

反对资本无序扩张的基础:中国金融体系 主要矛盾分析

何佳 王宠霖

摘要:在提出中国金融体系主要矛盾的基础上,分析中国资本无序扩张的问题具有重要现实意义。中国特色社会主义市场经济是一个伟大的创造,中国金融体系是这个伟大创造中的一部分。由于资金的高速低成本流动使得金融体系中所有问题都具有全局性,同时中国特色社会主义市场经济发展必须坚持渐进性改革的发展道路从而呈现出很多局部性的特征,这就导致了一系列渐进性改革的结构性套利机会。党的十九大报告将金融稳定列为三大攻坚任务之首,党的二十大报告也再次强调了防范金融风险问题与完善分配制度问题。中国的资本无序扩张问题本质上是源于一系列渐进性改革的结构性套利机会,这种收益与风险不匹配的套利行为扭曲了中国金融定价体系,破坏了分配秩序,更会冲击中国的金融稳定。

关键词:中国金融;结构性套利机会;资本无序扩张

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2023.01.013

中共中央政治局2022年4月29日就依法规范和引导我国资本健康发展进行了第三十八次集体学习。习近平总书记在学习中指出,“党的十一届三中全会实行改革开放以后,我们破除所有制问题上的传统观念束缚,认为资本作为重要生产要素,是市场配置资源的工具,是发展经济的方式和手段,社会主义国家也可以利用各类资本推动经济社会发展,逐步确立了公有制为主体、多种所有制经济共同发展,按劳分配为主体、多种分配方式并存,社会主义市场经济体制等社会主义基本经济制度,提出并坚持毫不动摇巩固和发展公有制经济,毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展。”^①这是对社会主义市场经济的高度总结。资本是市场经济发展中非常重要的部分,社会主义市场经济中必然也会存在各种各样的资本。一般认为金融系统的贡献就在于可以最有效地将资本配置到最有价值的部门去^②,并通过降低融资成本、分配稀缺资源等方式促进创新^③,进而促进经济发展。而我国的金融体系中的定价体系还很不完善,存在资本利用结构性套利机会无序扩张的隐患,党的二十大开幕前,新闻发言人也再次提到防范资本无序扩张问题。我们需要对社会主义市场经济中的金融体系做深入研究,以实现健全资本市场功能的目标,为金融市场助力中国式现代化建设提供理论支持。

一、中国金融体系中的主要矛盾

《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》(以下简称《决议》)指出:全党必须清醒认识到,“我国仍处于并将长期处于社会主义初级阶段,我国仍然是世界最大的发展中国家。”《决议》同时指出“新时代我国社会主要矛盾是人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间

作者简介:何佳,山东大学经济研究院讲席教授,博士生导师(济南250100; hejia@sdu.edu.cn);王宠霖(通讯作者),山东大学经济研究院研究助理(济南250100; wjize@outlook.com)。

① 《习近平主持中共中央政治局第三十八次集体学习并发表重要讲话》, http://www.gov.cn/xinwen/2022-04/30/content_5688268.htm, 访问日期:2022年10月27日。

② Wurgler J., “Financial Markets and the Allocation of Capital”, *Journal of Financial Economics*, 2000, 58(1-2), pp.187-214.

③ Holmstrom B., “Agency Costs and Innovation”, *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1989, 12(3), pp.305-327.

的矛盾”^①。这个矛盾实际上就是我国经济体系的主要矛盾，基于这个主要矛盾，党在十八大提出以供给侧结构性改革作为经济改革的主要任务。

2019年2月22日，习近平总书记在主持完善金融服务、防范金融风险第十三次集体学习时强调：“要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。”^②这是一个全面和深刻的表述。

