

# 新一轮金改需着眼三大方向

□中国社会科学院  
金融重点实验室主任 刘煜辉

当前我国金融体系存在两大根本缺陷:一是借貸主体均是政府机构,地产融资最终也转化为政府的收入;二是金融机构的高管很多都是政府任命的。这就导致金融系统资源分配效率较低。在固定的货币增长目标之下,资金更多分配到了体制内的软预算约束体系,从而支持业绩不佳的资产,进而降低资本利用率。因此,除非这两个现状得以改变,否则金融改革只是以不同名义延续现状。

## 体制的顽固性

应该说,中国金融业目前由国有银行主导。工农中建四家资产占GDP的比重都超过25%。这个格局使得银行通过向其他大型国企放贷轻松赚钱,这些国企本身又主导着能源、交通、电信和大宗商品等行业。

另外,各级政府对资源要素价格有非常强的影响力,中国地方政府和国有部门通过各种方式控制土地、矿产等要素价格,并控制着税收、收费、准入等对经济和金融活动有着绝对影响力的各种要素。因此能将要素价格压至均衡价格之下,并能将利率压至自然利率之下,从而改变微观的投資回报。于是,中国的财政和准财政工具具有极强的货币创生性,这就是经济学家们常讲的货币供给的“内生性”,也就是“财政决定货币”,财政风险最后都转化为金融风险。

改革者曾经相信,使外资发挥更大的作用以及实现利率市场化等改革,将引导更多资金流向民营高科技和服务企业,并且有助于重塑中国经济。然而,这一做法不可能根本性地对抗体制的顽固性。2003年实施的银行业改革,希冀引进境外战略投资者,以开放促改革,但最后发现只建立了一个形似健全的微观治理“表”,但里子跟原来一样。过去改革者可能都有某种惯性思



维——大层面的改革推不动,因为改不动,所以把门打开一点,更广一点,起到倒逼作用。然而,这种方式值得商榷。

## 金融体制改革的三个层次

我认为,未来金融体制改革主要包括三个层次的内容:一是深化金融组织体系的商业化改革;二是强化审慎监管体制和提升危机处理能力;三是汇率弹性、利率市场化和资本项目开放等要素领域的改革。

从过去十年的金改历程看,越来越多的人深切感受到金融组织体系变革是下一步金融体制改革核心前提。金融机构基础行为不改变,利率市场化等要素改革很难取得实质性成效。因此,需要实质性突破金融垄断,厘清金融与政府的关系。具体而言,以下这些措施有可能逐步进入实质性实施阶段:如何逐步降低国有银行体系份额,可能选择一到两家大型国有商业银行实施民营化试点,鼓励民间资本参与现有金融机构重组改造;积

极探索设立民间资本发起的自担风险的民营银行和金融租赁公司、消费金融公司等;加快推进增加市场约束、降低道德风险的改革,建立存款保险制度建立等。

监管套利的发生和影子银行的快速发展,在很大程度上与监管政策和规定的不一致相关,这是国际金融危机的一条重要经验教训。这需要通过完善审慎监管的框架加以解决,特别是不同的监管当局对同类业务的监管政策,应该有内在逻辑的一致性,监管标准应该有相应的协调性。从这层意义上讲,最近我国金融监管协调机制的建立是一个良好的开端,货币政策作为保持经济平稳增长的中央宏观调控工具,要求金融审慎监管与之相互协调,这样才能够发挥出预期的政策效益。

宏观金融政策框架也可能做出重大调整。由于中央银行在管理自己的资产负债表、吞吐基础货币上有了较多的主动权,就可以保证整个货币信贷的供应不会超出控制的范围,这时候放弃过

去僵化的、效率低下的贷款规模和存贷比的控制是有条件的。巴塞尔III核心就是约束商业银行的扩张行为,提高偿付能力,用流动性指标防范银行的支付风险。商业银行在巴塞尔III的框架下,完全有能力管理好自己的风险。在条件成熟的情况下,取消存贷比和信贷规模管制,逐步释放商业银行正常管理其资产负债表的自主权,可以提高宏观金融整体运营效率。

## 资本项目开放须谨慎

在金融开放方面,现在大家争论很多是汇率、利率和资本项目开放的次序。对内的利率、汇率改革和对外资本账户开放,究竟孰先孰后?

