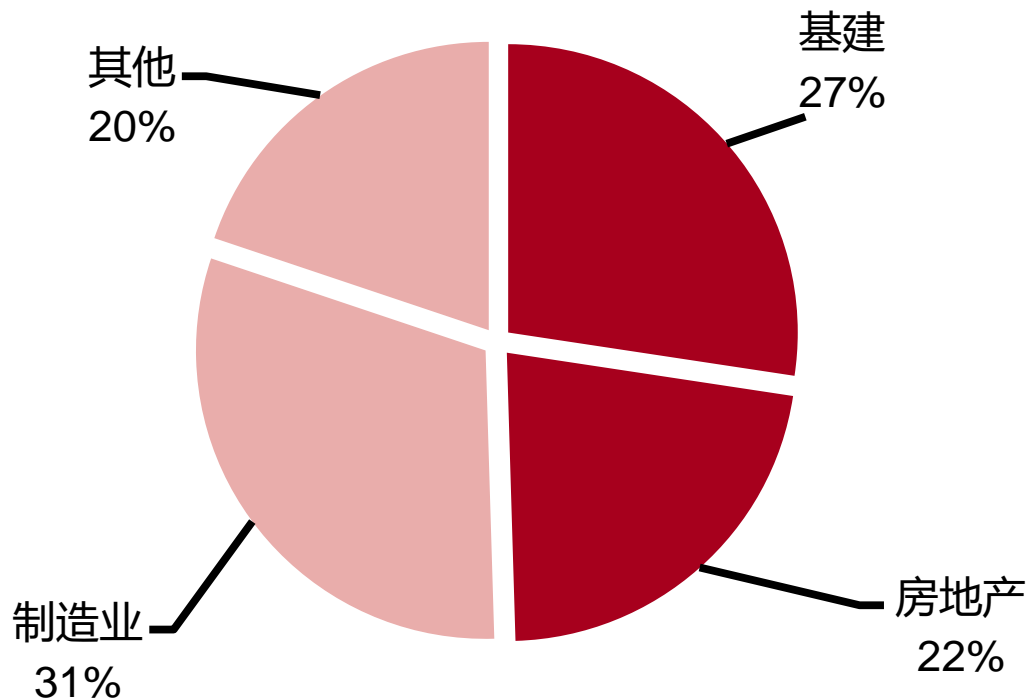
- ◆ 在法币体系中，银行虽然可以无中生有地创造货币，但货币的创造受到经济中储蓄规模的影响
 - 如果储蓄者没有储蓄（储蓄者很快将其持有的货币花出去来购买实物），而银行又在通过信贷创造货币，那就会让货币贬值（通胀失控）
 - 银行要想在不推升通胀的前提下通过信贷创造货币，一定需要在储蓄者方有货币的购买力没有发挥出来（货币没有被花出去，而被存了起来）
 - 银行给投资者发放信贷，是通过创造购买力的形式而将储蓄者方没有动用的购买力转移给了投资方

金融是实体的镜子，二者不可割裂——失衡的实体经济带来失衡的金融体系，与反感失衡的政府形成矛盾

- ◆ 中国诸多金融现象的根源在于实体经济
 - 持续攀升的M2/GDP比例——中国高储蓄导致了货币购买力没有充分发挥出来（没有充分变成对实物的购买行为）
 - 实体经济的储蓄过剩导致银行有向外放贷的很大能力和意愿——储蓄过剩带来了银行大量可贷资金（loanable funds）的沉淀
 - 银行信贷的不足会导致全社会购买行为不足（总需求不足）——储蓄者不会因为储蓄利率的下降而增加其货币支出
- ◆ 次贷危机后中国金融运行的主要矛盾：实体经济失衡所带来的融资流动的失衡局面，与政府对融资失衡流动局面的不认可之间的矛盾
 - 融资流动与政策导向之间的矛盾
 - 金融机构与金融监管者之间的持续博弈
 - （失衡的）市场无形之手与政府有形之手之间的持续博弈
- ◆ 在市场与政府的博弈中，政策的有形之手对货币政策传导路径进行了多种形式的干预，从而催生了各种金融乱象

