

寻求利率下行的新途径

□国家行政学院研究员 陈炳才

当前，我国市场利率相比国际水平较高，降低利率是经济形势的客观要求，否则企业在国际竞争中将处于更加不利的地位，甚至会增加银行不良信贷资产。然而，2014年11月中国人民银行不对称降低存款和贷款利率后，市场利率并没有出现下行趋势，银行间市场利率在2014年12月份反而上升。与此同时，商业银行也没有降低存款利率，而是上浮到顶，贷款利率同样如此。

央行首次降低利率以后市场利率没有下行，原因复杂，但其中一个很重要的原因在于首次降低利率，在存款竞争背景下各商业银行都选择把存款利率上浮到顶，但如果第二次乃至第三次降低利率，每次都是降低存款和贷款利率0.25%，商业银行继续上浮存款利率就意味着上浮了20%-30%，商业银行应不会这样做。目前我国消费物价下行，2015年1月消费物价上涨0.8%，预计全年在1.5%以内，目前存款和理财名义年利率4%-5%，实际正利率太高，如果央行连续降低利率以后，市场利率下行也将是必然现象。

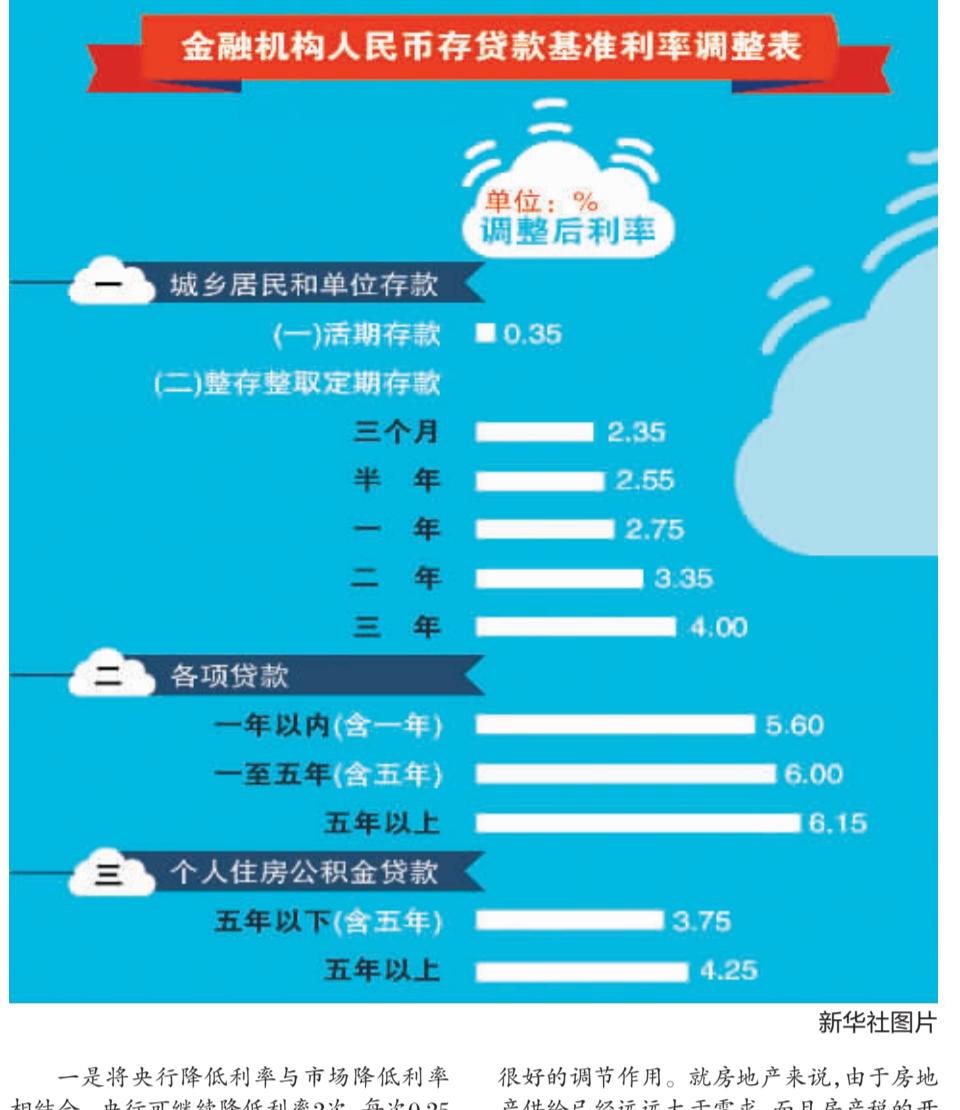
当然，目前市场利率没有下行，也在于商业银行降低利率压力较大。首先，存款准备金的利率损失，商业银行需要弥补。目前，商业银行存款准备金利率在19.5%左右，小型商业银行在12.5%左右，如此高的准备金率，得到的利息只有2%不到，而银行支付给存款人的利率至少在3.3%。商业银行在存款准备金上的利率损失，希望通过降低存款利率来弥补的条件不成熟，必然要通过贷款拿回来。

