

不必过虑利率市场化对银行业冲击

□中国社科院金融研究所 曾刚

作为金融体系运行的基础，利率形成机制的变化不可避免地会对金融市场以及金融机构的运行形成较大冲击。从各国经历可以看到，在短期内利率市场化给传统商业银行带来巨大挑战，原有的业务模式受到“金融脱媒”的冲击，经营陷入困境，严重的甚至引发银行业危机。也正因为此，随着我国利率市场化改革的逐步深入，各方对银行业前景的担忧有所增加。利率市场化的推进，究竟会给商业银行带来怎样影响？银行业又该采取怎样的方式来应对可能的挑战？

作为金融体系运行的基础，利率形成机制的变化不可避免地会对金融市场以及金融机构的运行形成较大冲击。从各国经历可以看到，在短期内利率市场化给传统商业银行带来巨大挑战，原有的业务模式受到“金融脱媒”的冲击，经营陷入困境，严重的甚至引发银行业危机。也正因为此，随着我国利率市场化改革的逐步深入，各方对银行业前景的担忧有所增加。利率市场化的推进，究竟会给商业银行带来怎样影响？银行业又该采取怎样的方式来应对可能的挑战？

中国隐性“利率市场化”挑战银行原有经营模式

尽管与美国相比，中国的利率市场化仍未完成，但是在过去的十几年中，利率市场化的推进已经给商业银行的竞争环境造成了巨大的影响。尽管存贷款利率的上下限管理依然存在，但在实践中，金融机构已经通过各种方式，或明或暗地突破了这些限制，推动着隐性“利率市场化”的发展，给商业银行原有的经营模式形成了相当的挑战。

第一，从负债业务的变化看，2003年以来，面对流动性不断增加的局面，通货膨胀压力逐步上升，储户不再满足于偏低的名义存款利率。为加大对储户的吸引力，一些商业银行开始推出理财产品作为储蓄存款的替代，并获得了迅速发展。这样一种隐性的“利率市场化”创新，给商业银行的存款及负债结构产生了明显的影响。从可获得数据看，从2003年起，商业银行的储蓄存款增长速度开始持续下降，从2003年的20%以上，一路降低到2008年初的5%左右，之后受金融危机波及，增速在短期内有大幅反弹，但在2009年之后再次下滑。总体上，受利率市场化影响，商业银行的存款增速显著放缓。

在存款增长放缓同时，各类理财产品发行数量猛增。根据统计数据，2004—2011年，我国银行理财产品的发行数量由最初的十几款迅速增至24148款，年均复合增长率高达78%。理财产品已成为我国商业银行突破存款利率上限限制，开展客户竞争和业务转型的重要手段。

第二，从资产业务的变化看，主要体现在资产结构和贷款结构的变化。一方面，银行间市场直接金融工具市场（短期融资券、中期票据等）的发展，使许多大型企业客户转向市场融资，对商业银行的贷款形成了一定的挑战，推动了商业银行对贷款结构的调整，加大了对中小企业和居民部门的贷款力度；另一方面，资本充足率监管框架的实施也直接提高了贷款的成本，促使商业银行发展低风险业务。

□全国社会保障基金理事会 侯方玉

2009年，全国大部分城市房价出现恢复性上涨；2010年进一步上涨，一线城市如北京、上海和广州等地的一手房价在2009年的基础上，再上涨20%甚至更高，二线城市如武汉、成都等房价上涨幅度达10%左右。为遏制房价过快上涨，2010年下半年以来，政府出台了一系列房地产调控政策，但房价仍维持高位运行。

诚然，房价上涨与货币发行过多存在一定内在关系，从理论上讲，资本是逐利的，若货币过多，很容易推动房地产之类的资产价格过快上涨，形成资产价格泡沫。但在中国经济社会发展现阶段下，若将房价上涨完全归咎于货币发行过多，过于简单、浅显。

