

利率市场化改革提速或引发银行业危机

□中国人民大学经济学院 崔永

长期以来,中国政府一直遵循着“帕累托改进”原则推进改革,试图在不损害一部分人利益的情况下,增进另一部分人利益,以期产生所谓的“改革红利”,进而有效促进经济增长,增进整体利益。然而,随着改革的推进,如不牺牲一部分人利益,整体利益就很难保障,改革已进入攻坚阶段,改革推进难度越来越大。利率市场化改革就是典型例子,帕累托改进“式的改革已不复存在。

正因如此,央行早在2004年10月就实现了“存款利率管上限、贷款利率管下限”的阶段性目标,却直到一年之后的2012年6月才进一步放宽存贷款利率浮动区间,2013年7月才全面放开贷款利率下限,且保留个人住房贷款利率浮动区间暂不作调整。尽管改革推进难度较大,但现任政府推进改革的决心似乎更大。从目前情形看,为配合人民币国际化和汇率改革的尽快推进,政府似乎要在今年年底建立存款保险制度之后不久便取消存款利率上限,并在随后的2015年前后基本实现人民币自由可兑换以及人民币汇率市场化,以兑现加入WTO的隐性承诺。

然而,推进利率市场化带来的改革红利与银行资产负债表危机相伴相生。一方面,逐步放开贷款利率下限有助于降低企业融资成本,提高企业融资便利;有利于发挥利率的价格发现功能,引导社会资金合理配置,从而促进经济转型到可持续发展的轨道上。另一方面,随着利率市场化程度提高,金融市场主体风险程度提升以及金融机构之间竞争加剧,银行盈利空间会逐步缩小,银行资产负债表会逐步恶化。而未来放开存款利率上限更是有利于企业和居民部门的利益,却损害金融部门的利益。事实也是这



CFP图片

样,无论美国、日本等发达国家,还是韩国、泰国、智利等发展中国家,在推进利率市场化改革进程中,伴随着汇率弹性的增强以及资本自由化程度的提高,银行资产负债表的脆弱性都暴露出来,并最终酿成不同程度的银行业危机。尽管中国政府在吸取他国利率市场化改革经验的基础之上审慎地推进利率市场化改革,但利率市场化改革所可能带来银行业危机的

迹象还是越来越多地显现出来。

首先,随着利率市场化改革的推进,商业银行的净利差不断缩小。事实上,从2004年利率市场化改革的完成,银行净利差就保持下降趋势。1998年至2004年期间,商业银行净利差一直维持在3.5%左右的水平,2007年降到3.0%左右,2011年至2012年基本维持在2.7%左右,2013年一季度进一步降低到2.58%。随着利率市场化

再次,预算软约束扭曲投资收益与投资风险。科尔奈指出,传统计划经济体制中存在强扩张冲动和严重的投资饥渴症。在这一体制下,中央政府通过对投资进行严格的计划管理和配额限制,以尽可能约束这种扩张冲动和投资饥渴症。在经济转轨过程中,扩张冲动和投资饥渴症依然存在,并由于预算软约束放松了对企业投资的限制,往往加重投资过热倾向。

发挥市场基础性作用

对过剩产能的处置,从根本上讲,无外乎压缩过剩供给或创造内生需求。从实现方式看,体现为一是市场自动出清,二是产业转移,三是产业升级。

发挥市场配置资源的基础性作用。产能过剩源于低效重复投资,市场出清意味着通过价格机制、供求机制、竞争机制引导过剩行业优胜劣

的不断推进,存款利率上限的逐步放开,银行负债成本会进一步增加,净利差还会进一步降低。尽管当前存款利率上限还没有放开,但银行已经通过发行理财产品等方式变高息吸纳资金,融资成本已不断增加。

如今贷款利率下限管制放开之后,贷款利率则会不断下降。由于货币信贷增速的持续下降带来流动性相对趋紧,当前贷款利率下浮贷款所占比例仅有11.4%,但随着经济增长中枢下移带来投资回报率下降,企业在信贷市场上的谈判能力会显著增强,银行所要求的风险溢价就会迅速降低,银行净利差会随之大幅下降。而且,由于前期大量贷款投向持续过热的房地产领域,以及投资回报率相对较低的基础设施建设项目和地方融资平台项目,未来贷款产生坏账的规模会大幅攀升,现有的1.5万亿元的坏账拨备就会显得捉襟见肘。这样一来,银行最近几年大量放贷所积攒的账面利润可能会被逐渐蚕食殆尽。