其次，商业银行进行理财和信托等表外业务产生的期限错配，会增加资金拆借需求，推高拆借利率，也会提高商业银行的资金成本。中央银行通过常备借贷便利融资给商业银行，表面上看其利率比拆借市场低，似乎是在引导利率下行，但其实质效果依然是提高利率。因为存款准备金本该偿还给商业银行，现在不仅不偿还，而且要求商业银行通过资产抵押获得资金，商业银行被迫增加资金成本，也必然会提高利率。

再次，目前银行争夺存款和理财，利率都远高于政策设定的存款利率，理财利率基本是均衡利率，以行政手段降低利率，对理财等利率难以产生引导作用。

最后，目前我国经济增速放缓，银行因企业偿还困难和担保资金链条断裂形成的风险上升，呆坏账比率提高，这也要求银行维持较高利率，以弥补风险。

面对当前的形势，货币政策确实为难，但也存在着多种选择。



新华社图片

一是将央行降低利率与市场降低利率相结合。央行可继续降低利率2次，每次0.25个百分点，同时推进存款利率市场化，放开存款利率管制，全部存款利率交由商业银行确定，央行对存款、贷款利率给出指导价格。由于目前短期理财利率超过3-5年的定期存款利率，一旦放开存款利率管制，资金就都会趋向短期理财，理财资金供给增加，利率必然降低，市场利率也就会出现下行。在这个背景下，商业银行自身会考虑期限错配的风险。

二是要用好存款准备金率政策。目前存款准备金率应该继续降低，至少需要2-3次降低存款准备金率0.5个百分点。有人担心降低存款准备金率会使资金走向股市、房地产而不是实体经济，其实这种担心没有必要。股市有其自身的特殊运行规律，目前股指期权和注册制的推行，对股票价格将起到

很好的调节作用。就房地产来说，由于房地产供给已经远远大于需求，而且房产税的开征、不动产登记制度的完善、特大城市的人口控制和城镇化建设过程较长等，将有效抑制房地产价格再次暴涨。总体说来，降低存款准备金率后，资金会更多流向实体经济。如果在企业债券发行上进行制度改革，实行更加便利的制度，让债券市场发展超过股票市场发展，就可以起到预期的作用。此外，在目前人民币汇率波动幅度较大的情况下，企业和个人持有外汇意愿增加，央行外汇占款趋向减少，降低存款准备金率实际上是冲抵人民币流动性的减少。总之，降低存款准备金率不会产生不良效果，而且会引导利率下行。2月5日央行宣布降低存款准备金率的效果也证明了这一点。

三是放开企业外债管制。允许符合资质条件的企业借用外债，或者在境外发行债

券。目前，我国短期外债总规模在7000亿美元左右，大多是贸易项下的延期付款类等贸易融资，真正借用外债和发行外币债券的规模有限。考虑到短期外债规模的风险有限、可控，建议部分放开外债管制。可由国家发展改革委员会、中国人民银行、国家外汇管理局联合制定《企业外债管理办法》，允许具有连续创汇能力、盈利能力的企业，在经过审核以后，进行境外借款和境外发行外币债券，企业境外借债规模不超过其创汇和盈利能力的30%。允许企业借用外债，可以减少企业对人民币资金的使用，间接推动人民币利率下行。

四是进行金融创新。经过30多年的发展，中国经济正在逐步走向成熟，国际和国内市场也在趋向顶峰，市场竞争充分，今后的物价将趋向稳定乃至下行，实体经济增长的速度也趋向下行和稳定，继续依靠货币信贷政策来支持实体经济高增长的思路可能不太适用，否则银行会承担巨大的不良资产风险。最好的出路在于增加企业直接融资的比重，让资金风险由社会共同承担，利益共同分享，这需要金融政策创新。