长期以来,学界普遍认为,利率市场化和汇率形成机制改革,是进一步开放资本项目的前提,其理论基础是蒙代尔的“不可能三角”,一个国家在固定汇率、资本自由流动和货币政策独立性三者之间不可兼得。而现实中,这个

三角的三方都可能是以非完全、非绝对的状态而存在,各方推进通常处于交错状态。这使得次序的逻辑在理论和实证上都得不到很好支持,因此争议很大。

以上分歧充分说明,次序应是个时间性的概念,不同的宏观条件,开放次序或有不同。从大的方向着眼,次序要服从宏观经济的平稳和经济软着陆;从小的方向着眼,要以中央银行货币政策独立性为先,也就是说在“不可能三角”中,中央银行最后实际上更多是在汇率和资本项目之间做选择。

个人感觉,资本项目开放优先的宏观时间点可能过去,因为中国的宏观条件正在经历结构性拐点。人口红利窗口关闭和制度红利衰竭,导致中国经济增长的潜在中枢下移,投资和储蓄结构或会发生深刻变化,致引起过剩储蓄的消失和经常项目顺差被抹平。而美国制造业新经济因素、

“服务业可贸易水平”,以及非常规能源革命的经济再平衡战略深化,将导致其经济中可能出现越来越明确的长期回报率回升的预期。美国1998年以来的经常项目逆差恶化的状况被大幅修正,其债务前景变得可持续。过去十年的美元周期可能将逆转。

关于这个问题,我是比较认同余永定教授的观点。尽管资本项目管制这个“防火墙”现在已经被各种套利冲击得千疮百孔,但至少墙在那里,能够在有形的范围隔离一定风险。因此,当务之急不是把这个墙拆掉,而是要抓紧时间整顿国内财政,要把房子打扫干净,逐步释放汇率弹性,从而为人民币国际化和资本项目开放准备条件。从这几年实践看,在缺乏弹性的汇率下推进资本项目开放和人民币国际化,几乎是政策的最差的政策搭配。短期资本流动跨境套利异常繁荣将进一步累积金融体系的脆弱性。因此,在未来金融改革中,一定要明确开放次序的设计和安排。

## 莫让优先股沦为另类“高利贷”

□上海社科院经济研究所 吴福明

投资者利益分配之间的矛盾。

其实100多年前,优先股连股份公司制度就传入到中国,并对近代中国产业证券市场与近代化产生了较大影响。近代中国公司发行优先股比较普遍,前期不少公司在首次招股时即为优先股,后期则多集中在增资之时发行。优先股制度在一定程度促进了近代早期新式工业的发展,中后期则为一大批民族企业的成长提供了融资渠道。如郭氏的永安公司、刘鸿生集团、荣氏企业、信宜制药、生化药厂等都曾发行过优先股。然而,每年固定分红令产业证券蜕变成另类的“高利贷”,不少公司优先股东不仅享有“红利”等花红,而且还参与公司利润分配而分红分地等。优先股的股息率在晚清时平均为10%左右,南京国民政府时期一般在8%上下。每年高达8%-10%的息率则令招股公司不堪重负。

朗诗德是一家专业设计、开发、生产和销售健康饮水设备的企业,注册资本为6620万元,由于公司不愿企业经营控制权被稀释,经过多番衡量还是决定发行优先股。首先,它以非公开方式向投资者一次超额募集发行。“朗诗德”原计划推出不少于企业总股本25%的优先股股份即1655万股,筹集资金1.4亿-1.5亿元。并分为两期发行。但在首发当日,发行数量增至了2000万股,占总股本6620万股的30.21%。其次,优先股的固定息率高达10%,而且还享受与普通股东相同待遇的年度分红。再次,关于退出机制,该公司优先股有机会转为普通股参与IPO,这一点颇能打动部分投资者。此次优先股认购的最低投资额设定为50万元。在当期优先股发行完成36个月后,投资人可根据实际情况和企业协商,由企业赎回而退出,也可转为股份成为普通股股东。在此期间,投资人可在浙江省股权交易中心选择转让、交易企业优先股。

优先股是相对普通股而言的股份公司股份,之所以称之为优先,只是它在利润与剩余财产分配等方面享有“特权”,这种“特权”主要表现在两个方面:一是股息领取优先权。优先股股息率可以事先固定,一般不会因为公司经营情况而增减,优先股一般也不参与公司的分红;二是剩余财产分配优先权。股份公司在解散、破产清算时,优先股具有剩余财产的分配优先权,其分配权在债权人之后,普通股之前。从温州企业发展的特点和管理模式来看,似乎,优先股很适合温州企业,大多数温州企业并不喜欢股东的进入而改变其经营模式。此外优先股的息率虽然不低,但远低于民间借贷。