基建与房地产是中国后危机时代的两大增长引擎，也是金融市场的两大融资需求者

中国固定资产投资构成

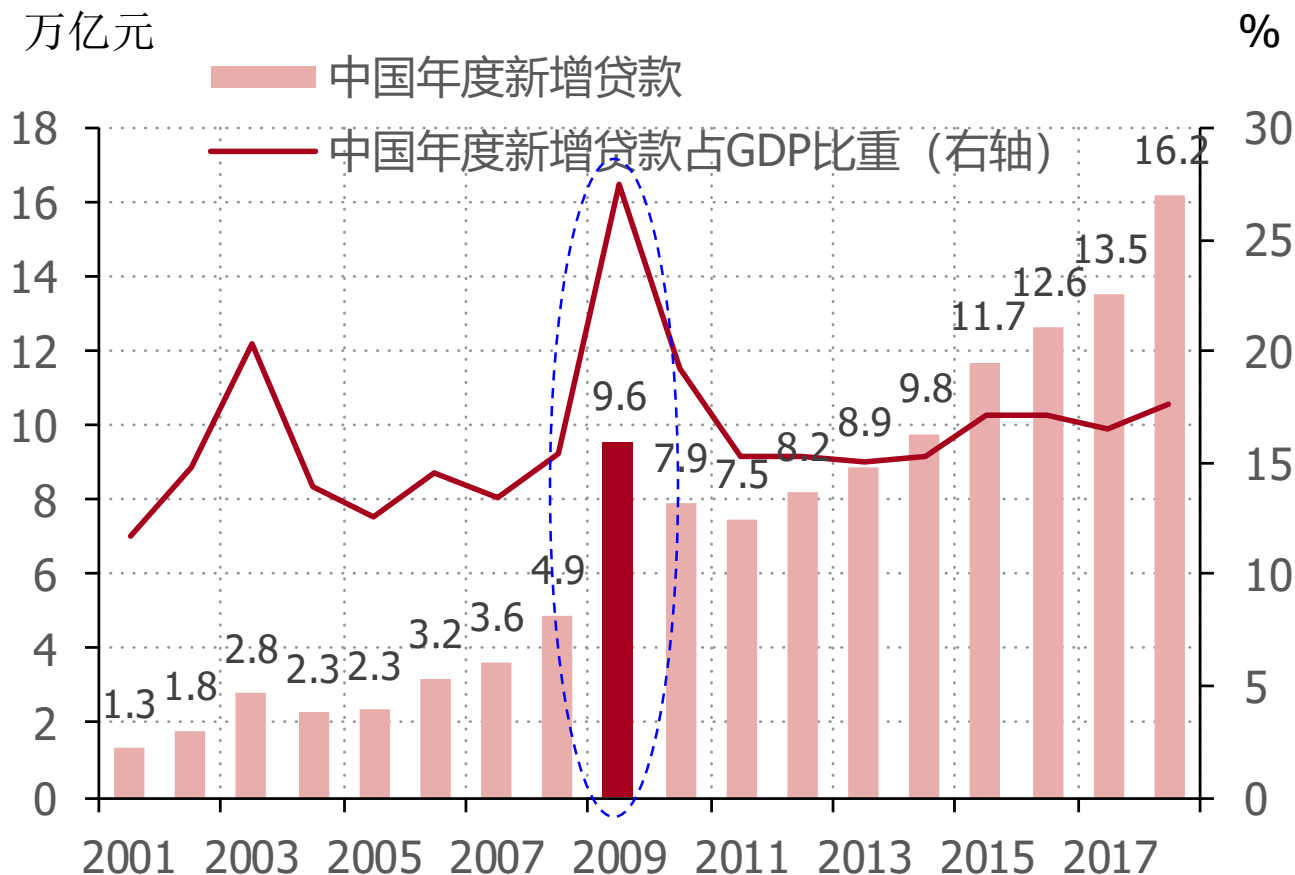


数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

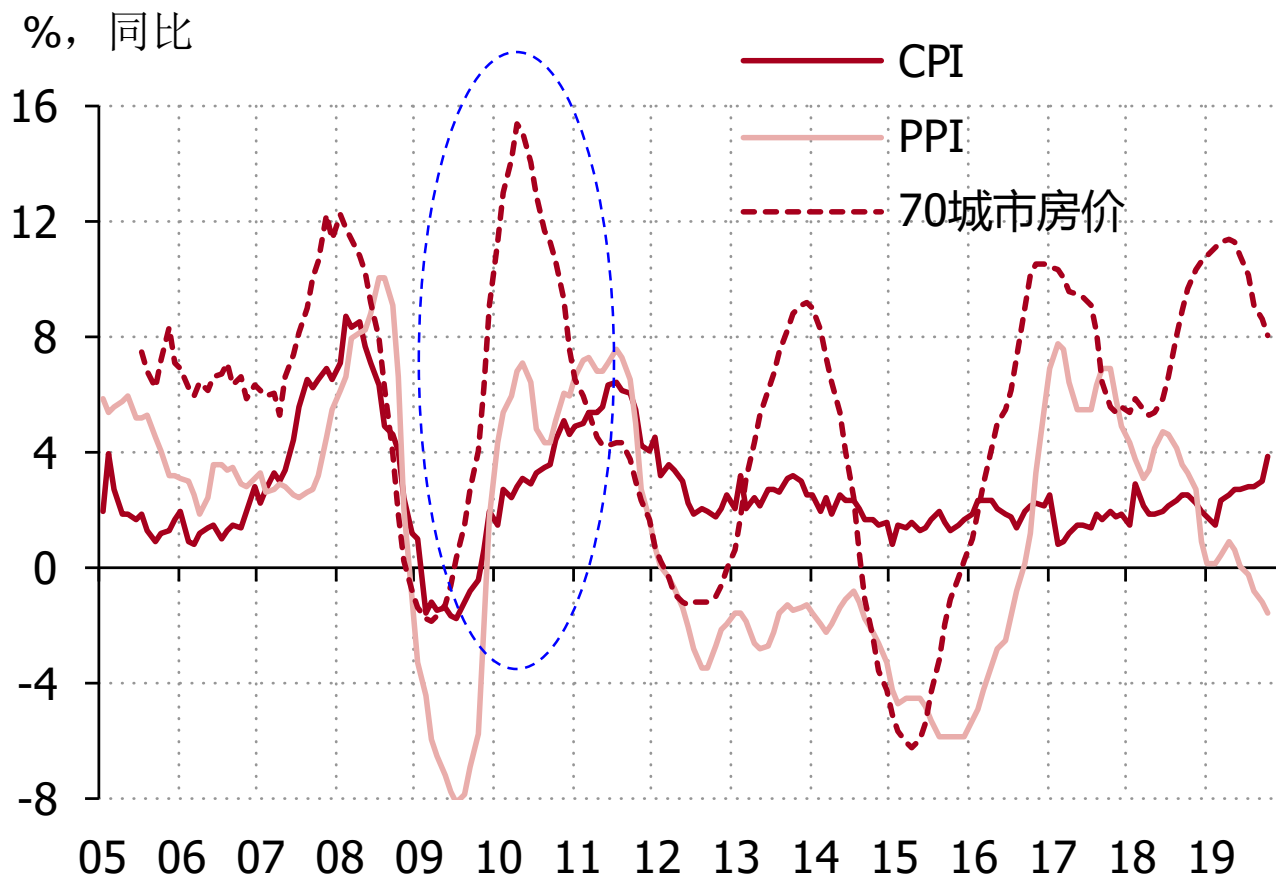
2009年在“四万亿”刺激的带动下，年度新增信贷倍增至接近9.6万亿元的高位



数据来源: Wind



“四万亿”刺激很快带来了房价的飙涨，并推升了通胀，从而引发信贷的紧缩



数据来源：Wind



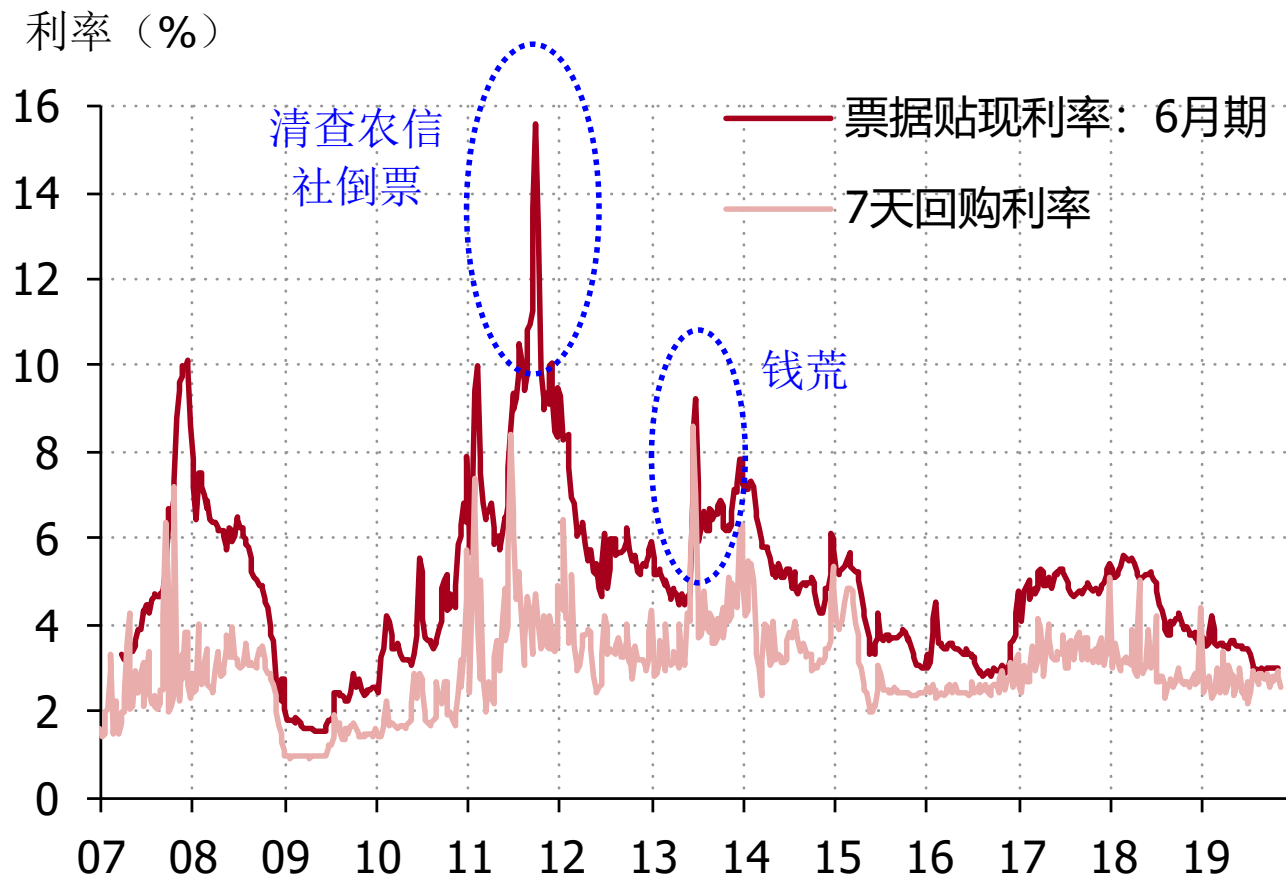
随着信贷的紧缩，2010到2011年上半年，未贴现票据占社融比重攀升至高位……



数据来源：Wind



.....从而引发2011年下半年对农信社“倒票”的清查，
