

# 实质性推进金融多样化改革

## IMF和世界银行作用或日益削弱

□全球发展中心创始主席 南希·伯德萨尔

美国国会没能批准适度拨款补充国际货币基金组织(IMF)资金并增加中国和其他新兴经济体在IMF的责任。支持IMF似乎难以理解,但这对美国的全球角色具有重要影响——而目前的信号很不乐观。

事实上,如果说美国国会曾经批准过IMF的改革方案,那么肯定是下面这个时刻:这一措施能极大地增强IMF支持美国的关键目标——乌克兰的能力,并且成本要远远低于美国的双边信用担保。

没有获得批准的措施只不过是把此前美国的承诺从补充性账户转移到IMF的核心融资源,几乎不会给纳税人造成任何成本。国会的批准本可以完成在2010年首尔二十国峰会上达成的协议——将IMF的贷款能力扩大一倍。

根据这一奥巴马政府好不容易才牵头谈成的协议,美国将仍是IMF最大的单一股东,仍保有重大决策的一票否决权。但是,由于担心国内的反对,奥巴马政府在最后时刻才试图赢得国会支持并且尽力不弄出动静来。

几年前,美国在另一家美国主导的国际机构——世界银行中也显示出同样的无担当。全球金融危机爆发后,世行缺少足够的资本将贷款规模增加到危机前水平。

但美国对扩大世界银行并没有特别的兴趣,它并没有利用其巨大的影响力表现在其任命世行行长的权力上,建立更强大、有能力响应新需求的机构,结果世行只是进行了少许资本结构调整。事实上,据说美国及其欧洲盟国还拒绝了一些主要新兴经济体提出的提供新资金的提议,也许是为了避免稀释它们自身的资本。

这与两家大型地区多边贷款机构——泛美开发银行和非洲开发银行的遭遇形成了鲜明对比。富国把持着世界银行的大部分股份,但借款国在地区性开发银行占据略微多数(以及行长职位)。它们的领导人大量并成功地施压大幅提高资本。

美国最近在捍卫国际金融机构方面的失败体现了其二十世纪下半叶以来的方针转变。此前,美国投入重金确保和维持这些金融机构的效率。美国领导人知道,这些机构让美国得以在更开放、更稳定的全球经济中追求其自身的外交政策选择和商业利益。

冷战的结束也终结了美国支持背后的外交政策逻辑,而贸易和投资的日益全球化让支持发展中国家不再是扩大市场的必要手段。此外,2001年9·11恐怖袭击让非国家行动方和存在麻烦的宗派和种族冲突的所谓“失败”国家成为新的安全隐患。在这样的环境下,美国颇为理性地不再来自IMF和世行的传统投资支持视为高级别优先事项。

最后,全球金融危机给美国经济造成了严重掣肘,加剧了立法者采取旨在提振国内GDP增长和创造就业岗位的政策压力。在这方面,白官顶着国内反对花大力气、投入大量政治资本推出了两个主要贸易协定——跨大西洋贸易和投资合作伙伴以及跨太平洋合作伙伴。

但是,尽管美国的经济不景气和政治气候的高度极端化促使美国的决定,偏袒于存在争议的贸易协定而非由美国创造并支持的国际金融机构,但政策变化的真正推动力是基础性地缘政治变化。简言之,国际地位日趋衰落的美国不愿撤手其在全球机构的主宰地位,但又不愿承担相应的金融和政治成本。

相反,美国市场的持久地位增加了美国在双边贸易协定中的议价能力,也符合美国的眼前商业利益。事实上,这些协定都承诺了新的出口市场、“好”工作岗位以及锁定美国竞争优势的规则。与此同时,这些协定也有助于遏制中国在亚洲的经济实力和战略影响力。

美国就像是年迈的家长,不再愿意大量投资于家族企业,但又不愿意将控制权让给日益成熟的孩子们。心怀不满又焦虑不安的孩子们则纷纷另辟蹊径——以不利于家族企业的方式。中国已经签订了二十多宗货币互换协议,作为IMF流动性支持的替代品。印度刚刚与日本签订了500亿美元的互换协议。假以时日,这些安排将削弱美元作为世界主要储备货币的地位。