（一）金融的本质——所有金融问题都带有全局性

充分理解金融的本质是处理一切金融问题的前提，尤其是在推动金融供给侧结构性改革时需要首先从金融学的一般本质出发，而这首先需要明白现代金融学的研究对象与研究方法。从20世纪50年代 Markowitz 提出资产组合原理开始^③，现代金融学已经逐步发展成为一门独立的学科，为全球金融行业的高速发展奠定了理论基础^{④⑤⑥}。在现代金融学发展过程中，其与经济学产生了显著差异。在经济学研究中，需求和供给分析是基本分析方法，供给与需求的均衡则是求解一般经济学问题的关键。简单来说，经济学研究可以抽象为在以纵轴为价格、横轴为产量的平面上对一般商品量与价的供需关系的研究。人们往往假设，一般商品价格越低需求量越大，进而形成一条倾斜向下的需求曲线；同时价格越高则会有越多的厂商愿意供应更多的商品，因此又会产生一条单调向上的供应曲线。需求曲线与供给曲线的相交就在均衡条件下确定了产品的价格和产量。

经济的供给侧结构性改革是从经济学本质出发，从基本供求分析方法出发，是合乎逻辑之举。那么，金融的供给侧结构性改革该如何考虑呢？考虑金融学的本质，我们依然需要从金融学的研究对象与研究方法出发。金融学的研究对象是大量金融资产风险和收益之间的横向关系，即定价体系，而研究方法则是无套利分析原理。所有金融问题都是具有全局性的，这也体现在金融研究的基本方法上，即一般不会去特别关注和分析单个金融资产。也就是说，定价体系是在大量金融资产的风险与收益关系互为参照的前提下建立的^⑦。如果一定要对单个金融资产做分析，那么回到经济学研究方法中，该金融资产的需求曲线会是一条水平线（在具有完美替代资产的理想情况下，以纵轴为价格，横轴为量）^⑧。在此情形下，无论该金融资产的供给曲线如何移动，供需曲线相交点的资产价格都将会保持不变。由此可见，金融学考虑的问题和经济学考虑的问题在方法论上有本质上的差别。所以，把供给侧结构性改革当作一个框框，什么都往里扔的想法，是不科学的，也是行不通的。处理金融问题的核心就是要综合考虑金融学的研究对象与研究方法。因此，定价体系存在的充分必要条件是没有套利

① 《中共中央关于党的百年奋斗重大成就和历史经验的决议》，http://www.gov.cn/zhengce/2021-11/16/content_5651269.htm，访问日期：2022年10月30日。

② 《习近平主持中共中央政治局第十三次集体学习并讲话》，http://www.gov.cn/xinwen/2019-02/23/content_5367953.htm，访问日期：2022年10月30日。

③ Markowitz H., “Portfolio Selection”, *The Journal of Finance*, 1952, 7(1), pp.77-91.

④ Sharpe W. F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *The Journal of Finance*, 1964, 19(3), pp.425-442.

⑤ Ross S. A., “A Simple Approach to the Valuation of Risky Streams”, *Journal of Business*, 1978, 51(3), pp.453-475.

⑥ Harrison J. M., Kreps D. M., “Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets”, *Journal of Economic Theory*, 1979, 20(3), pp.381-408.

⑦ Harrison J. M., Kreps D. M., “Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets”, *Journal of Economic Theory*, 1979, 20(3), pp.381-408.

⑧ Wurgler J., Zhuravskaya E., “Does Arbitrage Flatten Demand Curves for Stocks?”, *The Journal of Business*, 2002, 75(4), pp.583-608.

机会^①,这一结论就是金融学的基本原理。与经济学的量价分析框架不同,在定价体系存在的条件下,金融学的分析往往是在纵轴为期望回报、横轴为风险的平面上进行的。在得到大量资产的风险、收益关系后,通过寻找所谓的 α ——即给定单个资产的期望收益与相应风险下定价曲线决定的期望收益之间的偏差——进行投资决策。从中我们可以发现,所有金融问题都带有全局性,对任何单个资产的投资决策都是基于对大量资产的风险—收益横向关系分析之上,即都是在整个定价体系下进行的。从金融学出发处理问题时,核心问题是风险和收益的关系,这与经济学从供求关系出发的研究有本质上的不同。同时,根据切平面定理,在任何高维度空间里,对任何两个不相重叠的凸集,都可以在该空间里找到一个平面把这两个凸集分开^②。所谓凸集就是连接一个集合内任何两个点的直线也一定在该集合之内,这也是现代金融理论中对金融资产组合的一般性假设。在切平面定理的约束下,可以严格证明定价体系存在的充分必要条件就是没有套利机会,这就是我们上文提到过的金融学基本原理^③。这个原理将金融学的研究对象与研究方法紧密结合在一起,形成一体两面的关系,因此可以将其称为金融学基本原理。在对切平面定理的应用中,需要将全部无套利组合统一考虑在一个可行集中,需要考虑所有资产的风险收益关系。因此,一旦投资可行集中出现套利机会,整个投资组合的风险收益关系就被破坏了,定价体系存在的前提就会失效^④。参见图1。