令票据利率飙升至历史高位

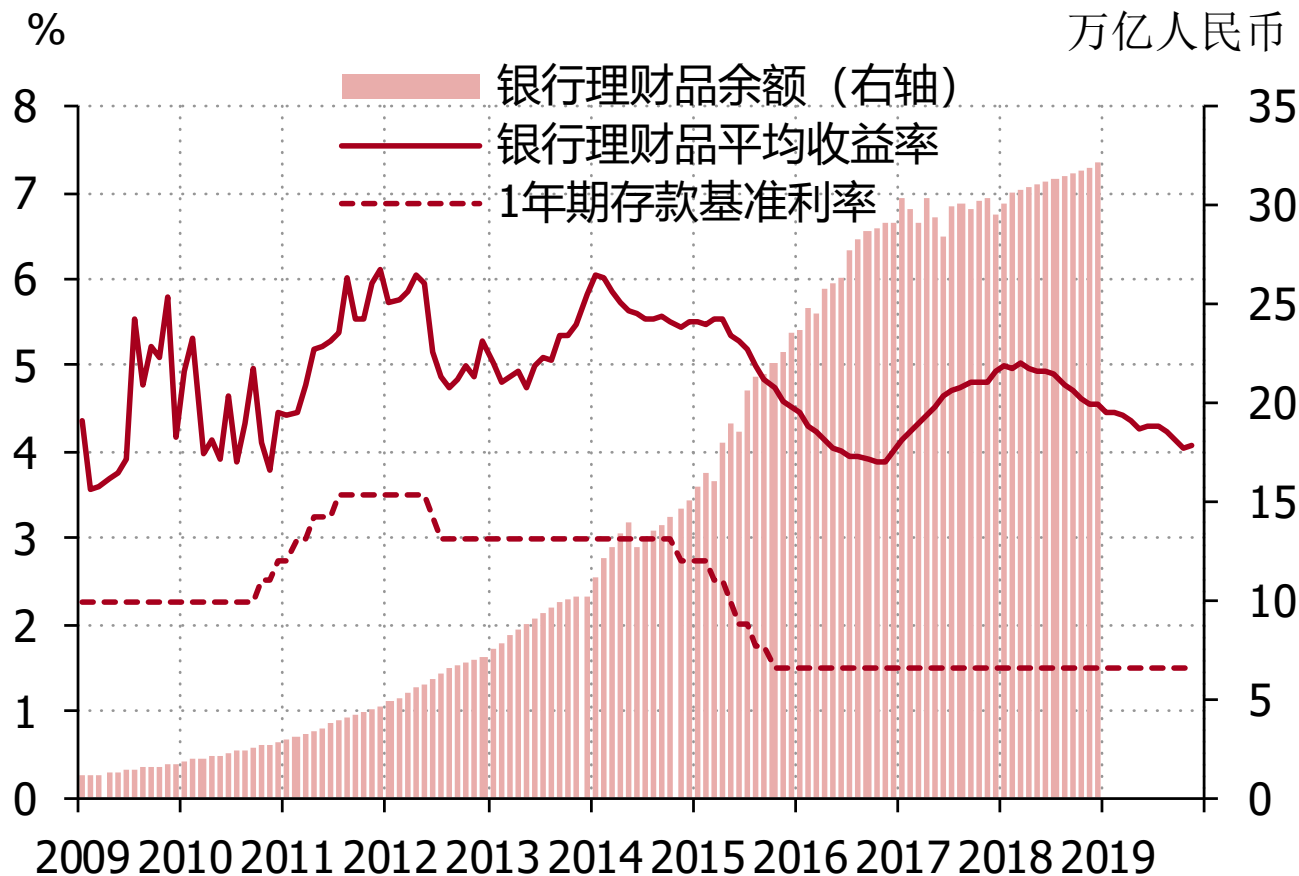


数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

2012年，利率市场化改革加速推进，带来了银行理财、影子银行的快速发展



数据来源: Wind



2012-2013年，利率市场化改革带来大面积的金融创新，令影子银行业务快速发展

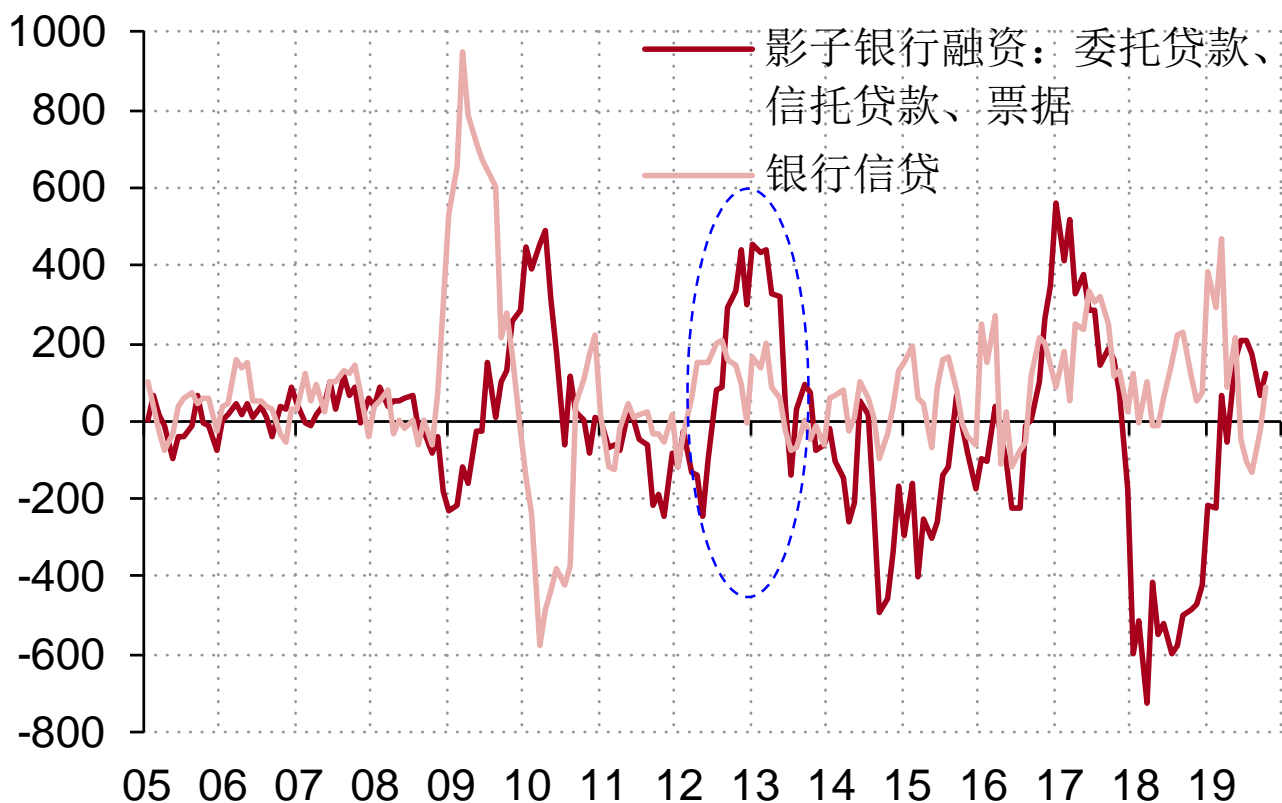


数据来源：Wind



“非标”（影子银行）融资在2012-2013年快速增长

社会融资规模同比多增（10亿元，3月移动平均）



数据来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

为遏制社融的过快增长，央行不得已在2013年6月发动“钱荒”

