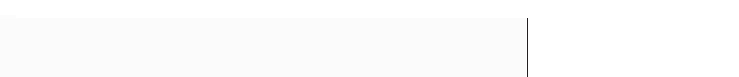


# 推进利率市场化 破解中小企业融资难题

□中山证劵首席经济学家 李湛

中国自上世纪90年代开始利率市场化改革以来,基本上实现了货币市场和债券市场利率市场化,并放开了人民币存贷款利率的管制。但是,货币政策传导的梗阻问题仍然持续存在,银行同业市场的拆放利率极低与信贷流向实体经济的成本较高的情况并存,中小企业和民企融资难、融资贵的问题仍然没有显著缓解。资金链末端的紧张状况可能在未来较长一段时间内仍然会持续存在,这主要与中国经济金融市场的结构特征有关。

而从央行近期公布的季度货币政策执行报告来看,有关部门已经意识到中小企业融资难、融资贵的梗阻所在,近期有望加速推进货币市场利率和贷款基准利率“两轨并一轨”的利率市场化改革,货币政策传导的末端环节有望部分得以缓解。在此基础上,未来仍然需要继续完善相关配套制度,以持续改善中小企业和民企的融资紧张状况。



## 融资体系存在结构问题

以银行为主导的间接融资体系,天然偏好具有良好政企关系和优质抵质押品的国企和大型企业,导致中小企业和民企难以从正规金融机构获得“廉价”资金,中国金融市场的二元结构特征明显。

正规金融主要是以银行为主导的间接融资体系,偏好具有良好政企关系和优质抵押品的国企和大型企业。由于有政府信用背书或者优质抵质押品,这些企业一般可以以较低廉的成本从正规金融体系获得信贷资金。而对于缺乏信用记录和抵质押品的中小企业和民企而言,由于难以从正规金融机构满足融资需求,其往往选择成本较为高昂的民间借贷。这导致正规金融市场和非正规金融市场所提供的利率存在较大差距。

经济下行压力加大和金融监管加强,银行的风险偏好降低,抑制了银行向中小企业和民企的放贷意愿。从2017年开始,监管部门加大了对银行业的整治力度(“三三四十”专项治理行动),并且颁布了资管新规,治理影子银行乱象,包括去通道、打破刚兑、增加理财产品穿透等手段;加上2018年以来中国经济面临的下行压力加大,外需不振、内需疲软,导致部分企业业绩不佳,前期杠杆率较高的企业资金链承压,违约风险增加。虽然货币市场利率处于较低水平,但是银行风险偏好降低,叠加监管层对商业银行不良贷款考核的较高要求,银行惜贷现象较为普遍,银行向中小企业和民企放贷意愿不足。

## 当前利率市场化的重点任务

从央行今年最新的二季度货币政策执行报告来看,政府对近期利率市场化的发展方向定位基本上还是非常明确的,“更好地发挥贷款市场报价利率(LPR)在实际利率形成中的引导作用,降低小微企业融资实际利率”。目前,央行已采用“三档两优”的存款准备金制度、增设TMLF货币政策工具、发行银行永续债补充商业银行资本金、提升小微企业不良贷款容忍度等方式降低中小企业的融资成本、促进金融服务实体经济的能力。从政策施行效果来看,根据央行公布的最新数据,6月企业贷款加权平均利率同比下降0.32个百分点,并且今年以来社融增速企稳回升,政策效果初显。

根据近期相关部门和 market 分析,为避免银行出现恶性竞争,存款基准利率可能还将在较长一段时间内存在,因而,现阶段利率市场化改革方向可能主要以研究放开贷款基准利率为主。这主要是由于市场实际贷款利率相对较高时,放松对贷款利率下限的约束可能并不会对市场产生显著影响。所以,在目前全球降息潮的背景下,随着我国金融市场尤其是同业资金拆放市场的日益发达,央行可以更多通过公开市场操作、定向降准和其他多种基础货币投放机制来引导LPR利率下行,进而部分降低实体经济的融资成本。

从操作层面看,对贷款利率市场化推进的主要建议有如下三点:一是完善商业银行LPR机制,扩大LPR在商业银行贷款合同中的使用比例,增强LPR的市场影响力。二是加快制定和构建与中国国情相适应的金融机构破产处置的立法、司法体系。在贷款利率市场化之后,银行间竞争加剧的趋势可能难以避免,政府须事先构建好金融机构破产清算退出的立法、司法体系,避免个别机构出现问题导致整个金融系统风险的传染蔓延。三是加强金融科技在企业信用风险定价中的研究和应用,缓解资金供求双方的信息不对称问题,减轻银行在对企业进行风险评估时,过于依赖政府信用和抵质押品的问题,使得资金能相对低成本、更加顺畅地流向中小企业和民营企业。