然而,对于大多数公司而言,公司最缺的是现金,如果发行优先股的话,就意味着无论盈利多少,每年必须支付固定息率外加分红,这对于正处于创业期的公司无疑是釜底抽薪。10%的息率在资本市场是名副其实的“高利贷”,这无疑将影响企业的经营。其实,较高的息率最终也不利于投资人。对于购买优先股的投资者而言,他们需要承担双重风险:一是公司经营风险,优先股投资人没有投票权,无法参与公司管理,创业型公司的风险远大于成熟性公司;其二是流动性风险,由于优先股只能通过场外市场买卖,不能在二级市场变现,一旦公司破产,其投资将面临巨大损失。基于此,其风险与收益的不对称也可能将令风险投资人望而却步,不利于大批创新型中小公司的成长。

## 废除美国过度货币特权

□何塞·安东尼奥·奥坎波

爆发时发放过几次。

IMF协定章程应该作出修订以允许更灵活地使用SDR,复制中央银行的操作方式。也就是说,SDR应该在全球衰退期间创造,在全球繁荣期间收回。SDR还应该成为IMF的主要资源,取代成员国的配额认购和IMF贷款(这有望使IMF成为纯粹的基于SDR的机构)。最简单的方法是各国将它们得到的SDR“储蓄”在IMF,IMF将这些SDR贷给各国并将剩下部分投资于主权债权。

第二个影响是国际货币基金组织的2010年配额和治理改革被进一步推迟,这项改革将增成员国资出额,并略微提高主要新兴经济体的投票权。在2010年12月被IMF理事会批准之前,这一改革方案被称为“历史性”突破,然而却没有美国的批准,尽管该国拥有IMF重大决策的实际否决权,但却实质上阻碍了历史的进步。

美国违约风险最终因债务上限形成了政治一致而得以化解,这一幕在2011年就发生过。但是,最近的债务上限之争充分表明,全球化的世界应该有一套更好的国际货币体系。当前的“无体系”实际上是20世纪70年代初布雷顿森林体系崩溃后的权宜之计。

修正国际货币和金融体系,在一定条件下,资本流监管(即当前IMF术语讲,叫“资本流管理措施”)必须有“宏观审慎”的基础,这一点在2011年的G20戛纳峰会上被接受,IMF也在去年接受了它。

国际货币体系需要治理改革,给予新兴和发展中国家更大的话语权。一个核心要素是要一劳永逸地取消任何单个国家的否决权。全世界正在焦急地等待美国政治领导人像成年人那样行动,维持“无体系”现状的成本早已一目了然。

(何塞·安东尼奥·奥坎波是哥伦比亚大学教授,前联合国副秘书长。本文版权属于Project Syndicate)

## 非金融部门高杠杆模式堪忧

□国际经济交流中心  
战略研究部 张茉楠

当前,中国非金融企业部门的高杠杆问题尤为突出。2012年末,中国企业债务约为65万亿元,占GDP之比达125%,过去5年上升近30%。企业部门为何有如此之高的杠杆率?表面上看是2008年以来大规模投资刺激之后出现的政策后遗症,但深究起来,背后的结构性和体制性成因才是问题的关键。

当前,中国企业面临的宏观大环境发生了结构性改变,特别是对于大企业而言,黄金增长期已趋于结束。从趋势上看,人口年龄结构变动导致的劳动力供给、由政策和人口结构导致的储蓄率,以及由劳动力再配置格局导致的全要素生产率,都会出现变化。当前,对于大部分制造业企业而言,人口红利”优势将会逐步衰减,劳动力供给增

速下降、劳动力成本提升,整体经济进入生产要素成本周期性上升的阶段。这也就预示着,现代工业部门已经不能再用“不变工资制”来吸收“无限供给”的劳动力,工农业产品的剪刀差正在供求不平衡推动下逐步回升,工业企业部门的利润有可能越变越薄。