其次,商业银行资产负债表的期限错配问题日渐突出。事实上,由于央行人为了制造了长端利率和短端利率之间的较大差异,从而使得银行资产负债表一直存在“短存长贷”的期限错配问题,银行存单以活期存款为主,而贷款则以中长期贷款为主。这种“短存长贷”所带来的期限错配风险,经过政府的审慎监管,到2012年得到扭转,然而2012年以来随着短端利率的逐步走低以及长端利率的逐步走高,银行尤其是那些中小银行“短融长投”的动机再次得到强化。

现阶段,随着贷款利率下限的完全放开,长端利率有可能会有所下移,从而一定程度上削弱银行“短融长投”的动机。不过,考虑到经济持续稳定增长预期所带来的长端利率高于短端利率情形的持续存在,而且在高额准备金率要求之下,即便放开存

贷,通过行业整合兼并,实现资源优化配置。企业是市场的主体,消除政府对企业经营行为的干预,是市场自动出清的前提。政府作为游戏规则制定者,不应参与游戏过程。应通过完善公司治理结构,强化市场对企业经营行为的监督,借助排污权交易等市场化方式,将包括环境治理成本在内的企业生产外部成本内生为企业生产成本,以市场规则约束高耗能、高污染行业的盲目投资扩张行为。

促进产业合理有序转移。产业转移是应对区域产能过剩的重要手段。基于区域资源要素禀赋差异及经济发展的梯度差异,在科学预测区域产品市场需求空间的基础上,引导过度竞争区域产业合理向外转移,平衡区域发展差距。产业转移是延续企业产品生命周期的重要途径,也是实现区域产业布局调整的重要手段。需要注意的是,对技术落后、能耗巨大、污染严重等,应防止其以产业转移为伪装,重复低效率投资。

技术创新引领产业升级。当前,我国总体工业化率在40%左右,仍处于工业化中期水平,且区域发展不均衡。工业领域核心技术自主研发能力、技术创新能力的提升,是优化以重工业为主导的工业结构,并引导工

业结构调整和升级的关键。优化政策环境减少微观干预。资源的相对稀缺及资源利用的低效率,极大压缩了传统凯恩斯主义政策操作空间,以宽财政宽货币创造增量需求、消化过剩产能的模式难以维系。放松政策空间,由企业在市场规则下自主决定投融资行为,真正实现现代企业制度下的产权清晰、权责明确、政企分开、管理科学、自主经营、自负盈亏。财政政策应以降低企业税负为方向,减少税费的重复征缴,降低企业综合交易成本;金融货币政策需要继续推进直接融资,减少金融重叠导致的货币空转,降低企业融资成本;产业政策方面,应集中于对关系国计民生的战略产业开展规划设计,对其他产业做好政策协调,逐步取消非国计民生产业的行政壁垒,促进多元资本参与,盘活民间资本存量。

最后,商业银行资产负债表的货币错配问题开始显现。随着利率市场化改革的逐步完成,人民币汇率改革和资本项目自由化将随即展开。在人民币升值预期作用之下,银行一般会积累大量外汇空头,从而产生明显货币错配。2010年商业银行柜台远期净结汇为484亿美元,2011年和2012年远期净结汇转变为远期净售汇,远期净售汇分别为45亿美元和12亿美元。到了2013年再次转变为远期净结汇,并且2013年上半年远期净结汇量就达503亿美元,甚至超过2010年全年远期净结汇量。

在权责发生制的综合头寸管理模式之下,银行可以通过即期市场举借外汇债务的方式获得外汇来弥补远期外汇头寸。截至2013年3月底,中资金融机构外债余额2151亿美元,占中国全部登记外债余额的比重达到46.6%,而且在这些外债中短期外债占比高达7.4%。商业银行借入外债以短期外债为主,这显然与柜台远期结汇的期限之间是不匹配的,货币错配风险已经有显著抬升迹象。尽管由于当前银行外汇业务规模较小,货币错配引发银行业危机的可能性不大,不过,随着外汇管制的放开以及汇率改革进程的加快,银行外汇业务会迅速膨胀,尤其是国内外巨大利差的存在,会使得银行积累大量外汇负债。这种情况之下,货币错配风险迅速增大,利率和汇率都实现市场化之后,汇率的大起大落就可能引发银行业危机。