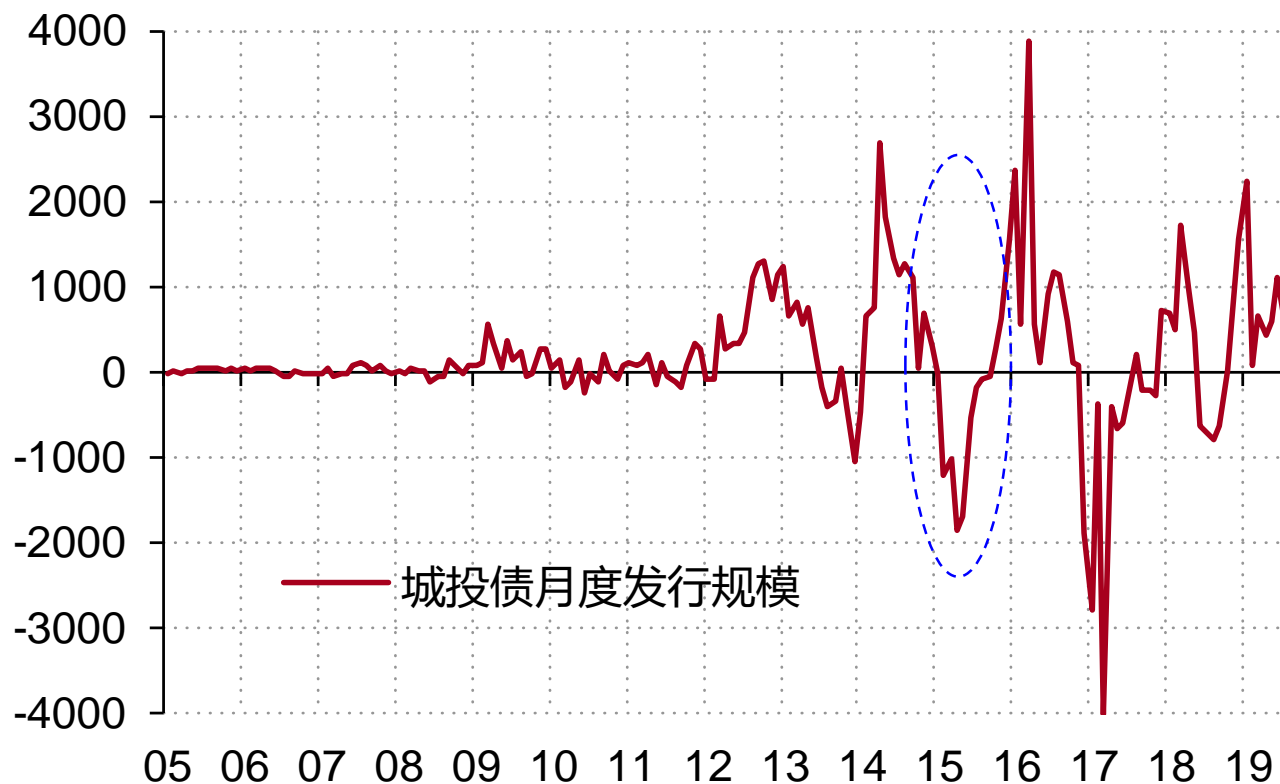


数据来源：Wind



进入2014年后，货币政策虽已放松，融资投放却受阻： 2014年国务院“43号文”令城投公司融资大幅萎缩

同比多增量（亿元）

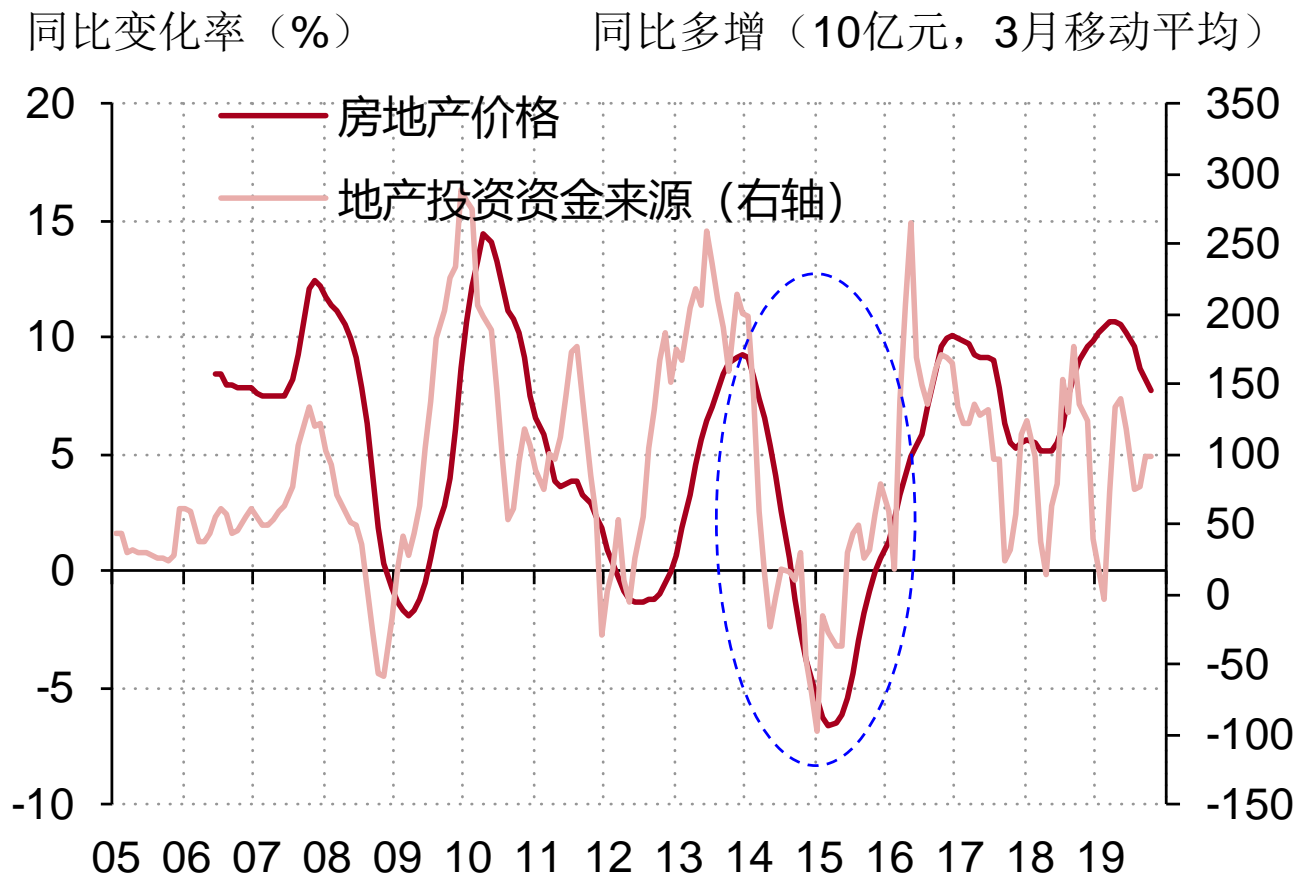


资料来源：Wind



北京大学国家发展研究院
National School of Development

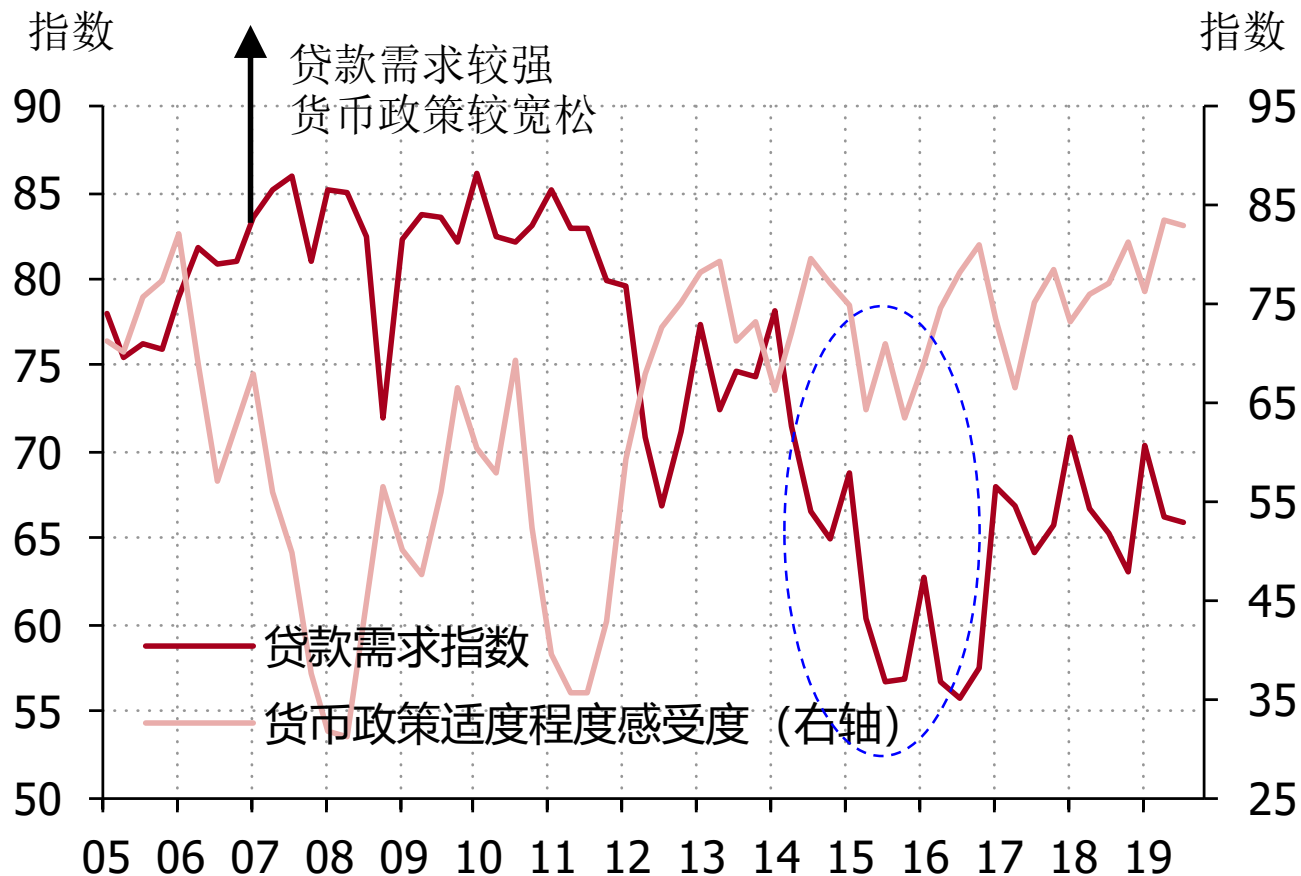