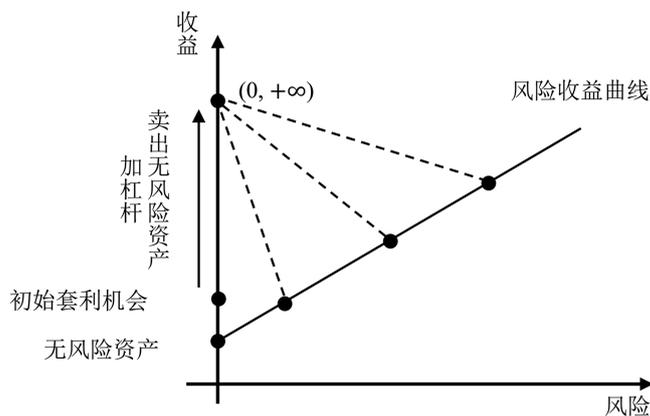


图1 套利点对定价体系的破坏

从这里我们可以看到经济学和金融学考虑问题的主要差别。该定理的重要性在于把定价体系和套利机会用互相依存的关系连接了起来,因此这个定理具有很强的解释能力,是必须时刻被考虑的。由此我们强调了所有金融问题都具有全局性的本质,这也是理解金融的关键所在。我们从现代金融理论和实践出发来讨论这个问题,为揭示中国金融体系的主要矛盾做了一些准备。概括地说,现代金融学研究对象是整个定价体系,其研究方法是套利分析。这两者构成了现代金融学的核心,自然地

① Harrison J. M., Kreps D. M., "Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets", *Journal of Economic Theory*, 1979, 20(3), pp.381-408.

② Holmes R. B., *Geometric Functional Analysis and its Applications*, Springer-Verlag, New York, 1975, pp.1-45.

③ Harrison J. M., Kreps D. M., "Martingales and Arbitrage in Multiperiod Securities Markets", *Journal of Economic Theory*, 1979, 20(3), pp.381-408.

④ 直观上我们可以想象原本有一条曲线描述了大量资产的风险和收益关系,而且体现了高风险—高收益和低风险—低收益的基本特性。而现在,突然冒出一个投资机会同时也是套利机会,风险为零且收益很高,通过加杠杆收益可以达到无限大,那么把这个投资机会加进这条曲线,你是无论如何也不可能再构造出一条新的风险收益曲线,且同样满足高风险—高收益和低风险—低收益这个特性了,只能得到高风险与低收益组合,也就是说定价体系就不存在了。这就是金融学基本原理的直观描述或者图形描述。

把所有金融问题都连接在了一起,其背景是资金流的高速且低成本的流动、资本市场的纽带作用^{①②}、以及基于金融体系参与者的信息披露^{③④⑤}和对资本的监管。资本市场投资分析和公司金融决策^⑥都是建立在现代金融学理论之上,并且含在整个金融体系之内,自然也就有了全局性的特征。

(二)中国渐进性改革的局部性

新中国成立以来我国经历了两场深刻的经济大变革。第一次是1953年到1956年,我国用4年时间完成了社会主义改造,使得社会主义公有制在国民经济中占据主导地位。第二次是1978年到现在,花费了40多年的时间从计划经济向市场经济迈进。应该说,大约到了2005年的时候,在国民经济中非公有经济已经从经济总量上占据了主导地位^{⑦⑧}。当然,中国的国有经济在重要的核心产业依然占据垄断地位。我国的第一次大变革可以看成是一次疾风暴雨式的改革,或者一次“一步到位的改革”,而第二次大变革可以被看成是“渐进性改革”。70多年的两场巨变,涉及的问题是多方面的,而这两场巨变不同的展现模式有着很深刻的历史背景。这两场巨变,第一场是以所有制变革为目的,第二场是以转变发展模式为目标,但是往往也会同时触及所有制的问题。