在企业盈利大幅下降的同时,大企业却寄希望于通过借貸进行资本套利。数据显示,截至2012年底,中国非金融部门借入外债余额为48793.8亿美元,以当年汇率平均价计算,折合人民币3.07万亿元。企业部门通过非正规渠道借入的外币私债可能存在相当规模。在过去人民币渐升升值的路径中,由于美元的利率水平较低,其贷款利率甚至低于人民币的存款利率。如果货币外币化,企业可以轻易地从中获得显著收益,这是当前企业如此热衷于借貸的一个重要原因。

从企业高杠杆模式后的金融体制看,这与金融体制改革滞后和发展失衡密切相关。目前,我国信贷规模已经名列世界第一,中国广义货币(M2)约为美国的1.5倍,是世界第一货币发行大国;M2与GDP之比达到2,远超过日本的1和美国的0.7。当前,中国企业信贷占GDP的比重达到130%。

一直以来,我国信贷资金投放存在“重大轻小”的结构性矛盾,主要体现为信贷投放集中于政府项目、国有企业、大型企业与传统行业;民营企业、中小企业与新兴行业信贷支持力度不大。此外,信贷资金向房地产领域与地方政府投资项目严重倾斜,目前地方政府融资平台贷款与房地产贷款之和占全部贷款的比重近35%。

这些年,中国金融部门制造业利润鸿沟不断扩大,2012年中国五大商业银行(工农中建交)营业收入

占中国500强企业营业收入比重超过60%,利润占到35%;而268家制造业企业营业收入占500强企业营业收入比重为41%,利润仅占20%左右,2013年金融与实体的鸿沟进一步拉大。由此可见,金融机构尤其是商业银行的巨额利润,很大程度上成为以制造业为主体的实体经济的资金成本,这对实体经济部门造成了明显的挤出效应。

从企业高杠杆模式背后的政府体制看,国际金融危机以来,以地方政府为主导的投资扩张,使得对资金有饥渴症的地方政府通过表外贷款、银行间债务融资等形式与其对接,大量资金流向了地方融资平台和政府驱动型投资的行业,特别是大型国有企业。

这导致包括政府、大型国有企业资产负债率的大幅上升,资产负债表出现了明显恶化;同时,由于“预算软约束”的存在,也导致

金融资源过度倾斜,继续错配到产能过剩的大型国有行业之中。由于国企与政府之间的关系始终无法理清,即便在实施自负盈亏之后,国企也可以享受政府的隐形担保,这样就大大推升了这些企业的资产负债率。

政府“失灵”的效应也进一步凸显。地方政府的政策性补贴,扭曲了要素市场价格,压低投资成本,体制上的根本性弊端扭曲了地方政府和国有企业的投资行为,大量增量资金投向投资驱动型领域,造成了普遍性的结构性产能过剩,以及投资效率和资源配置效率下降。

企业等实体经济部门“举杠杆”,涉及到投资驱动型经济增长方式的改变、金融财政体制改革的深化、投资效率与资源配置效率的提高,以及对“政府失灵”的矫正等,而这一过程确实任重道远。

低收入人群对于“住有所居”诉求,另一方面就是缩小“因房价上涨而拉大的收入差距”的诉求。

据国家统计局城镇入户调查的口径计算,过去十年间,中国城镇住宅价格年均涨幅约为16.1%,远高于同期城镇居民可支配收入增幅。因此,房价上涨通过财产性收入的倍增进一步增加了高收入人群的财富水平,加大了其与工薪阶层的收入差距。在一二线重点城市,过去十年间吸引了超过80%的外来新移民,再加上本地的工薪阶层,因房价上涨而拉大收入差距”的调控压力更大。因此,即便是这些城市保障房有所起色,调控的压力也不会轻多少。保障房做得好的国家或地区(如中国香港和新加坡),其商品房价也非常高。做好住房保障只是保障了基本需求,但不能降低老百姓对高房价的抱怨。

事实上,降低房价、缩小因房价而产生的收入差距,进而降低调控的压力,现成的、可用的调控措施不是没有。如税收的政策有房产税、遗产税、个人所得税、资本利得

税等,金融的政策有上浮利率水平,土地的政策有小产权房入市、集体土地市场化改革等。尽管这些政策存在信息登记、权属混乱、上位法限制等障碍,但并不是没有实施的空间和可操作的手法。然而对初始制约条件的容忍,造成了房价上涨、制约越明显的恶性循环。调控政策的成本在房价上涨下,显得微不足道,需求无法得到遏制。同时助长了房价上涨的预期,掌握了规律的人,一旦捞到了第一桶金就很轻易地再去捞金,政策落入“空调”便是必然。