一个很容易证伪的事实是，同样是资产类别的股票，却表现差强人意，2008年金融危机之后，上证综指在反弹至3147点后震荡下行，到今年8月甚至跌至2100点以下，创三年多来的新低。因此，房价的上涨，完全归咎于货币发行过多是站不住脚的，需进一步理解分析。

中国的城市化这一过程，决定了

房价发展的大趋势。根据官方统计数据，目前中国城市化比率为46%左右（其中包括每年在城市生活六个月以上的农民工），这意味着中国城市化人口已达6亿。根据联合国的估算，2030年中国的总人口在15亿左右，假设城市化率达80%，即达到一般发达国家的城市化水平，中国的城市人口应该至12亿，即在2030年之前，大概还有6亿人口要向城市迁移。城市化发展的大趋势下，决定了人们对住房需求仍处于上升通道。

与一般商品相比，商品房具有明显的异质性：一般商品具有空间上的流动性，如A地的菜价高于B地，经销商可以将蔬菜从B地运往A地，最终A、B两地的菜价基本持平或是价差维持在一定范围内，但房屋却无法实现空间上的流动，即使A地的商品房比B地的价格高出多少倍，你也无法将B地的房屋流通到A地。商品房的这一特性决定了城市商品房的供给斜率比较陡峭，加上短期内城市基础设施与公共服务供给的制约，加剧了这一陡峭性，压制了商品房供给，增加了商品房价格上涨的压力。因此，在中国城市化进程中，城市住房价格总体上维持了上涨态势。在这一逻辑下，即使2009年没有

出台系列货币刺激政策，商品房价在经历一段时期的调整后仍会上涨，只是相对于宽松的刺激政策背景下，可能会拉长房价调整的时间，收窄上涨的幅度。

城市公共产品（Public Goods）是公共财政学中概念，美国经济学家萨缪尔森认为，公共产品是每个人消费这种物品或劳务不会导致别人对该物品或劳务消费的减少。通常，城市基础设施与基础教育被看成典型的公共产品。城市公共产品的好坏，很大程度上影响了居民迁移的意愿，并传导到对商品房的需求，影响房价的变化。

1956年，英国经济学家蒂伯特提出了蒂伯特模型，该模型提出了每个消费者可以充分流动等7个假设，其结论认为，人们更愿意迁往具有更好的公共产品的社区。后人将假设条件放松，如人们需要工作以养活自己和家人，并将社区扩展到地区甚至是国家，实证结果研究仍表明，即使在收入相同甚至低的情况下，人们也更愿意迁移到有更好公共产品的地区。基于此，并结合当前中国的城市公共产品差距分析，相比二三线城市，一线城市具有更好的公共产品，典型的是如北京、上海拥有更好的公共产

品，如更好的基础设施、教育，获得更多的高等教育机会。结果是更多的人迁移或选择在这些城市居住，推动住房需求扩张，房价上涨。

实际情况也证实了这一分析。2009年以来，北京、上海等一线城市房价上涨幅度要高于二、三线城市，主要原因也在于此。也许有人认为，这些城市居民的收入可能更高，吸引了大量人力资本流入，这一说法并不完全符合实际情况。若以收入房价比来衡量个人的真实财富，北京、上海的比值可能为30倍，而二、三线城市大概在25倍甚至更低。这意味着，一线城市的个人需要30年收入尚可购买一套住房，而二、三线城市可能只要20年就可以购买一套住房。因此，单纯以收入来推定人的流动，是站不住脚的。

一些分析还将个人收入与房价进行国际比较，如美国房价是人均收入的5.6倍，而中国达到了20—30倍，从而得出中国房地产价格“泡沫”论。但实际上，几年下来，中国房地产“泡沫”不仅没有破灭，反而继续扩大。从收入房价比来看，中国房地产“泡沫”固然严重，但结合中国的人口结构变化特征分析，问题可能没有那么严重。