货币政策的未来重点是增加流动性，而不是增加信贷总量，这需要加快推进资产证券化。首先是存款资产的凭证化和转让，即所有存款凭证化可以转让、交易和质押，而且要便利，建立存款凭证交易系统，让存款凭证与国债、企业债一样，完全可以自由交易。其次是贷款资产的凭证化、交易化乃至证券化，每笔贷款资产凭证与存款凭证、债券一样，也可以在二级市场进行交易、转让、质押，乃至将信贷资产证券化。创新了金融产品，市场资金就会成倍增加，这比降低存款准备金的效果要更好，其降低利率的效果也更快。最后是探索金融资本与产业资本合作。金融支持实体经济发展，并非只有信贷，也有股票、债券等。更重要的是在金融应该与产业资本合作，可以相互投资、相互持股，或者把债权股权化、红利化。中国交建公司与巴西国家开发银行合资成立投资公司，发挥各自的优势；日本的企业和银行相互持股，相互共生共荣。但是，这种模式在我国国内行不通，需要改革，即允许银行持有的企业的股份、投资企业，甚至组建合资投资公司。允许银行将债权转化为股权，或者转化为分红的资本，这需要将国有企业改革和金融企业改革结合起来考虑，包括对银行监管理念进行改革，让银行成为真正的企业乃至投资人。银行债权可以转化为股权、红利，银行的资金成本对企业来说，也会大大降低。

商业资本 缘何抢筹保险业

□中国市场学会理事 张锐

A股市场上停牌的新华保险所涉资本题材还未正式浮出水面，没有上市的百年寿险公司（下称“百年人寿”）涉及的资产注入概念却得到了诠释。据悉，王健林掌舵的大连万达也将出资1.225亿元从上市公司时代万恒手中接过百年人寿的1亿股股权，这也是王健林在去年以同样的资本规模受让国电电力持有的百年人寿1亿股股份之后，再度增持，最终万达对百年人寿的股份占比达到了7.067%。

比万达注资百年人寿早一个星期，西水股份发布公告称，公司拟以16.93元/股的价格向上海德莱、郁金香资本等六名特定对象定向发行4.12亿股，募集资金总额约为69.8亿元，扣除发行费用后，所得61.06亿元资金将用于向天安财产保险股份有限公司（下称“天安财险”）注资，在增资后，西水股份所持天安财险的股权比例将从16.18%上升至36.3%，对天安财险从并列份额第一大股东变为控股股东，公司也由此告别水泥股变身保险股。无独有偶，泛海控股日前发布公告称，公司董事会审议通过了关于公司间接全资子公司武汉中央商务区建设投资股份有限公司出资不超过17.85亿元购买民安保险部分股权的议案。17.85亿的收购金额已经超过了民安保险估值的50%，泛海控股或意在取得民安保险超50%以上的绝对控股权。

商业资本大举发力保险业应当是混合所有制改革大潮直接簇拥下的结果。与银行金融一样，保险企业也具有国有股权集中度较高的特征，从而也诱发了混改的极大想象空间。以上市险企为例，中国人寿的实际控制人财政部占有高达68.37%的股份，中国太保的主要股东宝钢集团、财政部和上海市国资委分别控制了15.95%、5.17%和18.72%的股份，而新华保险主要股东中央汇金和宝钢集团则分别控制了31.34%和15.11%的股份。虽然保险企业引进外部资本的比例并没有明确的政策尺度，但改变国有股权占比过高的方向已经确定，并且只要险企的国有股东腾挪出大方寸之地，都会引来社会资本的热情接盘。

社会资本竞相追逐和押注保险业，最直接看中的就是险企目前强烈的盈利能力。据中国保监会发布的最新数据显示，2014年我国保费收入首次突破2万亿元，同比增速达到17.5%，创下了国际金融危机以来的最高增长速度。与此相对应，保险公司的利润达到了2046.6亿元，同比增长106.4%。如此之大的盈利尺度可以说为国内任何一个行业都不可比拟，从而必然诱发非保业资本的高度关注和千方百计的寻机进入。