中国采用渐进性改革策略既不是因为国家太大,也不是因为问题太复杂,因为“三大改造”也是在中国这片土地上进行的,问题也非常复杂。而俄罗斯和东欧这些曾经的社会主义国家可以采用一步到位的改革从计划经济走到市场经济,那是因为这些国家放弃了社会主义制度,放弃了公有制^⑨。中国改革的渐进性源于我国要在保证以公有制为基础的生产关系和以马克思主义为指导的意识形态必须始终占有统治地位的前提下,从高度集中的计划经济转变为市场经济,进而达到解放和发展生产力的目的。因此,邓小平同志提出了“摸着石头过河”这一建设中国特色社会主义的方针。而渐进性改革的局部性主要是源于“摸着石头过河”的方式带有很多的不确定性,每一步的改革也很难是连贯的。因此,改革的渐进性和局部性是不得已而且是必然的选择,不然就会寸步难行^⑩。

(三)渐进性改革中的结构性套利机会

基于金融问题全局性的本质要求,以及中国渐进性改革局部性将长期存在的事实,我们可以得到中国金融体系的主要矛盾,即金融问题的全局性和渐进性改革的局部性之间的矛盾。这个主要矛盾导致的一个结果是结构性套利机会将长期存在。依据金融学基本原理,这种结构性套利机会将扭曲定价体系^⑪。在实践中我们可以举出很多例子来证实这个结论。

金融研究的主要对象就是定价体系,即金融资产风险与收益的关系。一般认为金融资产的收益

① Sharpe W. F., “Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk”, *The Journal of Finance*, 1964, 19(3), pp.425-442.

② 李善民、黄志宏、郭菁晶:《资本市场定价对企业并购行为的影响研究——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》2020年第7期。

③ Hermalin B.E., Weisbach M.S., “Information Disclosure and Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 2012, 67(1), pp.195-233.

④ 程新生、谭有超、刘建梅:《非财务信息、外部融资与投资效率——基于外部制度约束的研究》,《管理世界》2012年第7期。

⑤ Goldstein I., Yang L., “Information Disclosure in Financial Markets”, *Annual Review of Financial Economics*, 2017, 9, pp.101-125.

⑥ Modigliani F., Miller M., “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”, *American Economic Review*, 1958, 48 (3), pp.261-297.

⑦ 陈宗胜、高玉伟:《我国公有经济规模测度与深化混合经济改革潜力》,《经济社会体制比较》2015年第1期。

⑧ 李成瑞:《关于我国目前公私经济比重的初步测算》,《探索》2006年第4期。

⑨ Dewatripont M., Roland G., “The Virtues of Gradualism and Legitimacy in the Transition to a Market Economy”, *The Economic Journal*, 1992, 102(411), pp.291-300.

⑩ 何佳:《论中国金融体系的主要矛盾与稳定发展》,北京:中国金融出版社,2020年,第23—47页。

⑪ 由于市场和监管的限制,结构性套利机会可能会存在一定时间,受到一定限制,因此并非零风险无限收益的,而是在一定风险下极高的收益。此时很难形成一条新的风险—收益对应曲线。即使构造出整体向上扭曲的新曲线,其与全球市场中的定价曲线也是不相容的。详见何佳:《论中国金融体系的主要矛盾与稳定发展》,第82—103页。