总体说来，中美两国利率市场化给商业银行产生的影响有不少相似之处。比如，利率竞争驱动的“金融脱媒”给传统商业银行的存贷款业务带来了很大的挑战，同时，利差收窄也迫使银行寻找新的利润增长来源。为此，在利率市场化进程中，银行加大了资产、负债结构调整的力度，同时通过综合化经营等方式，来寻求跨行业发展等。当然，除了相似的地方外，两国的客观环境也有不小的差异，这或许会导致很不同的结果。

首先，从利率市场化改革的背景和动力看。美国的利率市场化的启动，在很大程度上源于市场的倒逼。金融市场的竞争催生了众多的创新工具，使原本用来保护商业银行的利率管制成了包袱，不得已只能逐步取消，以恢复商业银行的竞争能力。当然，这一时期开始的金融自由化思潮也在理论层面为利率市场化提供了支撑。

与美国不同的是，在中国的金融改革起始阶段，并不存在所谓的金融市场，而在之后的发展中，金融市场也没有对商业银行整体形成严重的威胁。就这点而言，利率市场化的倒逼压力在中国并不明显。而且，在经历了2008年金融危机之后，金融自由化思潮在全球范围内已受到广泛质疑，以其来指导中国未来的改革实践，或许也有值得商榷之处。

其次，从利率市场化的环境看，中美两国也有所不同。在美国利率市场化开启之时，其金融市场已经非常发达，也正因为此，在利率管制放松的过程中，由金融市场创新引发的“金融脱媒”给商业银行造成了极大的冲击，甚至诱发了严重的银行危机。反观中国，在金融改革开始

推进过程中的表现尚属良好。

规模扩张保持了较快的速度，2005年底银行业总资产规模为37.47万亿元，到2011年底增长到113.28万亿元，6年时间翻了3倍多，年复合增长率保持在20%左右。盈利水平不断提升，从净资产收益率指标（ROE）来看，从2005年到2010年间，银行ROE维持在15%—17.5%之间，2011年则快速上升到20.4%。从总资产收益率（ROA）来看，银行总资产收益率在2005—2010年间基本维持在0.9—

产结构调整，客户、业务以及相应的收入，都没有真正脱离银行体系。就这点来看，即使在未来，利率市场化改革进一步深入，银行业所遭受到的压力可能会明显小于美国。

结合以上对中美两国利率市场化进程及对商业银行影响的比较，我们有以下几个初步的观点：

第一，我国存款利率市场化仍需要较长的时间。其原因在于，从中美对比来看，我国目前所处的阶段大致相当于美国利率市场化启动的时期，考虑到美国在拥有发达金融市场的情况下，还用了16年的时间才完成存款利率市场化进程，没有任何理由认为我们可以在很短的时间内完成这一工作。此外，有鉴于商业银行在中国金融体系中的重要作用，我国存款利率市场化的潜在成本要高于美国，为此，还需要在风险分担、危机处置等方面有充分准备，相关制度建设应尽快提上议事日程。

第二，竞争的威胁主要来自于银行业内部，而不是其他机构或市场的挑战。美国利率市场化对银行业的冲击大多来自外部，金融市场创新所导致的“金融脱媒”大幅压缩了银行业的生存空间。在中国，正如我们前面提到的，由于各种原因，金融市场并未给商业银行造成太大的威胁。而且，随着银行间市场的发展，商业银行甚至也成為了金融市场的的主导力量。在这种背景下，表面上的“金融脱媒”并不是来自外部的冲击，更多的是源自银行内部竞争而进行的资产、负债结构调整。

从这点看，我们认为，随着未来利率市场化改革的推进，商业银行最大的竞争威胁并不来自外部，而是银行之间的竞争。实现了综合化经营的大型银行，会利用其平台方面的优势，对业务单一的小银行形成较大的挤压。如何应对可能产生的风险？是监管和政策部门需要及时研究的问题。

