

# 公司债券回归直接金融 助经济走出运行难局

□中国社科院金融研究所所长 王国刚

中国经济运行正处于一个艰难的调整期间。

“艰难”不仅表现在经济上行乏力(如果贸然放松宏观调控政策,加大货币投放数量和固定资产投资力度,将给后期经济运行带来更加严重的后果),也不仅表现在近年来经济结构调整、经济效益提高从而经济运行质量改善等方面的效果尚不尽如人意,而且表现在实体企业的融资成本还在上升,金融机构为自己服务的比重仍无降低,表现在各项金融深化改革创新举措难以落到实处。在急于寻求破解难局良方的争论中,一些人似乎又陷入了扑朔迷离的困境。毫无疑问,经济运行复杂程度和前行难度已大大提高,要走出这一难局,需要综合考虑各方面因素,在不引致经济金融大波动的条件下,充分发挥市场配置资源的决定性作用。笔者认为,“债券回归直接金融”应是一个可选择的关键性举措。

## 一、走出间接金融体系的困境

中国金融体系是一个以商业银行存贷款为主体的间接金融体系。它运用商业银行存贷款再创造货币的膨胀机制,给经济运行和经济发展注入巨额且不断放大的资金供给,曾经给中国的经济发展和经济改革做出了积极重要贡献,但时至今日,这种金融体系的弊端已愈加显现,已到非改不可的程度。

这种金融体系表现出两个显著特点:第一,1999-2013的15年间,中国各层次货币供应量快速增加。M0从13455.5亿元增加到58574.44亿元,增长了3.53倍,年均增加额大约在3000亿元左右;与此相比,M2从117638.10亿元增加到1106524.98亿元,增长了9.41倍,年均增加额在6.3万亿元左右,是M0的21倍左右。M2的增长率显著高于M0,由此引致M2与M0的差额从1999年的104182.6亿元快速增长到2013年的104795.64亿元。在中国的货币供应量统计中,M0是央行发行的流通中货币,M2大于M0的部分在名义上属于各类主体的“存款”,在资金供给上则是由商业银行等金融机构通过存贷款机制再创造的货币。由此可以看出,在经济运行中,中国主要依靠商业银行等金融机构的存贷款再创造货币机制来增加货币供应量(而不是通过央行发行货币增加货币供应量)。第二,在1999-2013的15年间,M2/M0的倍数持续提高。从1999年的8.74倍提高到2013年的18.89倍(其中,与2008年相比,2009年提高了2.07倍,这反映了2009年新增贷款规模突发性加到9.6万亿元的后果)。货币乘数原本是反映商业银行等金融机构通过银行信用再创造货币的概念。如果不是教条式按照西方公式计算,而是根据中国实践状况,将法定存款准备金率对货币乘数数值的影响程度舍去不计,就M2与M0的对比值而言,中国的货币乘数长期处于趋势性快速扩张走势。

单一运用银行信用膨胀机制的金融体系,有着诸多缺陷,不可避免地给经济金融运行带来一系列严重的后果。其中,一个突出的现象是资金错配。在中国经济金融运行中,资金错配主要有五个方面表现。

第一,主体错配。在经济金融的本源上,资金配置在城乡居民与实体企业之间展开。为数众多的城乡居民在风险喜恶程度上呈现出复杂多元的结构,它能够与众多实体企业经营运作中复杂多元的风险状况相匹配。这是一个通过金融市场的竞争机制复合选择的过程。但在金融体系中,资金配置主体转变为商业银行等金融机构,这些金融机构,一方面以最低廉的利率从存款人手中获得资金,另一方面又以最昂贵的利率(不论其中的金融链条有多长)将这些资金借贷给实体企业,从中获得卖方垄断性收益。由此,金融资源配置的市场功能为商业银行等金融机构所取代,它们成为嵌在资金供给者和资金需求者之间且不断膨胀的媒介主体,由此,资金配置主体严重错配现象持续发生。

第二,性质错配。在经济金融运行中,资金在性质大致可分为资本性资金和债务性资金两种。其中,资本性资金是承担债务性资金的基础条件,也是保障按期偿还债务从而维护市场信用和市场秩序的资金基础。但在中国经济金融运行中,资本性资金的形成极为困难。每年通过实体企业利润和折旧金、股市融资额、股权基金投资和外商投资

等所形成的资本性资金数额远远低于每年固定资产投资额按照资本金制度的规定比例所需要的资本性资金数额,这一方面使得实体企业的各种经营运作活动严重缺乏资本性资金的支持,长期处于寻求银行信贷等短期债务资金的困境中;另一方面,使得中国经济金融运行长期在债务性资金扩张中展开,债务链条不断延长且复杂程度不断提高,各种运作风险日益累积。

第三,期限错配。银行信贷实质上属于短期债务性资金范畴(尽管在中国商业银行等金融机构放贷中也存在着“中长期贷款”科目,但这些资金依然按照投资项目工程进度逐年投放)。由于在风险喜恶程度上,商业银行等金融机构属于风险厌恶范畴,放贷期限越长则风险越大,由此引致了短期信贷资金与长期投资项目之间的诸多矛盾现象发生。2013年6月20日银行间拆借市场中出现的“钱紧”现象、2013年11月20日之后的银行间拉存款大战、2014年1月10日之后的利率快速上行现象等,在深层成因上均由资金期限错配所引致。这种资金期限错配使得中国经济金融运行中呈现出一种难以思议的“宽货币、紧资金、高利率”的怪象。