是与风险正向相关的,风险越高收益越高是最基本的要求。然而在中国的金融实践中我们看到了许多违背这一基本规律的事件的发生,这说明在中国金融体系中定价体系是缺失的。在2006—2015年长达10年的时间里,银行理财产品由于刚性兑付几乎是无风险的,但是其回报却非常高,因此有不少业内人士把中国股票市场的低迷和银行理财产品的快速发展相联系起来^①。除了银行理财产品,在那个时间段还有大量的信托产品,由于刚性兑付这些产品也是无风险的,而且回报更高(约10%)。更有一些信托公司发行的劣后产品,其回报甚至可以达到30%^②,由于刚性兑付同样也是无风险的。与此相比,中国的股票市场则展现出相对较高的风险与相对较低的回报。此外,一般认为信用利差可以反映市场中的信用风险,但在近期债务违约事件时有发生背景下,信用利差却没有显著的上升。风险与收益关系的破坏在房地产市场中也非常显著,尤其是在房地产投资属性较高,具有较强的金融资产属性的背景下,中国的房地产价格却维持了相当长一段时间的单向快速增长,显示出极低的风险和极高的回报。按照一般的金融资产定价原则,融入资金的成本与定价应当取决于其使用或投资标的的风险定价,但是中国不少金融机构的理财产品、资产管理计划、兼并收购计划,却完全偏离了融入资金的风险定价由资金实际投向的项目风险决定这一基本原理,进一步扭曲了定价体系。持续4年的所谓“宝能和万科之争”事件本质上和扭曲的定价体系有很大的关系。其实从本质上讲,“资管新规”的核心应该是试图实现融入资金的风险定价取决于其使用或投资标的的风险定价这个基本原则。另外,中国融资市场分层割裂的问题也是造成资产端定价体系扭曲的一个重要原因。

我们还可以发现许多结构性套利机会正是伴随着我国各种渐进性改革的进程产生的^③。中国的股权分置改革是这一现象的典型代表^{④⑤}。在中国建立资本市场的初期,出于种种考虑将上市公司股份划分为流通股份和非流通股份。一般来讲,流通股份的价格要远高于非流通股份的价格^⑥。从相关理论研究及全球资本市场实践的经验来看,这种形式的股权分置是不可能长期维持的^{⑦⑧}。可以预期的是政府通过一系列安排逐步将非流通股转为流通股,进而改变股权分置的局面是一定会发生的。显然,在越接近解决股权分置的时机获取非流通股份,就越能够通过减少持有成本而获取更高的利益。一个很重要的事实是中国普通的投资者无法获得非流通股,更不可能准确地预测股权分置问题解决的时间表。但是部分有办法的人,可以通过设立一个公司法人来实现非流通股份的获取,从而在并轨时获取高额回报。还有一个人们常用的例子,就是在前海试验区建立初期,有些人利用当时的制度设计,用黄金一日游获取无风险套利。另外,也存在部分人把国内的资金搬到香港,然后再以外资的形式回流,用以获取无风险的收益,这些外资也被称为“假外资”。

当结构性套利机会出现后,可以预见只通过市场化的解决方案是不能建立定价体系的。即使我们放开对金融体系和金融资产价格的管制,只要套利机会依然存在,我们就不能建立一个与全球市场相容的定价体系。有人可能认为,只要采取市场化我们就能消除套利机会。但是,我们的套利机会是一种只有少数人才能参与的结构性套利机会,这种结构性套利机会又是在中国渐进性改革过程中不断出现的,而这又是源于渐进性改革的局部性特征。在渐进性改革的局部性始终存在的前提下,金融市场在这个改革过程中会不断地加入新的持续存在的套利机会,而这正如我们在第一节分析过的一

① 西南财经大学信托与理财研究所、普益财富:《中国理财市场发展报告2011~2012》,中国财政经济出版社,2012,第137页。
 ② 《大宗交易变身股权质押“过桥资金”暗度陈仓》,https://www.cnstock.com/08yaowen/cmjx/201305/2595794.htm,访问日期:2022年10月30日。
 ③ 何佳:《金融改革发展中的套利》,《中国金融》2014年第5期。
 ④ 傅勇、谭松涛:《股权分置改革中的机构合谋与内幕交易》,《金融研究》2008年第3期。
 ⑤ 姚颐、刘志远、王健:《股权分置改革、机构投资者与投资者保护》,《金融研究》2007年第11期。
 ⑥ Longstaff F. A., “Optimal Portfolio Choice and the Valuation of Illiquid Securities”, *The Review of Financial Studies*, 2001, 14(2), pp.407-431.
 ⑦ Shleifer A., Vishny R. W., “A Survey of Corporate Governance”, *The Journal of Finance*, 1997, 52(2), pp.737-783.
 ⑧ Johnson S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., et al., “Tunneling”, *American Economic Review*, 2000, 90(2), pp.22-27.

