

财经时评

利率市场化须培育银行利率定价制度

中国社科院金融研究所 曾刚

6月以来,央行连续两次调降存贷款利率,释放出货币政策宽松信号。更引人瞩目的,是在6月8日的消息中,央行意外打开了存款利率上浮区间,允许银行存款利率上浮到基准利率的1.1倍。在许多人看来,此举正式启动了存款利率市场化的进程,对中国金融市场以及银行运行可能产生重要影响。该政策出台之后,各家银行大多迅速做出反应,也引起各界的广泛关注与讨论。

总体来说,有关利率市场化的讨论由来已久,虽然目前存款上浮的区间已经打开,但未来进展情况,仍然存在很多不确定性。当然,允许存款利率上浮,还是为银行之间的定价竞争提供了有限空间。在这样一个环境中,银行会以怎样的基准来定价?行业定价是纯粹的无序竞争,还是按照某种规则进行有序调整?要回答这些问题,我们需要从更微观的角度,去考察利率市场化背后真实的运行机制。

在不同国家,由于法律和市场环境不同,利率市场化的运行机制存在较大的差异。在美国,其金融体系中除了联邦基准利率外,华尔街日报定期公布的“优惠贷款利率”(WSJ Prime Rate)也是美国利率体系中的重要利率,被广泛应用于各种贷款产品,如抵押再融资、学生贷款、汽车信贷和信用卡业务等。优惠贷款利率”是美国大商业银行对资信良好且与自己关系密切的大客户提供的贷款利率,对其他客户的利率则以此为定价基准,视风险大小



IC图片

不同在“优惠贷款利率”之上加上不同风险升水。与Libor利率的波动性相比,“优惠贷款利率”报价水平比较稳定。

“优惠贷款利率”参考了美国资产总额排名前30位的商业银行报出的优惠贷款利率,如果这30家银行中有23家(75%)改变优惠贷款利率,那么华尔街日报也会相应更改其发布的优惠贷款利率。从市场运行情况来看,优惠贷款利率与联邦基金目标利率保持较强的联动关系。近年经验数据表明,WSJ优惠贷款利率”大体等于联邦基金目标利率加300个基点。

在日本,尽管已经实现利率市场化,其货币管理局仍会对涉及公众的存、贷款利率施加一

定的限制。比如,在存款利率决定中,3年期小额市场利率联动型定期存款(MMC)利率的确定是以长期国债和名义利率为基准,其余的以可转让存单(CD)的加权平均利率为基准,并还有档次规定。货币管理局明确规定,各金融机构在既定的品种上必须按统一的“市场利率”支付利息。从某种意义上讲,日本的利率是“弱干预”限制下的市场化,并不能算是“完全”的市场利率。但考虑到货币管理局干预的利率品种,其制定基础仍然是市场竞争中形成的利率(如短期优惠贷款及存款利率均是在银行平均融资利率的基础上决定的),是对市场利率的认可和一致行动。

在香港、台湾等地区,银行的

定价则带有一定的“协调定价”的特征。在银行协会的协调和指导下,大型银行在存、贷款定价中发挥着“做市商”作用,其他中小银行则跟随调整。当然,大银行的定价原则和美国相似,多数时候都以“优惠贷款利率”为基础,按不同客户的风险状况进行调整。

从各国的实践,我们大概有这几个感受:首先,利率市场化并非只有一种运行模式,各国环境不同,具体的运行机制存在很大差异;其次,在所有实现了利率市场化的国家中,银行定价都呈现出了一定程度的稳定性,并非频繁剧烈地变动;第三,银行之间的定价差异也遵循着某种原则,并非完全的恶性竞争,而是体现出了一定的趋同性。这

些特征更为微观和具体地反映出了利率市场化的实际运行状况。对银行存贷款利率来说,由于涉及公众利益且谈判成本很高,相对稳定和趋同的行业定价模式,尽管会削弱一些竞争,但本质上未损害客户利益,并且能够最大限度维护金融市场的稳定,这是兼顾了效率与稳定之后的现实选择。