此外,巴西、俄罗斯、印度、中国和南非计划成立自己的开发银行,许多非洲国家现在也求助于中国为其基础设施投资提供融资。在拉丁美洲,安第斯山开发银行向其成员国发放的基础设施项目贷款超过了世界银行——虽然成本更高一些,但麻烦更少。美国一直在宣传发展是开放市场和民主问责的产物,而世界银行作用的日渐萎缩最终会削弱美国推广这一观点的能力。

强劲而有效的全球金融机构仍符合美国的利益。但是没有美国的领导,IMF和世界银行的全球作用将被日益削弱——它们对美国的用处亦然。( 本文版权属于Project Syndicate )

们必须正视而且需要在深化改革、经济转型升级过程中解决的重大现实问题。

二是有必要强调金融在其商业性定位上,被人们认为具有嫌贫爱富、“锦上添花”的特点。虽然这是市场资源配置优化机制的必然表现——因为银行作为商业性金融机构必须是企业,而企业必须是利润导向。但是,这样一种机制也日益明显地和“雪中送炭”的客观社会需要形成矛盾,草根金融、小微企业融资,以及科技型小型企业创业、创新,还有三农发展等,受到金融系统的冷落由来已久。因此,金融“不普惠”,这也和商业性定位上的锦上添花机制密切相关。

怎样提高金融普惠性?从上述的问题导向出发,应该提出理论支持,并使理论密切联系实际,尽可能有建设性地和操作层面对接来合理设计对策。笔者认为,这应该具有两大要点:

第一,必须实质性地推进金融多样化改革,消除中国金融领域竞争不充分形成的过度垄断因素。

虽然有金融界人士不承认中国金融界存在垄断,但如果反过来看,金融领域现在很多方面还是短缺经济特征,而短缺经济隐含着的就是竞争不充分,至少有一些过度化的寡头垄断因素——我们无法回避这样一个基本认识。在大的方向下,其实中国金融改革的要领已越来越清楚,最近监管层表态,在1—2年内要完成利率市场化。伴随这样的改革要求,也已经明确要发展一大批民营资本介入中小银行与金融机构,还要推出使这些中小银行能够取得社会公信力的存款保险制度,以及积极推进人民币资本项目下可兑换。

在上述事情中,实际上还包含着现在必须要处理的、谁也无法完全否定、带有挑战意义的互联网金融,它将在现代化过程中怎样发挥独特作用。中国现在处于技术创新支撑之下,确有“后发优势”的空间,但是千万不要

错失这样的空间,实际上中国也必须追求在“第三次产业革命”中至少占领若干制高点——这样一种战略考虑势必要把制度创新、管理创新、技术创新三层次的互动联合在一起。

互联网金融是又一个在中国改革发展过程中,必须处理好的“规范和发展”权衡关系问题。在很多创新事项上,首先要强调“发展中规范”,而不是上先说“规范才能发展”,因为很多创新事件需要在摸索、探讨中才能知道应怎么样去规范。因此,必须在改革中给出创新发展的弹性空间,允许发展也就是允许发展中出现的毛病,允许在发展中消除毛病来提高其成熟程度,这是在实质性推动金融多样化改革中必须处理好,但在现实中又存在很多争议的问题。

第二,笔者一直认为必须积极开拓和推进我国政策性金融体系和机制的创新。这一命题在上世纪80年代后期和90年代初,已经进行了讨论并有一些实际推进步骤,但是直到现在,中国的政策性金融体系并没有成型。

笔者认为,从历史全景中来分析,政策性金融体系可能比金融多样化改革更具有挑战性。面对现代化战略目标,如何在长效机制概念下,形成对草根创业创新、小微企业、三农等社会客观需要的“弱势”市场主体的融资供给。这必须加上政策金融体系构建因素,才能完成历史任务。

但是,难度在于如何在承认商业性金融的同时还存政策性金融,这实际上就必须承认双轨制,而双轨制下必须考虑如何在现实情况下有效防抑设租寻租,使双轨制运行不被扭曲至不可持续。政策融资机制如果能够风险共担,在维护社会公平正义前提下,给那些应该得到支持的对象以可持续的支持力量,这与全面改革中的制度建设有千丝万缕的联系,并且形成了带有“致坚克难”意味的挑战。