当然，伴随着保险公司保费规模的高速增长，其偿付能力充足率也在快速下降，保险企业因此会进入密集增资时期。资料显示，除了安邦保险在去年通过两次增资将注册资本从180亿元提升到619亿元外，珠江人寿和前海人寿也完成增资行动，二者注册资本分别由原来的13.5亿元和35亿元变更为28.5亿元和45亿元。今年以来，又有弘康人寿、幸福人寿和太保寿险进行了5-20亿元的增资。从目前来看，除了控股股东出资支持增资外，也有不少险企选择通过外部引资渠道扩充注册资本金，而且伴随着混改的要求，后一种方式可能会占据主导，这样社会资本进入保险企业的路径将日渐常态化。

按照国务院去年颁发的《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》（简称“国十条”），到2020年，我国保险深度（保费收入/国内生产总值）须达到5%，保险密度（保费收入/总人口）达到3500元/人。为此，“国十条”明确未来将完善健康保险有关税收政策，适时开展个人税收递延型商业养老保险试点，落实和完善企业为职工支付的补充养老保险费和补充医疗保险费有关企业所得税政策，落实农业保险税收优惠政策。政策红利将强力撬动保险企业保费的井喷，这种结果会进一步激发社会资本对保险行业的做多热情。

除了政策激励因素外，制度变革的力量也在不断拓宽保险企业的营收平台，特别是即将启动的机关事业单位养老保险制度改革，不仅可以增大险企保费端的口径，而且能够扩充投资羸弱的管道。据悉，养老金并轨完成后，顶层设计将重点讨论养老金使用和配置问题。而作为一种有益的探索，目前上海和广东已经允许职工使用自己医保个人账户一定比例余额购买商业健康保险，此举一旦在全国推开，保险企业仅在商业健康保险方面的进账定将不菲。重要的是，伴随着养老金投资渠道的拓宽，各大保险机构旗下资产管理公司将赢得一笔不小的投资增量资金，险企未来的增值与盈利能力势必得到了进一步充实。在这样一个炙手可热的行业面前，任何一方的商业资本都不愿意错过搭车的机会。

借助外部力量增收创利的同时，保险行业自身也在不断营造投资增值的内部动能。一方面，保险企业进军不动产的步伐日渐提速，诸如安邦保险斥巨资购得金融街第二股东的身份，以及富德生命人寿拿下金地集团控股股东头把交椅。另一方面，险企通过PE渠道投放到银行等上市公司的筹码也不断加重。诸如安邦保险两个月中10次增持民生银行，中国人寿对民生银行的持续增资大戏也火热上演。更为重要的是，按照保监会规定的险企境外投资余额不得超过上季度末总资产15%的要求，去年保险行业沉淀出了10万亿的总资产额度，这样，险企手中目前握有1.5万亿元的投资筹码。也正是如此，险企对外投资已呈风生水起和亢奋之势。

资料显示，在两年前豪掷2.6亿英镑买下英国伦敦地标性建筑劳合社大楼之后，中国平安日前斥资4.19亿欧元吃进了伦敦主要金融区的Tower Place。继半年前中国人寿以7.95亿英镑购得伦敦金丝雀码头10 Upper Bank Street办公楼90%的股权后，泰康人寿又在年初出资1.98亿英镑买下了伦敦金融城办公楼Milton Gate。再稍早两个月，安邦保险斥资19.5亿美元从希尔顿手中接盘了华尔道夫酒店，创造了美国酒店史上最高的成交纪录，同时也成为目前中国公司在美最大一笔地产交易。

保险业的投资理财能力也不容置疑。从全行业投资水平看，去年保险资金运用实现收益5358.8亿元，同比增长46.5%，创历史新高；保险资金投资收益率6.3%，综合收益率9.2%，创5年来最好水平。综上种种因素，也就不难理解为何社会资本对保险业趋之若鹜了。

存准率普降空间最多两个百分点

□嘉锐投资执行董事 崔永

2011年12月以来，中国央行开始采取措施将处于全球罕见高位的存款准备金率缓慢降低。不过，在2011年12月至2012年5月的半年时间里连续三次普降存款准备金率之后，直到近三年之后的2015年2月才再次普降存款准备金率。目前，国内大型金融机构执行的准备金率为19.5%，中小型金融机构执行的准备金率为16.0%，而那些城市信用社和农村信用社所执行的存款准备金率甚至在10%以下。央行所执行的差别准备金率政策使得不同存款类金融机构之间的存款准备金率最大差距达到10个百分点以上。而且最近这次普降存款准备金率的同时，再次有针对性地定向降准，从而使得这种存款准备金率的执行差距进一步扩大。但是，通过央行数据匡算的结果显示，2011年以来整体的准备金存款占一般性存款的比率一直维持在20%左右的水平，实际的存款准备金率水平在近四年的空间里一直没有得到有效降低。毫无疑问，下一阶段，随着国际收支形势的逆转、资本输出战略的不断推进以及人民币国际化进程的不断加快，央行必定会继续普降存款准备金率。问题是，央行会将存款准备金降到什么位置？