对我国来说,要想稳定推进利率市场化改革,不仅在于逐步扩大利率浮动的区间,更重要的是要在这一过程中,逐步培育起符合中国国情的银行利率定价制度。是采用美国无协调的“优惠贷款利率”制度,还是日本式的“弱干预”制度,或是其他一些国家和地区以“大银行牵头”的有协调的“优惠贷款利率”制度,还需作进一步探索。当然,以我国的银行体系结构及监管模式看,以五大国有银行为主导实施有协调的利率定价,或许是一种可行的选择,但存在客观的障碍。比如,我国地区经济发展差异巨大,统一协调的定价,是否能反映各地实际的资金供求状况?大银行承担“做市商”职责,是否会对其市场竞争力产生过大损害?在过去的一个月中,大银行在第一次加息时坚持了基准利率,但在第二次加息时将存款利率上调到了基准利率的1.08倍。这似乎已经反映出大银行承担市场稳定职责的代价或许相当高昂。总之,从目前来看,有关利率市场化运行机制的探索已然开始,但还远未成熟。在该机制运行之间的定价差异也遵循着某种原则,并非完全的恶性竞争,而是体现出了一定的趋同性。这

记者观察

斩断楼市泡沫背后 土地财政“推手”

本报实习记者 张敏

刚刚出炉的70城市房价数据加重房价反弹的担忧,也表明楼市调控正处于关键关口。未来房地产调控要坚持,但必须戳到真正“痛处”,斩断土地财政这一楼市泡沫的最大推手,目前土地市场调控比房价预期引导更重要。

在楼市调控历经近18个月之后,部分地区取消“限价令”、松动限购等消息频频传出,虽然地方主管部门最终出面辟谣,但仍有一部分人相信,随着地方经济增速放缓、财政收入降低,这样的消息并非空穴来风。

尽管本轮调控已取得阶段性成果,但地方财政对土地收入过于依赖的现实并未改变,这是威胁房地产调控成果的最大隐患。在上半年经济下滑、财政收入锐减的背景下,地方政府松绑楼市的冲动日益强烈,“试盘”渐成常态,并有吹起新的市场泡沫之势。

土地收入对于地方财政的重要性有多大?有民间机构发布的一份统计显示,2011年,土地收入占地方全部财政收入的平均比例在三成以上,个别热点城市的这一比例甚至高于50%。与税收收入相比,土地收入更加“唾手可得”,且不必与中央“分税”,因此自住房市场化改革以来,土地很快成为地方政府的“宝贵资源”。这种现状不仅带动了土地交易的旺盛,促进了土地供应,同时也造成地方经济发展对房地产的过度依赖。除土地收入外,房地产开发和交易环节的税费收入,以及房地产业带动的数十个上下游行业的相关收入,都成为地方政府的重要财源。

随着调控政策持续发酵,这种财源开始受到影响。来自国家统计局的数据显示,上半年土地成交价款3441亿元,下降13.3%;商品房销售面积

39964万平方米,同比下降10%。在一些城市,政府部门已经提前向房地产开发商征收了3年以后的税费;还有部分城市,公务员的工资需要靠银行贷款才能发放。这些正是地方政府频繁“试盘”的动力根源。政策松绑带来良好的市场预期,促进房屋成交回暖,进而带动土地交易升温。值得注意的是,在个别城市,土地招标出让近期已开始让位于“价高者得”的拍卖出让,导致土地价格回升。还有部分地区大量推出新地块,久违的“地王”重新在一线城市出现。经过近一年半的楼市调控,土地财政的“魅影”悄然回归。

因此,为斩断土地财政的推手,首先要从土地市场入手。在现阶段,有必要重申招标出让的重要性,使之重新成为土地出让方式的主体。对于拍卖出让的土地,可借鉴北京的做法,为其设置上限价格,采取“限地价、竞房价”、限地价、竞保障房面积”等方式进行出让,避免出现地价泡沫。

其次,需保证保障房的用地供应,并加大对普通商品房的土地供给,使土地供应率先惠及刚性需求群体。同时,要将土地出让的收入真正纳入财政预算,采取“收支两条线”的管理方式,避免土地款的挪用和滥用。

最后,加快房产税试点步伐,并逐步在全国范围内推进。房屋保有环节的税收将给地方政府提供稳定的税源,在一定程度上缓解其对土地出让金的依赖。斩断土地财政的推手,更需要地方政府拿出勇气,通过对小微企业、第三产业、当地优势产业的扶持,为地方发展培育新的、稳定的经济增长点,在“阵痛”中完成转型。转变经济增长方式,摆脱经济增长对房地产市场的过度依赖,应是本轮楼市调控的题中应有之义。

学人随笔

宽松货币恐难贯彻到底

上海社会科学院金融研究中心 潘正彦

在外部经济冲击不断持续,国内经济增速明确下行的背景下,央行6月以来两次果断降息,显然不仅是为“稳增长”放松银根,而是确实反映货币政策已经出现重大转变,标志着货币政策周期性转向。但是宽松货币是政策意愿,在实践中恐难贯彻到底。