业产业调整和升级的关键。

建立产能统计监测体系。缺乏科学的产能利用率统计是导致重复投资的重要原因。推进我国工业部门产能统计监测,对科学预测和管理工业领域产能利用水平,预判产能投资与货币需求、通胀水平、企业盈利等具有重要意义。(卢永真为国资委研究中心副主任,张磊为民生证券研究员)

地体现在民生改善上,用改革的收益弥补改革的成本。各项改革要接力推出。要统筹谋划、协同推进各项改革,看准的要全速推进,同时推进配套改革,聚合各项相关改革协调推进的正能量,使得不那么难。使改革动作一项连着一项,一环扣着一环,一波接着一波,用改革效果改变经济增速下滑催生的刺激政策预期。

改革要直面经济发展中的关键矛盾。比如房价过高、分配差距过大等就是当前涉及面广、解决难度大的关键矛盾。应尽快研究改革土地管理制度,规范政府涉及房地产的税费制度,推出不动产登记制度等促进房地产健康发展的长期制度框架。规范国有企业薪酬标准,尽可能打破部分行业的垄断格局,进一步完善选择性征收的消费税,加快推出房地产等财产税改革。此外,应该允许更多的民营资本办教育、办医疗,使进城农民工在户籍、就业、社保、教育、医疗卫生等方面享有与市民同等的权利。改革这些涉及大多数入切身利益的领域难度固然很大,一旦成功了收益也同样很大。

底特律申请破产保护 为何未波及美国市政债市场

□栗拓夫

7月18日,美国密歇根州底特律市政府向当地法院申请破产保护。然而,底特律的噩梦并未波及密歇根州的市政债甚至整个美国市政债市场,因为底特律的市政债已经是垃圾债券,绝大部分普通投资者已经抛售了持有的市政债,所以绝大多数市政债投资者特别是普通居民,并没有承受由于底特律市政府破产所造成的损失。底特律市政债风险防范值得中国地方政府投融资平台加以借鉴。

政府破产未伤及债券投资者

底特律市政府申请破产波及185亿美元的未清偿市政债务,是美国有史以来最大的政府破产案。底特律的破产“冰冻三尺非一日之寒”,最近15年间,由于美国本土汽车工业日薄西山,汽车工厂一个接一个地关闭,整个城市日复一日地走向萧条。随之而来的是市政府财政收入低于已发行市政债券所预期的财政收入。底特律1950年的人口是185万,到了2010年时只剩下71万。随着经济继续萧条和居民陆续外迁,底特律房价也持续大幅下跌。2012年底特律的平均房屋成交价仅为7500美元,全市竟然有47处在出售的房子要价小于500美元。由于市政债一般责任债主要依靠财产税,随着不动产的持续贬值,底特律政府渐渐失去了对已发行债券的偿还能力。

针对这一情况,评级公司陆续并持续地降低底特律市政债的评级,使其融资环境持续恶化。在底特律市政府没有能力融资的时候,只能通过裁员和减少服务来缩减财政性支出,以维持脆弱的财政平衡。缩减财政支出直接导致警力、医疗、公共交通等公共设施和服务恶化,进一步刺激人口外流和不动产贬值,从而使底特律陷入恶性循环。

底特律的噩梦会否波及密歇根州的市政债甚至整个美国市政债市场呢?其实完全没有。因为大多投资者早在数年前就预测到底特律市的财政所陷入的恶性循环是不可逆转的。2009年1月6日,标准普尔就将底特律的一般责任市政债从BBB级和BBB-级降级到BB级。BBB级是投资级别的市政债,而BB级以下的市政债是大家公认的所谓“垃圾债”,并不适合普通投资者。今年6月12日,标准普尔提前发出警报,把底特律市政债评级从B级打入了CCC-级垃圾债。两天后面对无法逾越的融资困难,底特律市公开宣布到期的部分市政债违约,随后在一个月内宣布申请破产保护。

因为有评级公司调低评级,早在2009年初,底特律市政债就已经是垃圾债,绝大部分普通投资者早在2009年就已经抛售了持有的市政债,其中绝大多数是普通居民,并没有承受由于底特律市政府的破产所造成的损失。而且,几大评估公司公平和及时的降级及有力地引导和保护投资者远离这几种高风险市政债。

目前,密歇根州政府市政债评级为AA级,如果密歇根州出面为底特律市的垃圾市政债埋单,2009年以来在垃圾债市场低价收购底特律市政债的这些机构投资者就会大赚一笔。从目前密歇根州的官方态度来看,密歇根州政府应该不会为垃圾债埋单,并将依据州破产法来依法办事。