样,金融学基本原理说明套利机会的存在会使定价体系难以建立。而市场化这个因子是隐藏在金融学基本原理之后的,扭曲的和局部的市场化无法消除这种生生不息的套利机会,无法解决这个问题也就无法建立定价体系。

二、如何理解反对资本无序扩张

这两年,中央在多次会议上明确提出了防止资本无序扩张的要求。资本无序扩张的原因是什么?在一般的金融教科书中并不存在这个概念。所以我们必须从中国特色社会主义市场经济中的金融理论和实践中去寻找。在我国出现的资本无序扩张问题基本上可以概括为在资本逐利的天性下,出现了其可以不承担相应风险的疯狂扩张,进而带来了资源配置的扭曲问题^①。按照一般金融学原理,低风险高收益的套利机会应当是可以很快在市场的作用下消失的,但我国金融系统中却长期存在风险与收益错配的问题。中国金融体系的主要矛盾是所有金融问题的全局性与渐进性改革的局部性之间的矛盾,这个矛盾在过去、现在和将来应该都是中国金融体系的主要矛盾,并且贯穿于整个中国特色社会主义市场经济的核心——中国金融体系之中。金融问题的全局性永远不会变,而我们的渐进性改革也是一个长期的任务,其局部性也很难避免。无论是金融体系内部还是金融体系外部的渐进性改革都会影响到金融定价体系的相容性,不相容就会产生结构性套利机会,造成金融不稳定和进一步的贫富差距。资本无序扩张的根本原因在于中国金融体系的主要矛盾,在于这个主要矛盾导致的渐进性改革结构性套利机会。党的二十大报告指出,我国要完善分配制度、规范财富积累机制,追求共同富裕。共同富裕不是平均主义,规范分配制度的目的在于实现财富积累的可持续与激励政策的相容性^②。正确定价的金融资产具有风险与收益相匹配的特性,资本在承担风险的同时获取收益,可以有效激励与支持创新发展。然而当资本使用套利机会发展时,收益与风险的平衡关系被破坏,表现出低风险高收益的特性,出现金融资本空转、脱实向虚的特征。这种收益与风险的不匹配、不公平发展就是资本的无序扩张。

在套利机会面前,人们通常通过增加资本杠杆的方式来扩大套利所得,而在互联网技术出现后,还可以通过做好场景让更多的人参与,这也是一种杠杆,可以称为场景杠杆。同时运用资本和场景两种杠杆,互联网平台的套利能力是举世无双的。套利就是有钱币从天上掉到地上,弯腰就能捡到,毫不费力。而加杠杆,无论是资本杠杆还是场景杠杆就是使得套利者有了一个吸取钱币的机器,有点像吸尘器,可以快速地大范围地吸取钱币。正如资金杠杆一样,场景杠杆在扩大收益范围的同时,也会将更大范围的个体间的风险联结起来,如图2所示。所有这些都加剧金融体系的不稳定,从而进一步扭曲金融体系的定价体系。下面我们给出一个吸取钱币机器(场景杠杆)的例子。

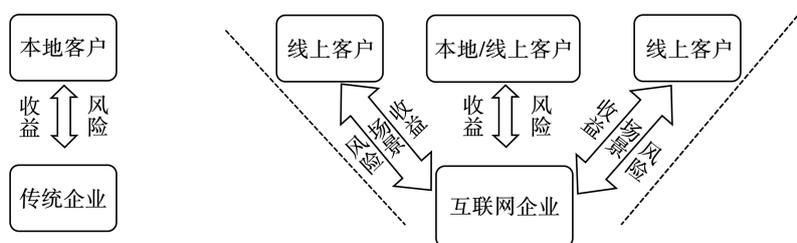


图2 场景杠杆

^① 洪银兴、彭文生、聂辉华等:《资本的特性、行为规律与发展规范》,《国际经济评论》2022年第4期。

^② 财联社:《解读二十大报告|张晓晶:规范财富积累机制不仅要考虑分配是否公平还要考虑积累是否可持续》,<https://www.cls.cn/detail/1163505>, 访问日期:2022年10月30日。