其流动性。

三是在考虑全年货币信贷增长总量控制的前提下,央行可以调整货币信贷的月度分布,以缓解信贷集中兑付的压力,避免市场出现剧烈波动。

四是把小幅降准作为备选方案,提前进行资金布局。2014年二、三季度是城投债和信托的集中兑付时间,在目前银行业存款准备金率偏高,货币乘数偏低的背景下,特别是考虑到美联储QE退出将不断推动国内基础货币“资金池”水位下降,一旦出现流动性风险,可考虑降低法定准备金率来释放广义流动性。

此外,中长期而言,未来中国金融市场化改革应着眼于如何构建有效金融市场,使金融体系更高效地为实体经济转型升级服务。为此,应大幅提高货币利率市场定价透明度,使实际利率与汇率等资金价格达到能够真实反映资本和外汇稀缺程度的均衡水平;在负面清单框架下进一步放松民间资本进入金融业限制,培育中小或小微银行信贷体系,真正解决金融末梢循环不畅等问题;向非国有经济开放金融市场,满足经济转型的多元金融需求;优化私人及政府的储蓄和国际资本市场进入,促进储蓄者和投资者展开竞争,促进资本形成与配置效率的提高,进而切实降低实体经济的融资成本。

## 观点与观察

## Opinion

## A04

●我国小微企业数量在5000万家以上,这些企业所面临的金融不普惠问题,是我们必须正视而且需要在深化改革、经济转型升级过程中解决的重大现实问题。

●现在处于技术创新支撑之下,确有“后发优势”的空间,但是千万不要错失这样的空间,实际上中国也必须追求在“第三次产业革命”中至少占领若干制高点——这样一种战略考虑势必要把制度创新、管理创新、技术创新三层次的互动联合在一起。



CFP图片

□财政部财政科学研究所所长 贾康

对于“普惠金融”概念,近年越来越能够被大家所接受,这一概念的内涵是针对现实生活中金融不普惠的问题而言。随之则可以提出两方面的分析:首先是金融为什么不普惠?其次就是应提出建设性意见,即怎么样提高金融的普惠性?

关于金融不普惠的原因,笔者认为应该有

两个视角:一是必须承认中国改革开放多年来金融改革发展成绩很大,但金融多样化程度仍明显不够,这种局限使得在现实生活中,不能形成对多样性特点明显的社会融资需求进行有效供给,尤其是那些为数众多、风险承受力比较低的小微企业“融资难”问题,比较普遍存在,因此金融不普惠便成为大家的感受。最新统计显示,我国小微企业数量在5000万家以上,这些企业所面临的金融不普惠问题,是我

## 货币政策可定向定量适度宽松

□中国国际经济交流中心副研究员 张莱楠

在当前整体流动性偏紧、利率市场化加快推进以及美国货币政策实质性转向的大背景下,创新性实施政策组合工具,切实降低不断抬升的实体经济融资成本,对于稳定经济增长、调整经济结构都非常紧迫。

从近期金融数据分析,2月社会融资总额大幅收缩,1-2月新增合计已经较去年负增长,通过数据还是能够发现一些并不积极的信号。同时,央行保持适度从紧的货币政策,继续对影子银行活动进行控制,M2增速在合理区间内运行,委托贷款、信托贷款等继续下滑,整个社会融资总量出现下降。而2014年以来经济产出活动的下降,也是造成贷款和存款增长较为乏力的重要原因。

金融部门的资产负债表表明显恶化。2008年国际金融危机以来,中国杠杆率的增势在全球主要经济体中较为突出。不同于美国,中国加杠杆来源于实体经济的融资需求,特别是地方政府通过融资平台,利用贷款、城投债、信托、BT等多种方式增加杠杆。此外,银行机构虽然表内杠杆不高,但是通过资金腾挪信用扩张形成的“银行的影子”,客观上推升了表外杠杆。

从这些部门的资产负债表看,资产端主

要是期限较长、流动性较差的投资,但负债端是期限短但流动性强的债务工具,因此,资产端与负债端、供给端与需求端之间的期限和流动性错配导致融资成本大幅上升,特别是债务存量债务上升导致利息支出消耗更多新增融资资源,融资向投资的转化能力下降。