长期以来,中国商业银行尤其是国有商业银行对宏观经济政策的“响应度”明显比国外商业银行高得多,特别是在落实国家扩大内需、保增长”目标下,国有商业银行信贷投放明显较大。例如,2009年第一季度,中国银行业新增贷款增长达27%,同比高出10.7个百分点。其中,国有商业银行新增贷款占全部金融机构新增贷款的比重为50.5%,比2008年第四季度提高了12.7个百分点。

2009年美联储同样实施极其宽松的货币政策(美联储总资产规模2009年4月底同比膨胀了133%),并向商业银行提供了大量流动性(例如开设新的信贷项目),但是这些流动性并没有自动进入市场,也没有导致商业银行信贷膨胀。

一个简单的原因是因为美国银行业基本私有化,美国商业银行在执行货币政策方面根据本身的具体情况和判断行动。当时由于美国商业银行信心尚未完全恢复,他们并不愿意放款,从而导致货币乘数低,信贷并没有完全在市场释放。例如,美国2009年2月的M1、M2增量并不高,仅为13.66%和9.78%,这在危机时期并不算高。显然,在不同的金融制度体制下,商业银行对货币政策的执行效果及其发挥的作用不同。

然而,当前国有商业银行在“贯彻”货币政策的态度上可能出现变化。中国商业银行“积极贯彻”货币政策的一个条件是

“丰厚”的利差,而在本轮央行降息的同时大幅度调整商业银行利率浮动空间,虽然从理论上有利于利率市场化,但对银行却是一把双刃剑。在市场不景气的情况下,银行业竞争空间只能是向下浮动贷款利率和向上浮动存款利率,缩小银行利差并减少利润。显然在利率市场化的大趋势下,尤其是在整体经济不利的情况下,商业银行要在继续“全面贯彻”宽松货币政策还是保持盈利,两者中作出选择。因此,经济形势越严峻,商业银行“贯彻”货币政策的力度就越弱。

另一个妨碍宽松货币贯彻到底的因素是企业态度。当前,企业对货币政策传达出的“宽松”意愿似乎并不领情,也不是很积极。事实上,今年以来,几次降低存款准备金率后向市场释放的数千亿元流动性并没有完全转化为贷款。银行已经加大了向企业的放贷力度,政策面也加快对民间金融开放,加大对中小企业的支持力度等,但收效甚微。

正如经济学家萨缪尔森所言:紧缩的货币政策好比是勒紧马绳,马不得不减速;而宽松货币政策好比是放松马绳,马可以加快往前跑,也可以不跑。因此,相较紧缩货币政策,宽松货币政策调控效果较差。当央行在一个月内两次降息,既反映了央行实施宽松货币的决心,也反映出经济形势的严峻。因此,对于越来越市场化的中国企业来说,盲目向银行要钱上项目的历史不会再现。

从上半年银行信贷结构分析,虽然6月信贷增量达到近9200亿元,高于市场预期,但企业中长期贷款持续下滑,短期贷款猛增。6月,中长期贷款仅增长1600亿元,低于5月,反映出贷款需求疲弱。而短期贷款猛增,银行冲规模的嫌疑很大。这些并不仅仅表明信贷结构存在问题,而是企业对未来经济缺乏信心。因此,从总体看,这一轮宽松货币恐难贯彻到底。

观潮心语

中资支付行业创新松绑刻不容缓

正望咨询 吕伯望

创新是国内支付清算行业的长久命题,但目前显得格外紧迫,因为该行业对外资开放的脚步正渐行渐近。世贸组织(WTO)近日发布报告,就美方起诉中方在电子支付行业准入存在垄断事宜作出初裁,初步认定银联在“部分类别”的人民币支付卡清算交易中存在垄断。如果这个裁定成立,将意味着在WTO框架下,中国有义务将该行业按照贸易规则对外资供应开放。

开放的口子一旦打开,首先

冲击中国市场的将是Visa和万事达卡等支付清算组织,他们关注的重点是介入人民币计价的银行卡清算和结算市场。也就是说,既然银联能在境外攻城略地,那么Visa和万事达也希望分享中国庞大的市场,包括在电子刷卡设备上贴上他们的标签,当用户结账时,可以有不同的刷卡通道可以选择。

其次,一旦外资机构进入国内市场,他们的胃口也不会仅局限在支付卡清算交易。目前,Visa将自己在支付领域的战略定位为近场支付(手机支付的一种

形式)、电子钱包和商户优惠集成。所谓的电子支付,已经不仅仅是刷卡这么简单。实际上,为了实现战略目标,Visa已经投资了包括Square在内的一批新兴移动支付公司。其他诸如PayPal这样的电子支付巨头,甚至谷歌、苹果都在规划推出自己的支付服务。