利率市场化是生产要素价格市场化重要方面,推进利率市场化改革,应将利率决策权交给市场主体,根据自身需求和市场状况自主决定。这是完善货币政策框架、强化市场化利率配置资源能力的一个重要方面。

自1996年放开银行间同业拆借利率开始,遵循“先外币、后本币;先贷款、后存款;先长期、大额,后短期、小额”以及小幅逐步扩大存贷款利率浮动空间直至最终放开利率管制的思路原则,我国的利率市场化改革一直在持续推进之中。2013年7月,央行全面放开金融机构贷款利率管制;2015年10月,取消对金融机构存款利率浮动上限。至此,我国开始进入利率传导与利率结构优化、利率市场化管理与科学化管理改革的新阶段。

□华鑫证劵私募基金研究中心总经理 傅子恒

## 困扰改革的难题

由于行业特征、制度机制以及市场环境等各方面的差异,我国的利率市场化改革推进总体上以小步稳进的方式审慎推行。当前而言,利率市场化在许多方面都存在一些问题和难题。而这些难题有体制原因,也有政策历史承袭以及新形势变化催生等方面的原因。

与土地和劳动要素相比,资本的最大特点是它的韧性和流动性。如果把资本、土地、劳动、技术与管理等生产要素比作人体的构成要件,那么土地是人的骨骼,劳动是人的智能系统,技术与管理是人的神经系统,而资本是人的血液循环系统。因为资本所具有的高度韧性和流动性,加之制度性方面的安排,催生出其另一个重要特征——杠杆。资本的流动性和杠杆特征功能的发挥,其所依托的即是作为资本的价格——利率。由此,利率就成为资本配置的基本因素,从而常常成为重要的政策工具。

鉴于利率这一特征和作为资源配置与政策工具的极端重要性,各国政府对其都非常重视。在历史上,对利率市场化以及与之相伴的金融自由化也有不同理论和实践方面的争论和做法,由此引发的市场动荡、对经济增长和财富分配所产生的冲击,也令各国政府在监管方面非常谨慎。因此利率市场化在我国只能稳重慎审推进,不可能一蹴而就。

从制度层面来说,我国经济体制由计划向市场转轨转型,40多年改革开放的过程即是政府管制不断放松的过程。

如今重要的土地、商品、劳动力市场价格体系都基本实现了由市场生成,资金(利率)价格决定也在管制放松的背景下朝着市场化方向演进,并取得重要进展,但离完全由市场决定并实现应有的效率目标,还存在巨大差距。

当前来看,我国利率市场化方面存在一些具体问题。

一是在目标利率体系培育方面,我国金融市场多利率体系并存,存在目标多元与导向不够清晰等问题。长期以来,我国货币政策锚定目标实际存在经济增长与币值稳定等双重导向,政策操作上量化与价格手段并存,并且不同利率目标涉及不同的资本市场,存在信息传导不畅,阻滞与影响政策目标的实现以及效率与效果。

二是在实际市场利率决定方面,具体行为入决策观念与思维存在因循与固化问题。虽然央行已经取消了贷款基准利率浮动下限和存款利率的浮动上限,在制度上持续放开利率管制,但存贷款基准利率实际上依旧是目前市场主体决策时所主要依循的“锚利率”,存贷款利率仍旧由基准利率浮动一定比例进行定价,存贷款之间依旧存在着巨大的息差,使市场感受不到利率市场化改革的存在。同时,我国商业银行在负债端自主定价能力较弱,存在行政化、监管指标考核等多重限制,阻碍与制约着真正的利率市场化的实现。

此外,基于互联网、金融科技等新技术应用带来的业态变化,我国金融市场也

利率市场化是生产要素价格市场化重要方面,推进利率市场化改革,应将利率决策权交给市场主体,根据自身需求和市场状况自主决定。这是完善货币政策框架、强化市场化利率配置资源能力的一个重要方面。

自1996年放开银行间同业拆借利率开始,遵循“先外币、后本币;先贷款、后存款;先长期、大额,后短期、小额”以及小幅逐步扩大存贷款利率浮动空间直至最终放开利率管制的思路原则,我国的利率市场化改革一直在持续推进之中。2013年7月,央行全面放开金融机构贷款利率管制;2015年10月,取消对金融机构存款利率浮动上限。至此,我国开始进入利率传导与利率结构优化、利率市场化管理与科学化管理改革的新阶段。

要适应新的形势变化,推动利率与金融管制手段动态优化等。

## 探索综合创新改革之路

上述我国利率市场化过程面临的问题与难题,需要探索推动综合性创新改革进行解决。

从利率市场化条件来看,必须持续推动市场主体准入与培育,优化市场准入条件,创造各类市场自主决策与主体之间公平竞争的条件与机会;同时继续有序放松管制与开放市场,创造资金在实体经济与资本市场之间以及不同资本市场之间自由流动的条件,以此构筑利率市场化的前提。这是改革开放的宏大系统工程的延续,涉及政府与企业之间的权责边界划分、国有资本与国有企业改革、持续推进建立现代公司治理机制、资本与人才、信息要素流动条件的协同构建,以及对内、对外开放市场需要配套的机制措施等问题。