其实,如果比较2009年和2012年下半年以来的两次社会融资总量爆发式增长可以发现,2012年下半年之后的债务扩张对GDP的拉动显著弱于2009年时期,存量债务过大对经济增长的拖累作用开始显现。2013年信托资产总规模创历史新高同比激增46%,土地财政收入超过4万亿元,这些都凸显了地方债务刚性兑付和房地产调控的压力,低效资金配置的格局并没有发生太大的改变。

由于当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%,因此“去杠杆”的压力导致信贷资金趋紧。考虑到2014年将有约2.9万亿信托面临滚动到期的压力,地方举债又挤压其他部门资金需求,因此对应的这部分信贷很可能进入“以旧换新”的过程中,实体经济融资需求难填和银行存款增长受限的矛盾进一步凸显。

从实体经济的角度看,近两年中国实体经济融资成本在全球而言一直居高不下。当前,中国的企业贷款利率大概比发达国家高两倍。

例如,2013年期中国企业贷款利率是6.15%,美国是2.25%左右、日本是1%左右、德国是3.5%左右。2014年春节以后,商业银行贷款利率上浮60%左右甚至更高。珠三角和长三角地区的票据直贴利率已经达到8%左右,是近两年来的高位,中小企业贷款利率甚至达到双位数,实体经济已经不堪重负。

面对这样的恶性循环,笔者认为,货币政策必须有所作为,既要保持货币政策总体稳健,也要实施定向、定量和定期适度宽松,完善流动性风险治理并满足实体经济发展需求。

一是打开货币政策预期微调空间。货币操作要更具前瞻性、及时性、针对性和灵活性。灵活开展公开市场操作,灵活使用再贷款、再贴现、SLO和SLF、定向央票等定向调节工具,通过“敬短抑长”的操作方法,保证货币市场短期流动性平稳,同时适当锁定中长期流动性。此外,可以通过央行资产负负债表操作,针对不同机构甚至实体经济部门进行直接或间接的流动性管理。

二是实施定向“滴贷”支持实体经济。创新金融工具和手段,针对战略性新兴产业、先进制造业、生产性服务业、小微企业等重点领域实施定向宽松和结构性信贷政策,满足实体经济融资需求。对不符合产业导向的金融机构,可通过发行定向票据等方式紧缩

## 债券违约仍处在个别风险层面

□万联证券研究所所长 傅子恒

徐州中森 Y3中森债”3月28日公告其1800万元利息不能及时兑付,致使中国私募债市场出现首例违约。经过协商,债券担保机构中海信达4月2日宣布同意履行代偿义务,并向投资者出具文字性承诺,中森债违约风险初步得以化解。而在3月初,ST超日公司 Y1超日债”因利息无法支付出现首例公募债券违约,其后经债券托管人中信建投与发行人、债券持有人协商约定,\*ST超日以其及子公司的部分应收账款、部分不动产及机器设备等为 Y1超日债”提供补充担保,目前正在进行相应的资产抵押登记手续。尽管以上两次风险事件目前来看尚只是“虚惊一场”,但中小企业信用债违约问题还是引起市场的紧密关注。

两家公司债务信用违约事实的发生,主要应是个体原因,同时也折射一定的行业困局。前者带有“个案”性质,后者却带有一定的行业“局部系统性”性质。实际上,个别风险并不足虑。从积极角度来看,孤立性信用违约事件的出现正是用事实本身向投资者提示风险,提醒投资者谨慎、理性投资,以此可以抑制市场的非理性行为,增强市场的“免疫力”。而个别风险会否演化为“结构性行业系统性”风险,乃至市场的“全面性系统金融风险”,才是需要紧密跟踪关注的焦点,市场对上述两家公司违约行为的关注,其着眼点也正在此。

分析来看,我国不同行业冷暖各不相同,负债公司面临各自不同的行业环境,部分行业受

内外部需求乏力、价格回落与行业去产能化等多重力量推挤而生存日陷艰难。由于此前一些行业经历过高度扩张,许多公司资产负债率普遍较高,如一些铜、铝上市公司总资产负债率超过70%。企业债务高企但毛利率低于债权成本的事实,使得这些企业的持续经营风险与偿债风险陡增。上市公司数据如此,可以想见众多信息披露并不充分的非上市公司,尤其是中小型企业所面临的更大经营压力,从行业分析来看,这些行业发生债务违约的概率显然在上升。