面对可能到来的境外支付企业大军,创新成了国内企业亟待解决的问题。没有契合中国市场的新功能和优秀的产品体验,我们拿什么跟国外对手抗衡?客观讲,传统的线下Pos收单已经不能代表支付业的未来,在线支付、

移动支付才是将来真正的战场。中国的在线支付市场由于有淘宝等众多应用场所,勉强在量级上和国外打成平手,但在特别强调创新的移动支付领域,我们与国外对手至少有两年的差距。

鼓励创新必须要有政策上的支持和松绑。目前,在支付领域,尤其是在新兴的第三方支付领域,中国企业并非没有创新能力、风控能力,而是各种限制较多,一个新功能的出现往往要先符合各种标准和政策要求。中国支付行业的创新能力实际上是被人削弱了。

资本观察

化解扩容压力关键在于提升股市可投资性

华西证券研究所 沙伟斌

近期A股市场持续低迷,扩容压力过大造成市场不断走低的言论之声渐起。当前投资者担心已过会的企业和已上报材料等待审核企业堆积,希望监管层通过暂停新股发行和审核,使A股市场走出低迷。但笔者认为,上述观点中扩容压力成因的理解存在片面性。新股发行形成的扩容压力仅是整个A股市场扩容压力中的一部分,而且仅是A股整个潜在扩容规模中较小的一部分。从化解当前扩容压力的具体方法上看,适度降低新股发行速度和发行规模固然有一定作用,但更为关键的是要加快提高股市的可投资性。

股票市场扩容压力本质上是一个供求问题,可以通过供求框架来进行分析。股票市场的供给方是希望通过卖出股票以获取资金,各类股票持有者,股票市场需求方是希望通过利用资金买入股票,而股票市场供求双方的力量对比将最终决定股票市场的整体价格水平(股票市场是高涨、低迷或者平盘)。

从供给角度分析,可以将股票市场的供给分为增量供给和存量供给两大部分。

增量供给是指未来新上市企业带来的股票供给,目前这方面主要存在两个潜在来源,一是已过会尚未发行和已上报材料并等

待审核的企业,二是未来可能推出的上交所国际板和新三板带来的新股票供给。据统计,截至今年6月底,有109家企业已过会而尚未发行,计划募资约702亿元;另有约700家企业已上报材料并等待审核,粗略估算其募资总额约4000亿元。考虑到当前审核和过会发行速度,至少需要一年半的时间才能逐步消化,由此推测年内没有实现资本市场对外开放之前便推出国际板,那么国际板的实际规模将非常有限。此外,新三板由于业绩标准、监管标准和信息披露要求均较A股市场有很大差异,所以其投资风险远大于A股市场,而监管机构对该市场也必然会采取较严格的投资者适当性管理,从而进一步限制了投资者投资该市场的便利性,所以新三板对股票市场的供给冲击实际上将会远小于当前投资者的预期。美国场外交易市场虽经长期发展但仍无法跻身美国主流证券交易市场即是例证。

存量供给主要包括已上市企业的现有各类股东因为减持或卖出意愿上升而对市场形成的供给,以及已上市企业股权进行再

融资形成的供给。前者的理论规模包括两部分:一部分是当前的自由流通市值部分,即整个流通市值17万亿元(截至2012年6月底),扣除国有股东和私人控股股东把持其绝对控股权(按51%估算)所需要的股份数量后,所得到约8万亿元的市值规模;另一部分是未来新增的自由流通市值部分,由于截至2012年6月底我国股市总市值22.47万亿元,其中非流通市值5.32万亿元,所以按此前的推算方法,未来非流通市值逐步解禁所产生的存量供给规模约为未来三年每月700亿元。另外根据统计,2012年上半年共有64家上市企业上台总计超过1400亿元的再融资方案将在未来6-12个月内实施。

通过以上的供给分析可以看出,在股票市场供给构成中占有最大份额的其实是存量供给,尤其是现有各类持股股东因减持或卖出意愿上升而构成的潜在抛压。与之相比,增量供给的实质影响要小得多,所以化解股票市场供给压力不仅仅需要控制增量供给,更需要控制存量供给。