第三，利率市场化会推动银行业转型。尽管所受到的冲击与美国会有所不同，但在银行业务结构调整上，两国银行业的发展方向还是相同的，即调整资产负债结构、优化客户结构、优化收入结构以及提高管理效率等。当然，不同类型的银行还是应充分考虑自身的特点，制定有差异化发展目标，如大银行向综合化、国际化方向发展，小银行向专业化、社区化发展，等等。

第四，在监管方面，应探讨更系统的政策措施，为银行业应对利率市场化冲击创造更好的外部条件。一是在利率市场化以及竞争加剧可能对银行利润产生冲击的情况下，合理对待银行的业务创新，为银行拓展非利息收入提供较为良好的外部环境；二是针对大型银行机构，更为系统地探讨综合化经营的路径以及相应的监管体系建设；最后，也是我们最想强调的一点，针对不同类型的银行（特别是对那些地方中小银行），进行分类指导、差异化监管，引导不同类型的银行确立符合自身发展需要，更为正确的发展定位和发展目标。

中国的人口出生率在经历上个世纪60—70年代中期高峰后，70年代末期在计划生育政策限制下，人口出生率快速下降，到80年代，生育政策进一步收紧，一对夫妇只生一胎。这种政策的结果，使中国人口结构快速呈现倒金字塔形。上世纪80年代出生的人，很大一部分为独生子女，目前他们已陆续参加工作，并组建自己的家庭，几乎作为情感的唯一依靠，其父母有投靠他们的倾向。同时，作为工作多年的父母，有意愿也有一定能力为他们的子女提供部分住房支出。这意味着，当前年轻一代的住房购买力，很大程度上来自上一代的财富转移，即存在着经济学中所说的财富跨代转移，从而掩盖了个人收入与住房购买力的真实情况，这一现象正在从个案不断扩散并成为趋势。

另外，中国的户籍通常是与住房捆绑在一起的，居民所能获得的公共产品好坏，很大程度上由个人的户籍决定，这最终要看购买的住房在哪里。这种户籍与住房绑定的特有制度，也增加了人们购房的迫切感。

（本文仅代表个人观点，与所在机构无关）

证券市场发展 助力提高国民综合素质

□安徽财经大学商学院 钟振东

我国证券市场虽然仅走过二十年历程，但其对经济社会影响的广度和深度是前所未有的。据统计，截至2012年7月底，内地证券市场个人投资者A、B股及基金开户总数已超过2亿户，且每年以近10%的速度增长。证券投资者从不成熟，到逐渐成熟。如今证券投资者无论在投资理念、投资理财专业知识、投资操作技能，还是在法制诚信意识、社会参与意识、自我保护意识等方面都得到了极大提升。

证券市场投资者素质提升

据不完全统计，目前，全国证券投资者约1.24亿，其中自然人在投资者队伍中占绝对比重。就投资者队伍结构来看，他们主要是工人、个体工商户、机关事业单位职员、专业投资者等，他们中多数虽然没有受过高等教育或专业培训，但对经济金融知识的学习与掌握已完全不同于以往。不仅如此，他们的投资理念、法制观念、社会参与意识较过去明显增强，具体表现在：

经济、金融知识丰富。如今许多证券投资者提到的很多经济学名词、会计学、金融学专业术语等，过去恐怕只能在大学教科书中才见得到，但现在却在一些文化程度并不高的“老股民”中脱口而出，且运用熟练准确。证券市场不仅给他们提供了投资品种和投资渠道，还让他们在投资过程中学到了更多经济、金融的专业知识。

投资观念和方式的转变。改革开放30多年的发展，国民财富得到了很大的提高，社会公众对财富保值增值的需求越来越强烈，为了寻找合理有效的投资渠道，越来越多的人加入到了证券市场投资者的队伍中来。他们根据自己的风险偏好理性的选择自己的投资方式，观念也从过去落后保守型走向稳健进取型转变，债券、股票、基金不仅成为主流的投资方式，还有越来越多的人开始涉足期货、权证等更深度的投资领域。