进入2014年后，货币政策虽已放松，融资投放却受阻： 地产调控在2014年让地产融资明显收缩



资料来源: Wind



实体经济融资需求因而明显萎缩.....



资料来源: Wind



货币政策传导路径因而受阻，金融市场出现“流动性堰塞湖”



资料来源: Wind



..... 形成金融资产价格泡沫，催生A股的大牛市和随后的“股灾”



资料来源: Wind



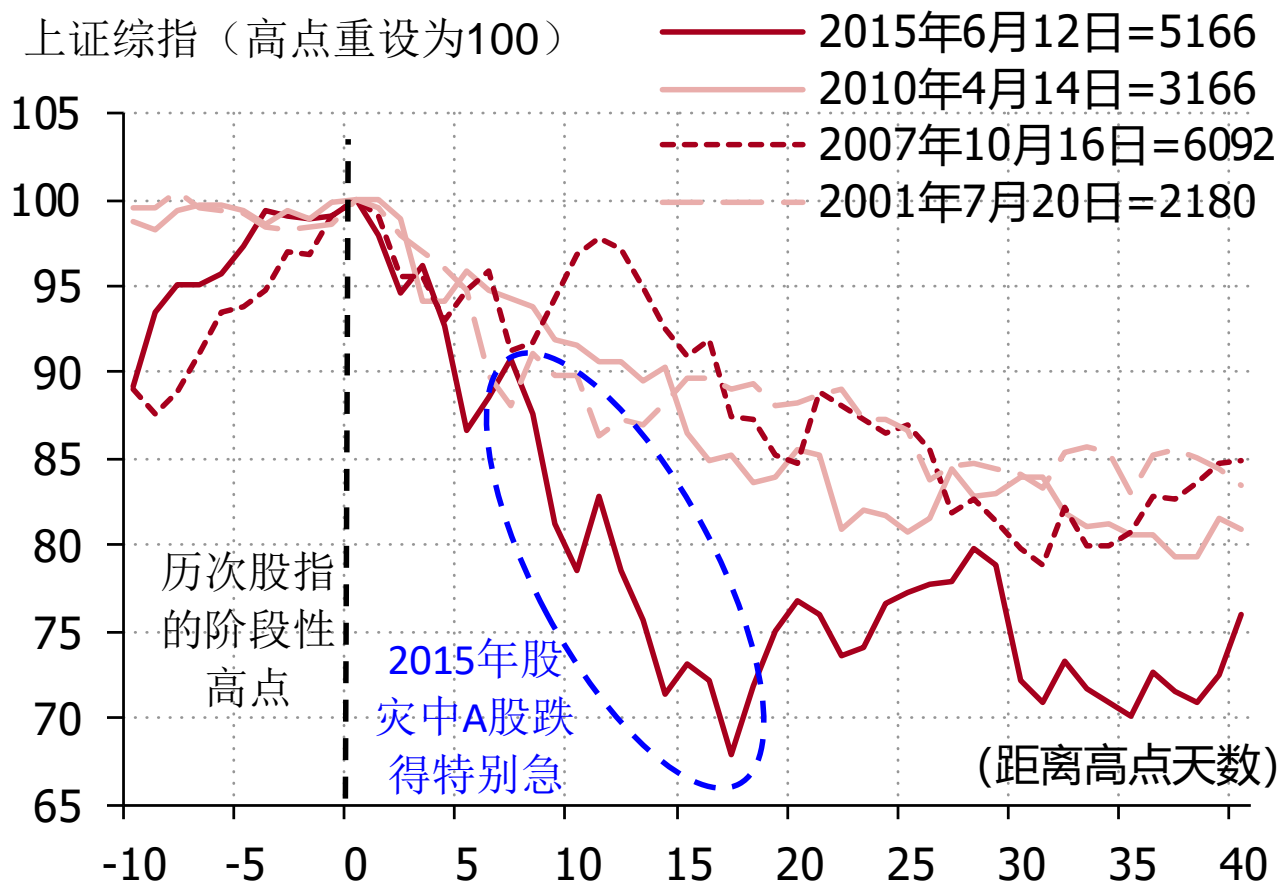
2015年的股市大牛市不仅是个大泡沫，还是一个建立在杠杆交易上的“杠杆大泡沫”