底特律市政府的噩梦在宣布申请破产的一刹那实际上已经结束。依据美国的法律,可以预见在破产结束后,底特律市政府将迎接更好的融资环境。因为破产结束后,底特律新发行的市政债会由于脱离了以前的债务负担而重新得到较高的评级和优越得多的融资环境。成熟的投资者和承销商将不会介意底特律以前曾经的破产,而会更关注的是该市汽车工业的复兴、政府财政资源的重组,以及重组后的偿付能力。事实上底特律市政府破产,体现了美国法治环境得天独厚的修复和再生能力,反映出美国

金融市场所特有的优越性对市政债市场的投资者、融资者和各方参与者强有力的保护。

规范“地方政府投融资平台”

从美国的实践看,地方政府通过市政债融资这种形式筹措资金,对推动城市的现代化具有促进作用。据统计,市政债违约相比企业债违约是很少的。即使在美国出现严重的流动性危机时,市政债违约也极为罕见。例如,2008-2010年分别有85.2亿、16.9亿和32.3亿美元面值的市政债违约,分别占市政债当年未偿还总额的0.3%、0.06%和0.11%。以相同评级为前提进行比较,市政债违约率比企业债违约率小得多。中国目前遇到的问题,应当属于发展中的问题,通过深化改革和规范管理,是完全可以得到解决的。

应当给予地方政府通过发行债券融通资金的合法权利,包括义务债和收益债。即,地方政府债券和地方政府投融资平台发行的债券,都应当得到法律和市场中的正式认同。这个问题非常重要。因为这些债券已经发了很多,在市场上的存量很大,但都是以企业债的名义存在的,不完全合法。对于名不正言不顺的产品进行投资和监管,很难实现规范化,也很难规避系统性风险。所以,应当尽快通过立法方式,给地方政府债和地方政府投融资平台发行的债券以合法的身份和地位。

应当加强对发行主体和发行标的项目的管理,主要是加强审计和资信评级工作。对于在发行阶段弄虚作假的行为应当严加查处,尤其是责任必须追究到个人。由于当事人弄虚作假给投资者造成损失的,应当追究到底,加倍赔偿。

加大政府债在居民个人投资中所占的比例,适度减小银行直接购买的比例。应当加强对投资者的债券风险意识的教育,引导投资者多元化投资标的分散投资风险。这都是避免个别债券出现问题引发系统性风险的办法。

对于地方政府发债的决策强制导入科学化、民主化和公开化的程序,提出明确的要求和规定。发行以财政收入为还本付息资金来源的财政性债券,应当通过本级人大批准,并在上一级政府备案;通过投资项目收益还本付息的债券,应当向社会公开项目可行性研究报告和国内外项目已经投入运营后的实际经营情况的报告,并且阐明项目在建设期和运营期可能出现的风险;以财政性补贴政策或优惠政策产生的收益还本付息的债券,应当同时履行上述两个方面的义务,以便投资者有充足的依据进行判断。

要进一步强化承销机构的责任,不能全额发行的基于目标项目的债券,应当终止发行,将已经募集的资金退还给投资者,以避免由于资金不能按期全额到位引发的风险。

应当通过各方市场参与者的共同努力,建立健全一系列相关的市场运行规则和规范,降低发行和交易成本,稳步扩大地方政府债券的市场空间。

市场越规范,市场发展的空间就越大。目前,各大商业银行是地方政府债券的主要投资者,增加了地方财政出问题引发普遍性金融风险的担忧。相比之下,美国市政债的风险大部分是直接分散给了个人投资者,出现系统性风险的危险性得到控制。很多国内专家呼吁提高市政债发行和投资的透明度,限制政府担保,是非常有道理的。进一步规范化管理市政债,应当走公开、法治和市场化的道路,逐渐弱化各级政府的介入式管制,通过市场参与各方特别是评级公司发挥作用,促进市政债市场的健康发展。同时,还应当规定,银行投资市政债时,应首先转卖给个人投资者,转卖不出去的部分,银行才能够持有。除了银行可以转卖市政债,证券公司、信托公司和其他具有广泛营业网点的公共机构都应代理转卖市政债。研究分析机构也应加大对市政债的研究和宣传,进而加强个人投资者对市政债的了解。