存准率普降空间不大

一方面，尽管当前许多国家实行零准备金制度或者执行很低的法定存款准备金率要求，但这并不意味着这些国家的准备金存款占全部存款的比例就很低，也并不意味着中国的存款准备金率还会有很多普降空间。加拿大、新西兰、澳大利亚、英国、墨西哥等许多国家从上世纪90年代开始陆续采用这种零准备金制度，实际上，作为美联储、欧央行和日本央行也执行非常低的法定存款准备金率要求。值得注意的是，这些国家较低的法定存款准备金率要求，并不意味着这些国家的金融指标在央行的准备金存款占全部一般性存款的比率就很低。以美联储为例，在金融危机爆发前，银行存放在美联储的存款准备金缩水至仅400亿美元，占银行负债规模的比率甚至低于0.5%，远低于1980年《货币控制法》规定的上限，该法案规定美联储可以对交易账户和定期存款账户分别制定最高18%和9%的准备金率。而到了2012年，美国银行业存放在美联储的超额存

款准备金规模在1.6万亿美元左右，而2012年年底美国金融机构存款总额为10.6万亿美元，这意味着，美国的实际存款准备金率一度高达15%。实际上，当前世界上还有一些国家央行所执行的法定存款准备金率也比较高甚至比中国央行还高，比如约旦、塔吉克斯坦、克罗地亚、巴西、印度等。历史上，巴西等国央行甚至将法定存款准备金率提高到50%以上。因此，从国际比较来看，中国央行似乎也没有必要把法定存款准备金率降到很低水平。另一方面，不同国家法定存款准备金率要求的高低往往取决于各自的经济运行情况、金融管理体制和货币政策框架，对于中国这样的转轨经济体，保持适度的法定存款准备金率要求既是货币政策总量调控的需要，同时也是推进结构性改革的需要，央行显然也不会将存款准备金率降低到很低的水平。

另一方面，不同国家法定存款准备金率要求的高低往往取决于各自的经济运行情况、金融管理体制和货币政策框架，对于中国这样的转轨经济体，保持适度的法定存款准备金率要求既是货币政策总量调控的需要，同时也是推进结构性改革的需要，央行显然也不会将存款准备金率降低到很低的水平。

在那些市场化程度比较高的国家，金融企业治理结构相对完善、金融机构风险管理能力较高，往往实行零准备金制度或者即使有极低的准备金率要求，而那些存在极低准备金要求国家的央行往往也几乎不会使用准备金率工具。在那些新兴市场经济体，由于市场化程度相对不高，金融管制现象较为普遍，金融企业治理结构相对不完善，风险管理能力也相对较弱，往往要求相对较高的准备金率。尽管现代准备金制度在新兴市场经济体已经演化为总量调控的重要工具，但准备金要求作为原始意义上防范流动性风险的功能依旧存在。而且，对于这些新兴市场经济体而言，要求金融机构保持相当规模的准备金，从而转化为央行所持有的国债，也是满足国家发展战略的需要，这也就是经济学理论常说的“准备金税”或者也可以称之为更加广泛意义上的“铸币税”。

很显然，无论是在过去的自由银行体制之下，还是目前中央银行体制之下，准备金制度的建立和存续本质上还是起到防范流动性风险的作用。只是在中央银行体制之下，准备金水平的调整逐步演化为央行控制货币信贷，进而影响经济运行的重要手段。当然，央行为了征收更多的“准备金税”或者对冲尽可能多的流动性，从而抑制经济过热，往往可以将准备金率提高到一个很高的程度。但考虑到随着准备金率的提高，准备金税的税基也会逐步流失，所以准备金计提总量与准备金

率之间遵循“拉弗曲线”的关系，必定存在一个最优的准备金率水平。这一最优水平在不同国家是不一样的。理论证明和实践结果表明，对于现阶段的中国而言这一最优水平为23%左右。但如果经济不断下行，货币信贷持续萎缩，央行就需要不断降低准备金率水平，但为防范流动性风险和征收“准备金税”，央行显然也不会或者不愿意将准备金率降到很低水平。所以，央行只要将准备金率降到适度水平从而能够保证货币信贷增长满足经济发展的正常需要就可以了。