在利率市场化生成机制方面,可以在持续有序放开不同市场管制的基础上,打通货币市场与信贷市场的利率生成与传导的通道,最终促成利率传导机制的统一。对于实际的市场均衡利率形成,需要进行综合性机制改革,在打破垄断、更多引进竞争的基础上,赋予存款主体更多的话语权与自主选择权力,从存贷资金供需双向角度,推动存贷

款利率实现真正的市场化。在这些方面,相关决策监管部门已经推出一些措施,但在后续落实环节的速度需要加快。

在利率市场化管制与宏观调控方面,要协同与落实好各类宏观目标,在促进市场利率均衡与政策宏观调控和目标实现之间保持平衡。

首先,必须保证市场竞争公平有序。利率市场化不能演化成利率的“价格大战”,需要防范优势企业进行倾销等不当竞争行为。因此,利率市场化仍需要稳重审慎推进,鉴于资金经营与信贷业务所具有的特殊性,市场竞争仍需保持异于其他行业的必要管制,比如准入的资本门槛、保证条件、人才要素方面的条件满足,以保证市场秩序有序竞争等。

其次,必须保证市场各业务主体的权责对等匹配,以及收益与风险的对等匹配,需要防范市场主体之间进行不当的风险成本转嫁。尤其是在互联网金融科技应用带来业态变化与利益链条复杂化的背景下,金融监管需要持续前瞻性地正确了解市场、相应的预判市场,前置性地进行预先管理,化解各类市场风险,尤其防范系统性风险。

此外,利率市场化导向下的金融审慎监管,还需要兼顾金融服务实体经济的战略目标任务,以及限制传统落后产能、促进产业转型升级、支持战略性新兴产业发展的战略任务等。而这些都说明,利率市场化是综合性体制改革与调整,不能急于求成,也不可能一蹴而就。稳步、稳妥、科学地优化调整旧制度,设计新机制,应该是这一改革进程的指导原则。

## 当前改革具备有利条件

笔者认为,由于经济社会发展条件的改变,当前利率市场化改革也具备许多有利条件。

一是多年以来我国已经培养出了以工、农、中、建为代表的巨型商业银行等金融机构,这些巨型金融机构即便在世界范围内,以其规模和资源积累,也已经具备较强抵御风险的能力,以及在国内的竞争优势。

二是得益于国家经济实力的增长,资本这一生产要素不再像以前那样属于紧缺性资源,而银行业存贷业务之间的利差,也为其自身的改革提供了优势条件和空间。

三是国家实力与信誉的强力背书,可以为现实主体性金融机构提供足够的资本金支持,以及在稳定市场预期方面发挥基本的支撑作用。

四是近年来,金融监管部门对影子银行与互联网金融进行了强有力的秩序整顿,尤其是资管新规实施之后,金融市场逐步正本清源,市场乱象逐步得以规制,市场秩序明显改观,为利率市场化改革推进创造了良好的秩序条件。与此同时,监管当局在互联网金融与传统金融业嫁接与共融的趋势背景之下,增强了宏观监管方面的能力,依靠人工智能、大数据等应用提供的“穿透式监管”工具,监管当局在各类风险预测、甄别、发现、处置与防范方面的能力大为增强,监管者自身信心的增强正向传导到市场层面,也给市场主体带来了信心预期。

## 服务“一带一路”资金融通 香港资本市场大有可为

□德勤中国合伙人 马立

资金融通是“一带一路”建设的重要支撑,融资瓶颈是实现互联互通的突出挑战,“一带一路”债务可持续性已经提上议事日程。“一带一路”倡议提出六年来,金融服务体系不断完善,为“一带一路”建设创造了稳定的融资环境,引导各类资本投资基础设施和产能合作,推动了“一带一路”参与国家(地区)的经济发展。在保障“一带一路”建设行稳致远,推动构建期限适配、稳定持续、风险可控的开放共享合作共赢融资体系上,高度市场化和国际化的香港资本市场得天独厚、大有可为。

## 高度认可“一带一路”倡议

我国香港地区汇聚世界各国的金融资源,形成了股票市场、债券市场、期货衍生品市场、外汇市场等完备的金融市场体系,是最大规模离岸人民币业务中心、亚洲最大资产管理中心、中国与世界金融市场之间的桥梁和纽带。香港资本市场的独特优势是开放的经济体系、高效的金融基础设施、完备的法律法规、优惠的税收环境、丰富的金融产品、优秀的专业人才、成熟的投资机构、有效的监管体系和强大的信息集聚能力,香港应该在“一带一路”建设资金融通中扮演重要角色。