诚信、法制意识提高。证券市场经过20多年诚信、法制建设，投资者逐渐意识到诚信的重要性，投资者的法制维权意识不断提高，对于少数上市公司不负责任、坑害投资者的行为，越来越多的投资者敢于站出来，运用法律法规武器，来维护自己的合法权益。

社会参与意识明显增强。获取更多的信息，并据此做出理性判断是投资者普遍行为方式。如今的投资者，越来越多地关注国家大政方针和政策，他们不仅积极参与到国家经济发展的讨论中、上市公司的网络投票中，也积极参与到投资者宣传教育活动。

投资风险防范能力显著提升。证券市场20多年的发展使投资者经历了各种风浪考验，一些血的教训让投资者变得更加成熟、理性，他们的风险意识明显增强，抗风险和自我保护能力有了很大提高。

投资者国民素质提高的原因分析

投资者国民素质提高的原因可分为内、外两大原因。从外在原因看，主要来自市场有关各方的强力推动。

一是政府及监管部门主导推动投资者教育与保护宣传工作。中国证监会自成立以来，一直高度重视投资者教育与保护宣传工作，曾多次下发文件，指导、督促此项工作顺利开展。这主要是通过中国证监会派出机构、证券交易所和行业协会具体组织实施的。2011年中国证监会还专门成立了投资者保护局，专司投资者保护工作的统筹规划、组织指导、监督检查、考核评估等工作，从而为投资者教育与保护宣传工作提供更有力的组织保障。

二是中国证券业协会、证券交易所、券商及证券投资咨询机构等充分发挥投资者教育与保护宣传主力军作用。

三是媒体、网络的积极参与功不可没。由于电视台、广播电台、平面媒体、网络媒体网络大力宣传，使得投资者教育与保护宣传做到了“全天候”、“全覆盖”。

四是证券从业人员的市场开发极大地发挥了“拓荒者”作用。证券从业人员在开发客户的过程中，不仅让客户享受了专业化的服务，也让客户在其中不知不觉学到相关的专业知识和技能，提升投资者的综合素质。

五是大学高等教育的人才培养与输送起到了投资者教育与保护宣传的“乘数效应”作用。

六是经济全球化大背景及现代经济、金融发展趋势也起到了一定的推动作用。经济全球化带来的不仅是贸易全球化，其中还有金融全球化，这种联系使得更多的人有机会不断接触、融入证券市场，同样它所产生的“羊群效应”也不能低估。

从内在原因看，主要来自投资者自身的努力。一是投资者的自主学习。由于他们渴望自己的财富能够实现保值增值，以及证券市场优胜劣汰的残酷现实，促使他们积极参与各类培训，通过阅读相关书籍、报刊杂志等进行自主学习，逐步获取了较多的相关知识。

二是投资者之间及亲朋好友的学习交流。交流的信息、经验也是投资者提升综合素质的又一重要来源。

三是投资获利的内在动力和规避风险的刚性要求。证券市场能让个人财富保值增值的效应在投资者中产生了巨大的吸引力，但是，市场有风险，入市需谨慎，这也让投资者在入市前就有了防范风险的思想准备，在这两方面刚性需求的驱使下投资者只有通过自身的努力才能成功，从而有利于提高他们的综合素质。

综上所述，今后我们要进一步注重发挥证券市场发展对提高国民综合素质的独特功效，加强证券市场有关各方协同配合，多渠道、多层次、持续深入开展投资者教育与保护宣传活动，建立投资者教育与保护宣传长效机制，尽最大努力培育壮大合格理性的证券投资队伍。与此同时，监管部门及有关各方要切实采取有效措施，督促上市公司提高投资者合理回报，督促证券监管机构提升服务水平，严厉打击证券违法违规行为，维护好市场秩序，保护好投资者合法权益和投资热情，为我国证券市场健康快速发展，为国民综合素质进一步提高做出新的贡献。