考虑资本输出和人民币国际化因素

综合国内外经济形势，2015年存款准备金率最多有2个百分点的普降空间，而未来五年预计也只有不到5个百分点的普降空间。

从存款准备金率调整的历史来看，即便是在2008年全球金融危机的大背景下，央行仅在2008年四季度三个月的时间里快速将准备金率由17.5%下调到15.5%的水平，也仅仅下调了2个百分点。两年之后的2010年1月至2011年6月由连续12次上调存款准备金率，直到2011年12月至2012年6月，针对资金的大规模流出，央行才连续三次下调存款准备金率累计1.5个百分点，到了2015年2月针对外汇资金的再次大规模涌出，央行才再次普降存款准备金率0.5个百分点。尽管央行2012年以来进入降准通道，尽管商业银行通过创新各种不需要缴纳或者少缴纳的金融衍生品规避准备金缴纳，但准备金存款余额最近几年始终维持在20万亿元以上，2014年12月依然有总量高达22.6万亿元的准备金存款被冻结在央行账上。

一般来说，法定存款准备金率调整会考虑三大因素：一是外汇占款变动情况；二是超额存款准备金率变动情况；三是货币市场利率变动情况。从中长期来看，央行主要根据外汇占款的变动情况来调整法定存款准备金率，历史经验也表明，准备金存款规模与外汇占款规模或者说外汇储备规模的变动趋势大致一致。

随着美联储量化宽松政策的正式退出以及美联储加息预期的不断增强，美元开始步入上升通道，与此同时，国内经济增速依然处于换挡期，短期之内似乎也很难进入新一轮经济上升周期，而持续近10年的人民币对美元的不断升值已基本到位，这导致外汇

资金出现了罕见的大规模外流。最新数据显示，2014年四季度资本和金融项目逆差912亿美元，超过全球金融危机时2008年四季度的468亿美元逆差，创出1998年有纪录以来的新高。2014年12月，金融机构口径外汇占款环比减少1184亿元人民币，为去年8月以来再度出现负增长，并创下2007年12月以来最大跌幅。

毫无疑问，随着走出去战略、一带一路战略以及人民币国际化战略的不断推进，资本在未来一段时期会逐步输出，为配合这种资本输出，央行需要把存款准备金率逐步降低，而存款准备金率降低的幅度和频率将与资本输出进程和人民币国际化程度密切相关，或者说与外汇占款抑或外汇储备缩减的幅度和频率保持一致。

当前，中国的外汇储备为3.8万亿美元，折合23.5万亿元人民币，几乎占到全球外汇储备规模的60%。我们知道，在当前全球6.3万亿美元已确认持有的外汇储备结构中，美元占比为60.7%，欧元占比为24.2%，英镑占比为3.9%，人民币占比只有3%。据此简单匡算，人民币如果想要取代欧元在国际货币储备中的地位，成为国际三大储备货币之一，中国至少还要输出7.8万亿元人民币。考虑到未来一段时期中国的经常项目有望保持基本均衡状态，人民币的国际化进程必然要通过资本项目逆差来实现。为此，自2008年末以来，中国央行已与包括欧央行、英格兰银行、澳大利亚储备银行、巴西央行、新加坡金融管理局、韩国银行等在内的25个国家及地区的央行签署了货币互换协议，累计有效总规模达2.73万亿元人民币。随着2015年资本项目基本可兑换的逐步实现，资本输出和人民币国际化进程预计会显著加快，但即便2015年每个季度经常项目保持基本平衡状态，而资本和金融项目逆差都保持2014年四季度的歷史罕见水平，2015年全年外汇储备也最多下降3650亿美元，折合外汇占款下降2.2万亿元人民币，对应的存款准备金率最多下调2个百分点。从更长的时间来看，即使在五年之内，人民币能够取代欧元的国际储备货币地位，输出7.8万亿元人民币，对应的存款准备金率下降空间也应该不会超过5个百分点，也就是说，中国当前的整体准备金存款占一般性存款的比率未来一段时期最多由当前的20%左右降到15%左右。

保险业的投资理财能力也不容置疑。从全行业投资水平看，去年保险资金运用实现收益5358.8亿元，同比增长46.5%，创历史新高；保险资金投资收益率6.3%，综合收益率9.2%，创5年来最好水平。综上种种因素，也就不难理解为何社会资本对保险业趋之若鹜了。