自2013年余额宝问世以来,其就以极低的买入门槛与相对较高的收益率迅速吸引了大量用户,2013年也因余额宝的出现被普遍认为是互联网金融的元年。余额宝自诞生起就具有较强的普惠性质^①,其方便快捷且相对较高的收益率帮助大量用户建立了理财的意识。同时余额宝也激励了整个金融行业的技术创新,也在一定程度上推进了利率市场化的进程^{②③}。同时余额宝在发展过程中不断进入各种新的消费场景,培养了大量长期用户。在余额宝推广过程中,其先后推出了“零元购手机”、“余额宝买车”等项目,不断增加余额宝的使用场景,成功增加了余额宝的知名度与基金规模。其更是在2015年首创了买房用途,这不仅增加了余额宝使用场景,扩展了用户群体,也使互联网金融工具第一次进入了房地产市场。当时余额宝通过与方兴地产合作,在淘宝网上线了分布在北京、上海等十大城市的1132套房源支持余额宝购房。这一举措的创造性在于当购房人通过余额宝支付首付后,在正式交房前或首付后三个月内,首付购房款依然锁定在余额宝中,购房人依然可以享受余额宝的收益^④。在扩展用户使用场景方面,余额宝(或者说蚂蚁金服)显示出极强的创造性。我们可以清晰地看到,在余额宝上市初期,其通过不断地创建新的业务场景,成功地培养了用户的使用习惯,在初期高利率的加持下,余额宝实现了飞速的扩张。伴随着余额宝不断嵌入各个消费场景,余额宝在2018年时总规模突破了1.93万亿元人民币。

余额宝是以利率市场化试水的名义推动的。余额宝创新的源头实际上是一种利差套利。我国银行的存款利率分为大额存款利率和小额存款利率,前者远高于后者。假设大额存款利率为6%,小额存款利率为4%。余额宝通过互联网方式从小额存款者手中吸引大量资金存放到银行获取6%的利息,并且以5%的利息返还给投资者。在实际中,余额宝基金主要投向了银行协议存款,这部分存款利率由银行与客户参照银行间同业拆借利率协定,因其独有的优势在流动性紧张时可以有相当高的利率^{⑤⑥}。如图3所示,在余额宝刚推出时其7日年化收益率一度超过6%,显著高于银行间同业拆借利率。除此以外,余额宝也花大力气营造互联网金融使用场景,使其成为人们生活的一部分,从商业经营角度这是很值得赞赏的。余额宝一度成为了全世界最大的货币基金。但是可以预见,在这样的业务模式下,随着余额宝的规模不断扩大,整个社会的融资成本会迅速上升,所以余额宝的规模已经受到了限制,如图4所示。中国互联网金融曾经的快速发展,在很大程度上得益于中国金融体系内的套利机会,例如以上提及的利差套利。最近蚂蚁集团整顿的一项内容就是要管控重要基金产品的流动性风险,主动压降余额宝余额。