数据来源：Wind



“杠杆大泡沫”的破灭让A股市场在2015年6、7月间急跌，形成“股灾”，冲击了金融体系稳定



数据来源：Wind



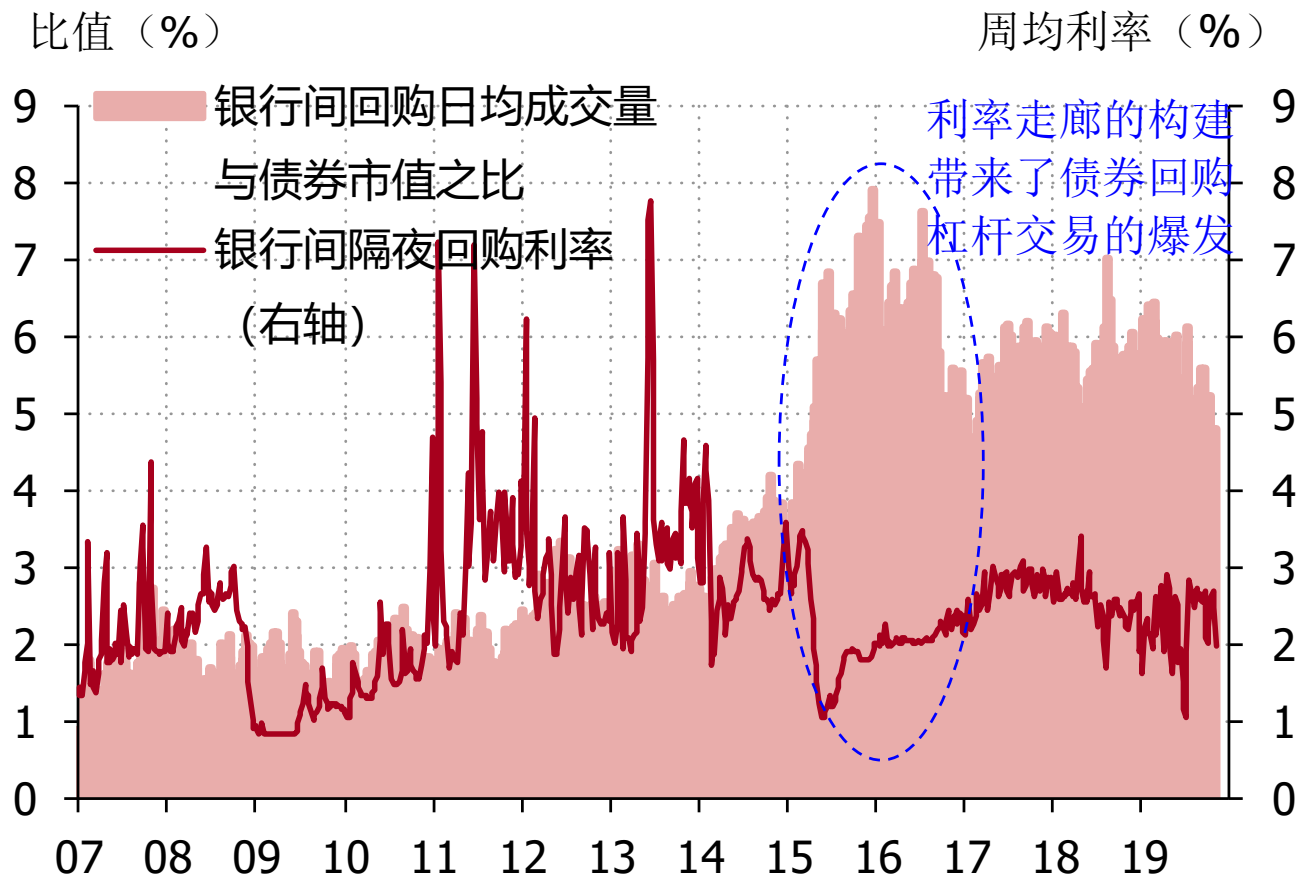
股灾之后资金流入债券市场，令债市杠杆大幅攀升，广义基金债券头寸爆发性增长



数据来源：Wind



央行不得已在2016年下半年结束了“利率走廊”的尝试，推行了债市去杠杆的政策……