在未来住房调控政策设计中,首要的选择是坚持和完善现有政策,如存量建设用地(工业园区)的再利用、加大保障房公共配套投资、房产税试点的扩大等,这些措施实施起来面临的困难和风险程度较小,对调控效果的边际改善较为明显。体制层面的改革措施,如集体土地入市、中央地方财税关系调整等,在兼顾现状制约和风险的前提下,局部性改革的可能性较大,最终实现长效机制对现有措施的完全替代。

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

十八届三中全会渐行渐近。从目前来看,房地产行业管理将会是一个改革重点。目前,不少专家各抒己见,但有一点是共同的,那就是长效机制亟须尽快取代现行的行政调控手段。

## 缘何“屡调屡涨”

要构建长效机制,一个必修的功课就是探讨过去十年(2003-2012)的调控为何会陷入“屡调屡涨”的境地。过去十年,房地产调控出问题与源头上的土地制度关系极大。

上世纪80年代以来,我国无论哪一个行业从计划到市场的改革,都会带来该行业商品供应的大幅度增长,在数年内迅速消除计划时代的供应短缺,甚至出现供过于求。但是,相对于住房需求的短期内迅速释放,2003年住房市场化加速,并没有带来住房供应快速增长,关键的问题就是行业的源头——土地市场。

很多研究认为,2004年“8·31”大限以后,地方政府通过“招

挂”垄断了土地市场供应,实行“饥饿式”供地,故意抬高地价并驱动了房价上涨。其实情况相反。首先,为了约束地方用地“饥渴症”,中央通过土地用途管制(特别是18亿亩红线)和地方用地指标审批,卡死了地方每年用地总规模;其次,地方招商引资(工商业用地)低效占用了大量的建设用地;最后,地方各类用途的用地冲突、规划上的不合理、从储备到出让周期太长和审批低效等,让供给弹性本身就很差,土地供应更加少了,这也是各地每年的土地供应计划完不成的主要原因,造成了土地供应人为减少和地价的被动上涨。

在住房供应的上游(土地市场)缺乏弹性,而下游需求无限竞争的情况下,房价上涨不可避免。这时候,应当发挥政府直接供应的效率,特别是保障性住房的大规模供应,大萧条后的美国、二战后的英国和日本都是如此。但是,2003年提出房地支柱地位后,1998年“房改”后确定的经济适用住房为主体的住房供应模式基本被忽略,直到

## 房地产调控长效机制亟须建立

2008年才正式重启,2010年提出当年开工590万套保障房后,才进入大规模的保障房建设阶段。但是,由于土地出让金无法有效纳入预算内,变成了地方政府可自由支配的、实现经济增长和自身利益的工具。2010年以来是地方土地财政的辉煌期,“土地资金+贷款杠杆”撬动了浩浩荡荡的基建投资,而超过4000万套保障房建设的浩大工程,与这一时期地方政府大规模基建投资在用地和资金需求直接冲突。因此,为完成保障房的任务,将国有企事业单位的集资房纳入、将保障房建在配套缺乏的城郊等就是必然的现象,“好的保障房”则面临着寻租的巨大压力。于是,尽管2010年以来加大了保障房建设力度,但满足基本和分流需求的效果甚微。

## 房地产调控面临两大压力

在基本住房需求不能得到有效满足的同时,近十年来房价快速上涨造成的另一个严重问题,就是收入差距的拉大。这使得房地产调控始终面临着两大压力:一方面是

低收入人群对于“住有所居”诉求,另一方面就是缩小“因房价上涨而拉大的收入差距”的诉求。

据国家统计局城镇入户调查的口径计算,过去十年间,中国城镇住宅价格年均涨幅约为16.1%,远高于同期城镇居民可支配收入涨幅。因此,房价上涨通过财产性收入的倍增进一步增加了高收入人群的财富水平,加大了其与工薪阶层的收入差距。在一二线重点城市,过去十年间吸引了超过80%的外来新移民,再加上本地的工薪阶层,因房价上涨而拉大收入差距”的调控压力更大。因此,即便是这些城市保障房有所起色,调控的压力也不会轻多少。保障房做得好的国家或地区(如中国香港和新加坡),其商品房价也非常高。做好住房保障只是保障了基本需求,但不能降低老百姓对高房价的抱怨。

事实上,降低房价