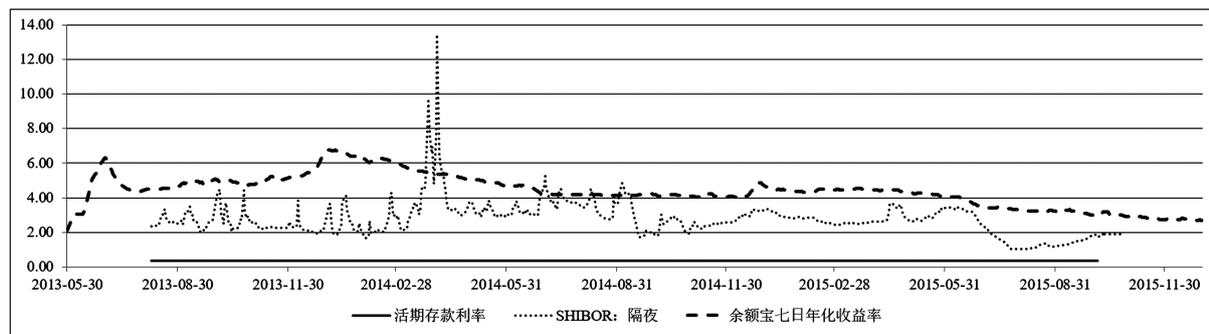


图3 活期存款与银行间同业拆借利率差

① 李继尊:《关于互联网金融的思考》,《管理世界》2015年第7期。
 ② 郑联盛:《中国互联网金融:模式、影响、本质与风险》,《国际经济评论》2014年第5期。
 ③ 乔海曙、李颖:《余额宝的鲑鱼效应、存款利率市场化及其应对》,《当代财经》2014年第8期。
 ④ 《余额宝购房项目推1132套房源 近半房源支持“房到付款”》, <https://www.chinanews.com.cn/house/2015/03-24/7154872.shtml>, 访问日期:2022年10月30日。
 ⑤ 盛松成、张璇:《余额宝与存款准备金管理》,《金融时报》2014年3月19日,第2版。
 ⑥ 谢平、邹传伟、刘海二:《互联网金融的基础理论》,《金融研究》2015年第8期。

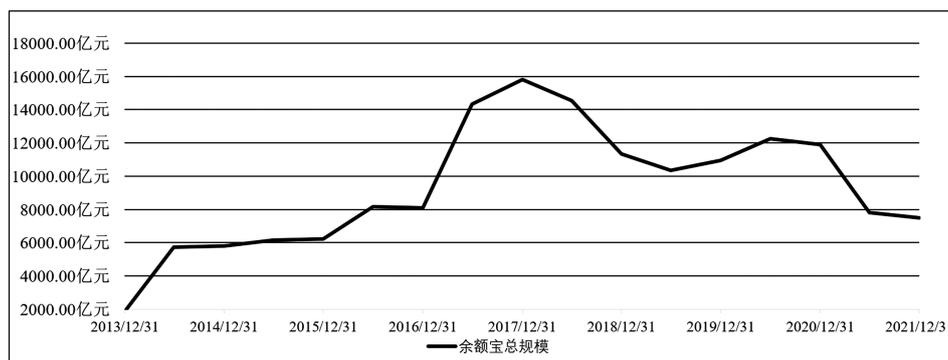


图4 余额宝规模变化

三、小结

中国金融体系是一个不稳定的体系，中国金融稳定就是在一个不稳定的体系上做稳定性控制，而这一切都是在中国金融体系的主要矛盾，即金融问题全局性和渐进性改革局部性的矛盾存在的情况下必然发生的。因此，金融稳定的任务靠金融体系本身是不可能解决的，靠其内部系统的自我平衡是达不到的，尤其是靠市场化作为解决方案也是不可能的。在此背景下，资本的无序扩张会进一步冲击我们的金融体系，加剧金融体系的不稳定，因此反对和防止资本的无序扩张是必须的。在可预见的未来，金融稳定的任务就是要动用包括行政手段在内的一切力量，确保金融体系不出大事。金融不稳定是必然的，但是要严防金融过度不稳定，各种检测指标和措施是必需的。这些应对措施是中国金融体系在一个特殊的环境下必须要做的。我们需要真正理解金融稳定是国家稳定的重要组成部分。只有如此，在金融体系不出大事的情况下，才能推动我国金融为实体经济服务。

The Basis for Opposing the Disorderly Expansion of Capital: An Analysis of the Primary Contradictions in China's Financial System

He Jia Wang Chonglin

(Center for Economic Research, Shandong University, Jinan 250100, P.R.China)

Abstract: We analyzed the disordered capital expansion problem in China on the basis of existing literature. China's socialist market economy is a great creation, and China's financial system is part of this creation. Globality is a universal characteristic of any problem in the financial system because of the high speed and low cost of capital flows. And meanwhile, there are many problems with locality-characteristic in China because of the insistence on China's gradual socialist market economy reform. Then a series of structural arbitrage opportunities appeared in the gradual reform. The Report of the 19th National Congress of the Communist Party of China listed financial stability as the first of the three major tasks, and the Report of the 20th National Congress of the Communist Party of China also emphasized the issue of preventing financial risks and improving the distribution system. The disorderly expansion of capital in China will affect China's financial stability.

Keywords: China's Finance; Structural arbitrage opportunities; Disorderly expansion of capital

[责任编辑:纪小乐]