数据来源: Wind



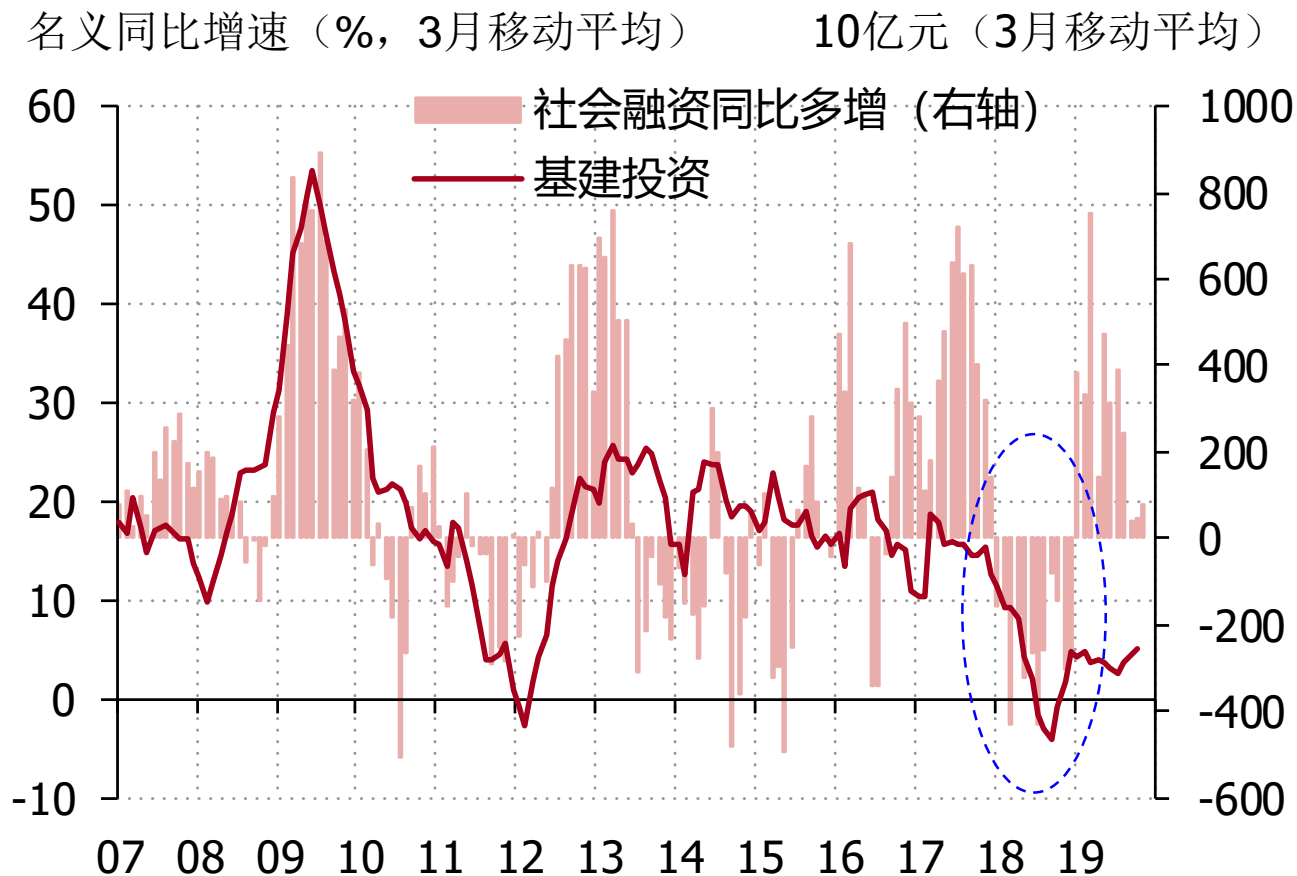
.....从而让债券市场在2016年4季度进入熊市



数据来源: Wind



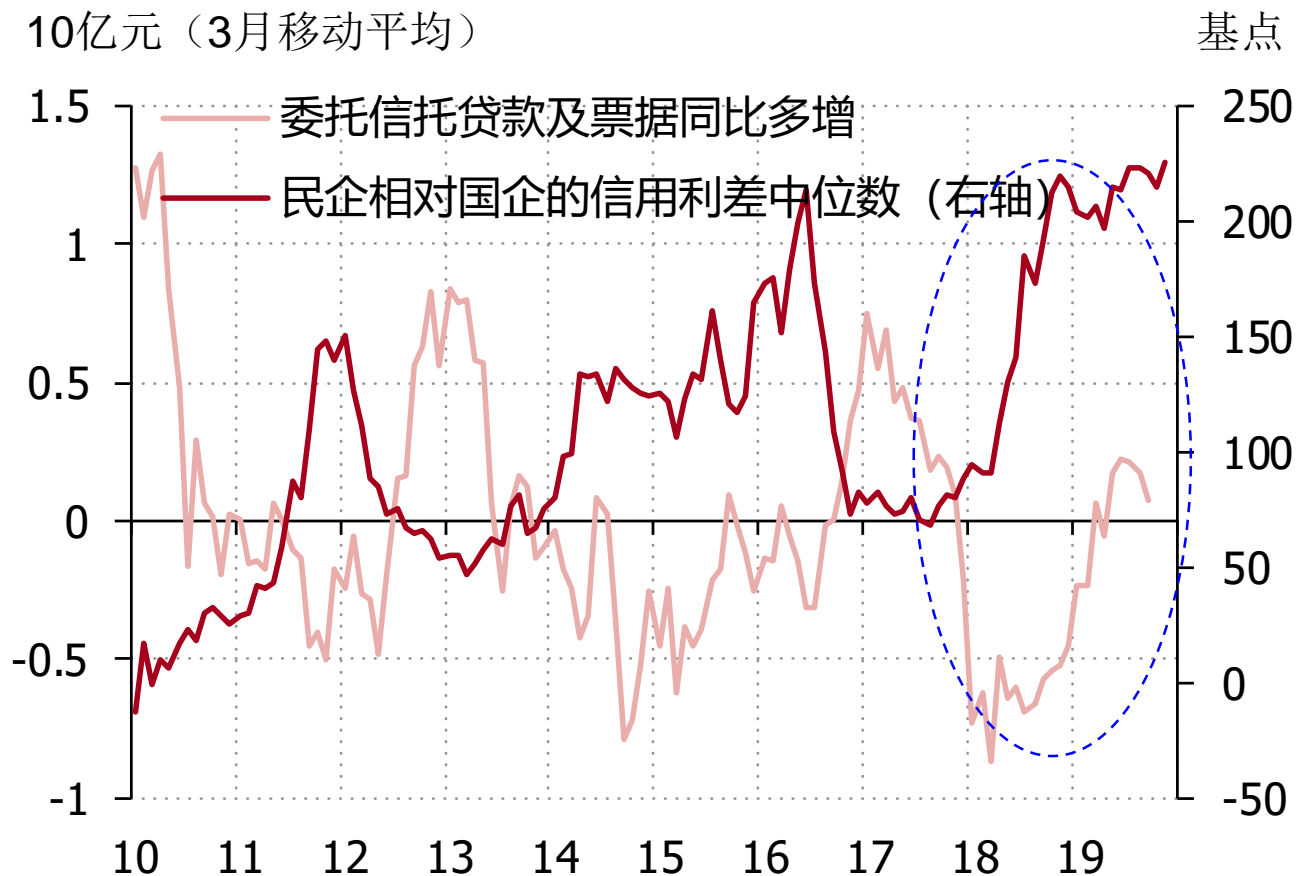
2018年的强力去杠杆打压了社会融资，收紧了基建投资的融资瓶颈，让基建投资从增长稳定器变成增长压力源