从股票市场需求角度分析,可以将整个市场的需求分为国内需求和国外需求两大部分。

国内需求是指国内居民、企业和政府各部门因购买股票意愿上升而产生的股票需求。其中国内居民潜在购买股票需求能力的重

要衡量标准是国内居民存款余额乘以一定的转化比率,截至2011年底我国居民人民币存款余额为34.8万亿元。企业部门的潜在购买力,扣除国有股东和私人控股股东把持其绝对控股权(按51%估算)所需要的股份数量后,所得到约8万亿元的市值规模;另一部分是未来新增的自由流通市值部分,由于截至2012年6月底我国股市总市值22.47万亿元,其中非流通市值5.32万亿元,所以按此前的推算方法,未来非流通市值逐步解禁所产生的存量供给规模约为未来三年每月700亿元。另外根据统计,2012年上半年共有64家上市企业上台总计超过1400亿元的再融资方案将在未来6-12个月内实施。

通过以上的供给分析可以看出,在股票市场供给构成中占有最大份额的其实是存量供给,尤其是现有各类持股股东因减持或卖出意愿上升而构成的潜在抛压。与之相比,增量供给的实质影响要小得多,所以化解股票市场供给压力不仅仅需要控制增量供给,更需要控制存量供给。

从股票市场需求角度分析,可以将整个市场的需求分为国内需求和国外需求两大部分。国内需求是指国内居民、企业和政府各部门因购买股票意愿上升而产生的股票需求。其中国内居民潜在购买股票需求能力的重

要衡量标准是国内居民存款余额乘以一定的转化比率,截至2011年底我国居民人民币存款余额为34.8万亿元。企业部门的潜在购买力,扣除国有股东和私人控股股东把持其绝对控股权(按51%估算)所需要的股份数量后,所得到约8万亿元的市值规模;另一部分是未来新增的自由流通市值部分,由于截至2012年6月底我国股市总市值22.47万亿元,其中非流通市值5.32万亿元,所以按此前的推算方法,未来非流通市值逐步解禁所产生的存量供给规模约为未来三年每月700亿元。另外根据统计,2012年上半年共有64家上市企业上台总计超过1400亿元的再融资方案将在未来6-12个月内实施。

要衡量标准是国内居民存款余额乘以一定的转化比率,截至2011年底我国居民人民币存款余额为34.8万亿元。企业部门的潜在购买力,扣除国有股东和私人控股股东把持其绝对控股权(按51%估算)所需要的股份数量后,所得到约8万亿元的市值规模;另一部分是未来新增的自由流通市值部分,由于截至2012年6月底我国股市总市值22.47万亿元,其中非流通市值5.32万亿元,所以按此前的推算方法,未来非流通市值逐步解禁所产生的存量供给规模约为未来三年每月700亿元。另外根据统计,2012年上半年共有64家上市企业上台总计超过1400亿元的再融资方案将在未来6-12个月内实施。

通过以上的供给分析可以看出,在股票市场供给构成中占有最大份额的其实是存量供给,尤其是现有各类持股股东因减持或卖出意愿上升而构成的潜在抛压。与之相比,增量供给的实质影响要小得多,所以化解股票市场供给压力不仅仅需要控制增量供给,更需要控制存量供给。

从股票市场需求角度分析,可以将整个市场的需求分为国内需求和国外需求两大部分。国内需求是指国内居民、企业和政府各部门因购买股票意愿上升而产生的股票需求。其中国内居民潜在购买股票需求能力的重

要衡量标准是国内居民存款余额乘以一定的转化比率,截至2011年底我国居民人民币存款余额为34.8万亿元。企业部门的潜在购买力,扣除国有股东和私人控股股东把持其绝对控股权(按51%估算)所需要的股份数量后,所得到约8万亿元的市值规模;另一部分是未来新增的自由流通市值部分,由于截至2012年6月底我国股市总市值22.47万亿元,其中非流通市值5.32万亿元,所以按此前的推算方法,未来非流通市值逐步解禁所产生的存量供给规模约为未来三年每月700亿元。另外根据统计,2012年上半年共有64家上市企业上台总计超过1400亿元的再融资方案将在未来6-12个月内实施。

要衡量标准是国内居民存款余额乘以一定的转化比率,截至2011年底我国居民人民币存款余额为34.8万亿元。企业部门的潜在购买力,扣除国有股东和私人控股股东把持其绝对控股权(按51%估算)所需要的股份数量后,所得到约8万亿元的市值规模;另一部分是未来新增的自由流通市值部分,由于截至2012年6月底我国股市总市值22.47万亿元,其中非流通市值5.32万亿元,所以按此前的推算方法,未来非流通市值逐步解禁所产生的存量供给规模约为未来三年每月700亿元。另外根据统计,2012年上半年共有64家上市企业上台总计超过1400亿元的再融资方案将在未来6-12个月内实施。