香港联交所是全球主要证券交易所,市场交投活跃、证券流通量大,筹集资金高效,中国内地公司在其集资额达6万亿港元。过去8年,香港联交所首次公开发行集资总额超过2万亿港元。今年上半年,共有84家上市公司在香港联交所首次公开发行上市,集资额达698亿港元。6月底,香港联交所证券市场总市值为32.7万亿港元。从其投资者结构看,以成交额为标准,美国投资者占比为22.5%,欧洲投资者占比为34.2%,亚洲投资者占比为29.5%。

“一带一路”参与国家(地区)的银行、证券、保险及主权财富基金、养老金、保险基金、共同基金、对冲基金和股权投资基金等机构是香港资本市场的主要机构投资者,对“一带一路”倡议高度认可,对“一带一路”项目比较熟悉,对“一带一路”建设积极支持,为香港资本市场成为“一带一路”建设的金融中心奠定了坚实基础。香港可以引资本市场之活水,浇“一带一路”之良田。

## 可以设立“一带一路”板

“一带一路”项目主要是基础设施和公用事业,具有大额长线微利的特点,资金需求规模巨大,意味着投资融资门槛较高,金融机构难以独揽胜任,需要借助金融市场力量;投资回收周期较长,意味着面临未来不确定性风险较大,需要解决长期资金来源;直接回报水平不高,意味着项目承担财务费用能力有限,需要增加项目资本金。

为对接“一带一路”建设和香港金融市场,香港联交所可以设立以人民币计价和交易的“一带一路”板,提供人民币股票、债券和交易型开放式指数基金等产品发行、挂牌和交易等服务,为“一带一路”项目上市融资、风险管理和资本退出提供新平台。在路线图选择上,可以按照先易后难原则,按照“债券—股票—衍生品”的顺序逐步推出。首先,吸引“一带一路”项目在香港发行人民币债券或人民币特别提款权债券,并在香港联交所上市交易;其次,择机推出“一带一路”项目人民币股票产品,以战略思维吸纳“一带一路”项目在香港联交所上市交易,逐步扩大“一带一路”板的吸引力;最后,推出有关衍生产品交易品种,鼓励各类人民币交易型开放式指数基金进场交易,为市场提供风险对冲工具。在“一带一路”板孵化过程中,充分发挥在港中资机构和“一带一路”参与国家(地区)机构的“稳定器”和“压舱石”作用,鼓励其在初始阶段积极参与、适度托市、呵护人气,逐步吸引全球资本投资“一带一路”板。

## 应该发行“一带一路”债券

中央政府在香港建立了最大的跨境贸易投资人民币结算中心,支持香港人民币债券市场发展,完善香港人民币回流机制,稳固香港作为全球最大的离岸人民币中心的地位。2017年6月,香港正式成为亚洲基础设施投资银行成员,认缴股本7651亿美元。2018年7月,香港向亚投行项目准备特别基金出资1000万美元,用于亚投行的低收入成员国开展项目前期工作。香港正在争取亚投行在港成立分支机构,设立亚投行发债平台和融资中心。2018年4月,中国银行发行32亿美元等值“一带一路”主题债券,募集资金用于“一带一路”项目信贷,债券在香港联交所上市交易。通过4次发行,中国银行“一带一路”主题债券总规模已达百亿美元。以优质银行信用发行“一带一路”主题债券,并在香港联交所上市交易,引导全球资金投入“一带一路”建设,有效降低“一带一路”项目的融资成本。

人民币跨境支付系统(CIPS)已可支持跨境人民币贸易、投融资、资金池、金融市场等业务结算,提高了人民币跨境清算效率,为“一带一路”贸易和投融资使用人民币结算提供了便利。截至2018年底,CIPS业务范围已覆盖41个“一带一路”参与国家(地区),中国已与21个“一带一路”参与国家(地区)签署双边本币互换协议,与7个“一带一路”参与国家(地区)建立了人民币清算安排。

通过三种方式,香港资本市场应该发行“一带一路”建设人民币债券(“一带一路”债券),一是“一带一路”参与国家(地区)的政府机构发行“一带一路”债券,并在香港联交所上市交易;二是“一带一路”参与国家(地区)的公司和金融机构发行“一带一路”债券,并在香港联交所上市交易;三是中国境内企业发行“一带一路”债券,并在香港联交所上市交易,募集资金用于“一带一路”建设。

加快香港“一带一路”债券市场发展,不仅拓宽“一带一路”建设的资金来源,缓解货币与期限错配风险,而且配合人民币国际化,提高香港金融市场的韧性,推动香港成为“一带一路”建设的全球资本配置中心,在全球产业格局重大调整中巩固香港作为国际金融中心的地位。