另外一些行业,比如牵动市场更多目光的房地产行业,其基本面情况总体并不太令人忧虑。从2013年度数据来看,房地产行业毛利率虽然下降但仍然十分丰厚,在此仅列示A股主要上市公司的数据:深万科为31.47%,保利地产为32.16%,招商地产为41.52%,泛海建设为54.98%,深振业为33.21%,中航地产为30.17%,金地集团为26.1%。数据显示,如果这些公司经营成本保持不变而仅仅是销售价格变动,我们假定房价平均下跌三成,上述公司的毛利率水平多半仍能保持在20%以上,依旧高于大多数行业的平均水平,而笔者判断2014年度房价平均水平可能是稳中有降,但下跌三成几无可能。

由此可以认为,至少在2014年度内,房地产行业基本面并不存在系统性风险问题,但仍需防范市场局部变化导致的自身个别经营风险,以及开发商与金融市场耦合而形成的个别金融风险。这些风险形成的原因在于,首先在结构性

方面,地产业务性普遍较高,当房价狂热趋于理性之后,依靠过度负债扩张的开发商遇现金回笼速度回落而后续筹资又难以继之时,违约的风险敞口就可能打开。主要影响的变量因素是货币信贷等政策因素、市场融资成本与开发商的市场动员能力,其中相对不利的条件是,货币政策紧平衡将继续成为常态,个别地区房价将出现回落而对部分开发商形成冲击。

相对有利的条件是,由于地方政府与土地及房产价格的利益绑定,地方政府在地产调控方面的动力一直不足,而出于对地方财政、金融市场稳定以及经济下行冲击的顾虑,地产调控更理性的预期是“软着陆”。对市场负面预期形成方面的顾虑,也使得中央与地方政府有动力在个别风险出现时采取措施防止扩大化。

房地产信用违约的另一个风险点,存在于依托房地产业链条形成的错综复杂的金融风险,这一风险因借贷类别而不同。总体来看,由于制度预先防范与首付比例等政策性限定方面的原因,我国个人住房按揭贷款的保障度较高,属于信贷优质资产,信用安全度较有保障,风险主要集中在开发商土地抵押贷款、由银行或第三方金融机构开拓表外业务,如大量投向地产开发方向的集合理财产品,以及信托、券商通道业务等方面。由于去年二季度开始出现的流动性紧张局面,大量此类的金融融资成本较高,这些产品中的一年期品种在今年二季度开始逐步进入偿付期,当债务偿付窗口开启与市场销售疲软、资金回笼不畅形

成叠加时,部分开发商尤其是实力较弱的中小开发商的个别违约风险,将会大幅上升。

再从企业债券市场自身来看,最受关注的依旧是实力较弱的中小企业债券信用风险。我国《中小企业促进法》自2013年1月1日开始实施,其后中小企业私募债开始陆续发行。数据统计,目前已有16只债券到期,而截止到4月初,还有近400只债券未到期,这其中,2014年将有46只到期,未来的三个季度分别到期12、15、19只,本金总额共计41.43亿元,平均票面利率为8.79%。而出于风控需求,最初发行的私募债的担保比例较高,但是越往后担保数量越少,这些债券到期时可能会有个别不能偿付的风险发生。

由上述分析,笔者认为,发生在债券违约的事实仍处在个别风险层面,鉴于房地产行业的信用债券风险总体相对可控,这些个别风险不会演化为全面的市场系统性金融风险,但需要防范个别信用违约催发局部的行业结构性风险集中爆发。改善压力行业的经营环境,加大融资企业的债务保障度,抑制银行等金融机构表外业务过度扩张冲动,将是防范局部系统性风险的关键。

当前尤其需要防范金融机构过度加杠杆的扩张冲动,这种冲动是商业的逐利性使然,同时金融业开放、互联网金融冲击使银行业存贷款息差将逐步缩小,使得业绩扩张的阶段性压力可能扩张表外寻求利润的冲动。同时,金融业开放中需继续对“影子银行”疏浚机制,进行源头治理,防止个别风险扩散。