数据来源：BIS



2018年开始的对非标融资的严厉清查使得民企相对国企的信用利差攀升至十年来的高位



数据来源：万得



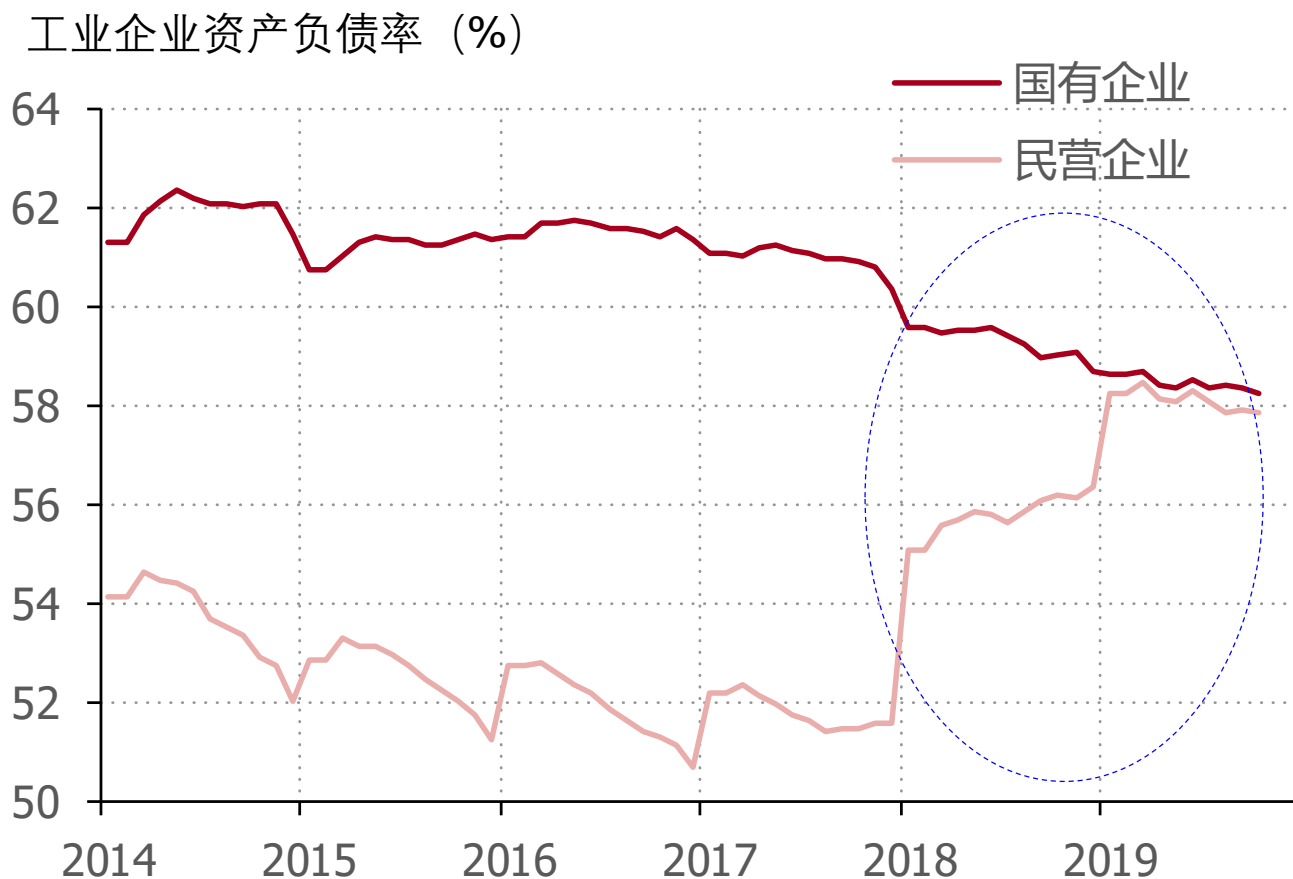
2019年的“包商银行事件”让小银行的融资成本明显上升，并最终对小微企业的融资带来不利影响



数据来源：万得



“去杠杆”让民营企业的杠杆率明显攀升



数据来源：万得



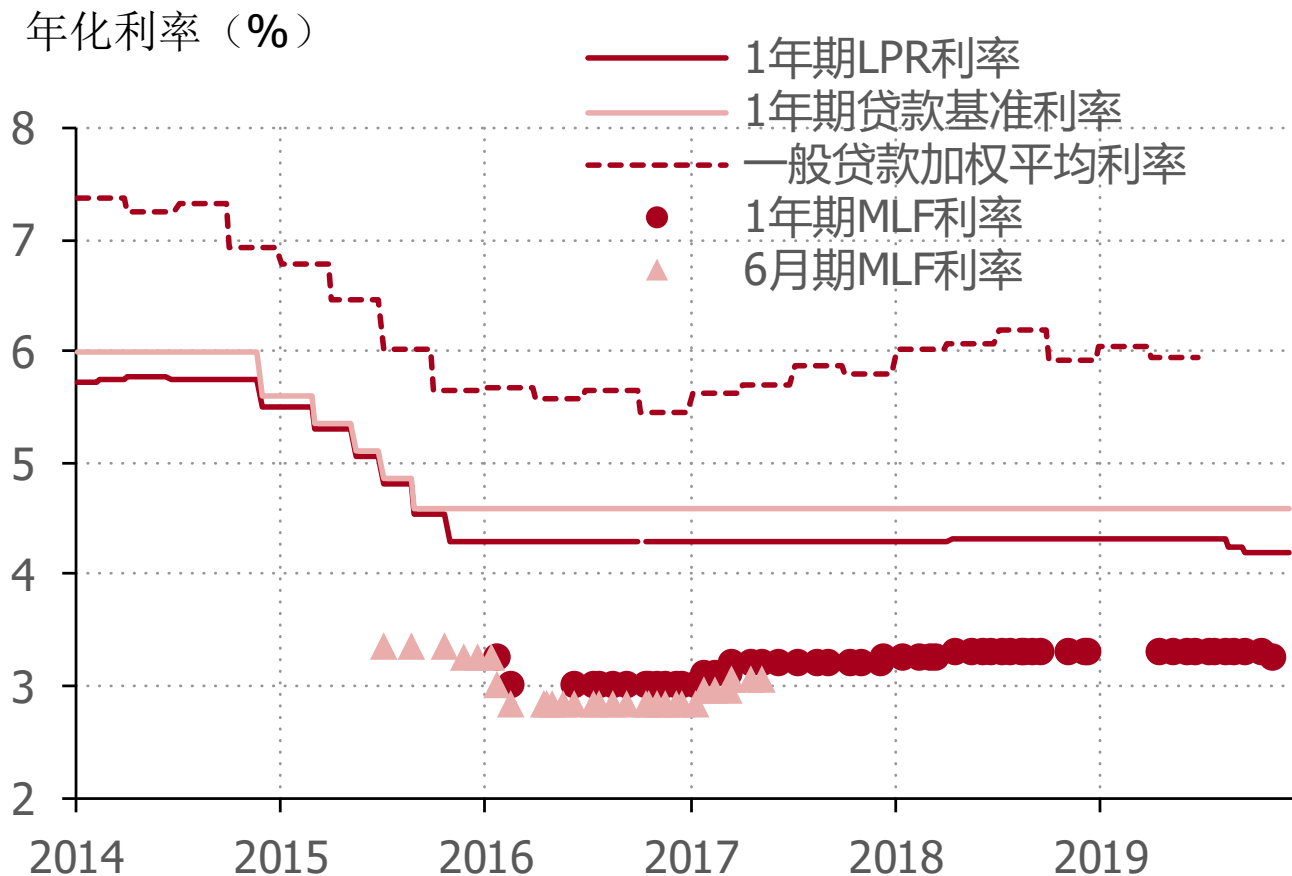
民营企业的亏损比例也随之上扬



数据来源：万得



2019年8月的LPR改革是人民银行打通货币政策传导路径的又一次尝试



数据来源：Wind



LPR改革之后，银行间市场短期利率中枢上升，波动性下降，反映出了央行在银行间市场态度的转变



数据来源: Wind



谢谢！

徐高博士是中银国际证券总裁助理兼首席经济学家，北京大学国家发展研究院兼职教授。他目前还是中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员，中国首席经济学家论坛理事。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