消化过剩产能应由市场化手段主导

□卢永真 张磊

工业领域产能过剩及其带来的经济运行低效率,已经成为阻碍经济结构调整和制约产业结构升级的桎梏。对过剩产能的处置,无外乎压缩过剩供给或创造内生需求。从实现方式看,体现为一是市场自动出清,二是产业转移,三是产业升级。对于经济增长方式转型过程中的产能过剩而言,打破行政区划限制,从产业统一高度协调市场与政府对产业经济的调节,以市场机制为主体,积极引导产业优化与升级,以技术创新培育新的经济增长点,突破旧的产业约束,是引导当前过剩产能走向良性增长的必然选择。

多因素导致产能过剩

当前国内工业企业所面临的过剩产能,是经历了次贷危机、欧债危机导致的外部需求萎缩,以及后续稳增长政策刺激下的投资冲动扩张之后,结构性供给过度与政策回归常态后微观需求不足的叠加。从更深层次看,经济增长模式及产业组织模式低效率是造成当前工业领域产能过剩的根本原因。

首先,二元需求下政府主导的投

经济增长的追求和承受能力也不一

样。中国经济增长7.6%有人说了低,而同处类似阶段的金砖国家却远低于此。巴西、俄罗斯和南非经济增速都不到2%,印度也只有5.5%左右。更不用说美国、日本等发达国家了。其他经济指标也有类似特点,偶斯特里赫特条约》提出,3%的赤字率和60%的债务负担率是警戒线,以及一些常被引用的说法,如银行坏账率应控制在1%-2%,房价收入比应在3-6倍之间等说法,虽具有一定规律性,但对不同国家和不同时期,意义相差很大。

再次,我国潜在经济增长率是少数尚无定论。国际金融危机后,学术界就我国经济潜在增长率明显降低基本达成了共识,但到底从多少降到多少,实际增速与潜在增长率之间应控制在多大范围内等问题,远没有也不大可能形成权威结论。比较流行的说法7%-8%也是一个具有较大弹性的范围,其准确性需要不断探索不断试错去验证。由此,反复讨论政策出台的底线到底是七点几没什么意义。

当然,这也不是不可知论。经济运行的确有其内在规律性,没有一

定的增速就没有就业,就业低迷可能影响收入和消费,甚至会影响社会稳定,发展中的问题还是要靠发展的办法解决。但这些规律并不体现在一个具体数据上,而是体现在变化趋势上,体现在各指标之间的相互匹配上。就改革成本的底线而言,当前可以肯定的是,在到达临界点之前,经济增速越低越接近底线,物价涨幅和失业率越高越接近底线。

改革是为了促进经济结构升级,应控制在不危及经济稳定,适时稳步推进。储备政策要多用财政等结构性工具,少用货币等总量型工具;有针对性地发展先进制造业、高新技术产业、生产性服务业和小型微型企业等,弥补经济发展的短板;要实施能够配合改革推进的刺激政策,防止仅为增长而刺激的政策;防止流动性泛滥和任意刺激,防止政策力度过大。另外,政府应该继续坚持的,关键是加快改革提高经济增长质量,用改革创造收益,弥补成本,代替刺激,赢得支持。

稳步推出储备政策

当前,之所以很多人认为下半年应该出台传统的刺激政策,就是因为改革的收益不好定量衡量,短期内不明显,而GDP、企业利润率等指标却能在短期内定量化表现出来。但要知道,这其中有些成本是必须承担的。如果无

□财政部财政科学研究所 李洪侠

半年宏观经济数据公布前后,各界展开广泛讨论,很多人猜测,中央把握经济增长底线到底是七点几。我认为,这样的讨论意义不大,据此作出下半年应该出什么政策的猜测,更与算命无异。不仅不会猜对,而且可能误导市场。

不能仅看GDP

经济发展是复杂系统运行的结果,不是仅GDP一个指标就能反映的,更不是精密仪器,不是靠精确到小数点以后的数据可以判断的。

首先,中央确定的7.5%左右增长目标,本身就不是一个确定的数字而是一个区间。这是根据以往发展经验、衔接全面小康社会的目标,确定的努力方向。超过目标自然好,但即使差一点也没有证据表明一定会怎样。况且,经济运行还包括就业、物价、房价、财政金融风险、社会稳定等重要指标,这些指标的不同组合也会产生不同结果,判断经济走势岂能仅看GDP一个指标?

其次,不同国家情况不同,对经