第四,产品错配。几何学上认为,两点之间直线距离最短。在金融学上,这表现为直接金融的交易成本最低,因此,就金融体系而言,应以“直接金融产品为主、间接金融产品为辅”。但在中国金融体系中,与商业银行等金融机构存贷款等间接金融产品相比,公司债券等直接金融产品的规模,非但不成比例,而且发生了严重变异。在259108.49亿元债券余额中,由实体企业持有的数额仅为152.18亿元,由城乡居民持有的数额也仅486642亿元,金融机构持有的比例高达95%左右。在经济金融运行中,金融机构并非资金供给者,它们购买债券的资金来源于城乡居民和实体企业的“各类存款”等,由此,债券由直接金融工具转变成了间接金融工具,即由存贷款的替代品转变成了存贷款的补充品(这解释了近10年来中国债券发行规模明显扩大,但商业银行等金融机构并无感到金融脱媒挑战的主要成因)。

第五,市场错配。金融市场可分为货币市场和资本市场。从交易量看,在国际金融市场中,资本市场的交易量远大于货币市场。在中国,金融市场分为银行间市场和证券交易所市场。银行间市场主要展开的短期金融产品交易(相当于货币市场),它的每年交易量远大于证券交易所市场;同时,银行间市场的参与者只能是金融机构,由此它成为金融机构彼此之间交易金融产品、进行短期资金融通的市场,远离实体企业和城乡居民。

在这些资金错配之下,各种累积的金融机制矛盾不断加重,受体制制约,又从商业银行等金融机构表内业务中衍生出了银信合作、银证合作、银保合作、银行理财产品等一系列变种类型,但不论金融链条如何延长,金融机构的业绩如何增加,结果都是实体企业的融资成本进一步提高,中国金融乃至实体经济愈益步入难局。

要破解这种步入难局的趋势,改变资金错配状况,提高直接金融比重,重新构建中国金融体系,变间接金融为主为直接金融为主,从各方面权衡,加快发展公司债券属于风险最小、效应最明显且最易于推进的选择。

## 二、“金融改革落到实处”以何种机制实现

党的十八届三中全会“决定”中指出:深化经济体制改革要“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用”而展开。这给以商业银行存贷款为主体的间接金融体系提出了一个值得深思的问题:就中国金融体系改革的取向而言,是要继续发挥商业银行等金融机构在配置金融资源方面的决定性作用,还是要通过金融体制改革逐步形成发挥金融市场在金融资源配置方面的决定性作用?如果是前者,那么不仅金融体制改革的方向并不符合市场机制的要求,而且金融体制机制与实体企业的要求将更加渐行渐远,经济与金融之间的不协调(乃至矛盾)将在运行中进一步扩展。如果是后者,那么金融体制改革的一个主要目标将是弱化乃至改变商业银行存贷款为主体的间接金融体系,建立以“直接金融为主、间接金融为辅”的新的符合市场机制要求的新体系。这一体系有两个基本要求:一是实体企业融资成本降低落到实处的同时,资金供给者的金融财产收入明显提高;二是金融机构为自己服务的比重明显降低。以这两个要求来度量,近年来中国已推出的各项金融改革措施,难以维继。实践中的突出表现是,2012年12月以后,中央明确提出了要降低实体企业的融资成本和金融机构为自己服务的比重,但迄今,实体企业的融资成本不仅没有降低反而继续提高,金融机构为自己服务的比重不仅没有降低反而继续提高。这凸显了现存金融体制的弊端。

首先,从利率市场化改革来看,2013年7月20日,中国人民银行出台了《关于进一步推进利率市场化改革的通知》(以下简称“通知”),提出要“全面放开金融机构贷款利率管制”,取消金融机构贷款利率0.7倍的下限,取消票据贴现利率管制和取消农村信用社贷款利率2.3倍的上限。对此,有观点强调,这是存贷款利率市场化改革的里程碑事件,它标志着存贷款利率中90%以上已经市场化,只需要将存贷款利率上限放开,中国的存贷款利率市场化改革就完成了。但实际上,这不过是将存贷款利率“去行政化”与存贷款利率市场化混淆的结果。

存贷款利率原本属于商业银行等金融机构根据存贷款市场供求状况而自主定价的范畴。由央行定价就属于政府对企业范畴,它是违反市场机制要求的。在“通知”中使用了“放开”和“取消”两个用语,可知“开放”不是“取消”。事实上,中国人民银行在存款方面管控的是“贷款基准利率”,但“通知”中对此没有丝毫提及。按此逻辑,在放开存款利率上限后,它依然可以运用行政机制管控存款基准利率。因此,存贷款利率的行政化机制并不因为放开上限和下限而根本改变。在任何一个完全竞争市场中,价格应由供求双方的三项竞争而形成。但在中国存贷款市场中,商业银行等金融机构处于卖方垄断地位。即便存贷款利率完全“去行政化”了,以实体企业和城乡居民为主的存款人和借款人在存贷款市场上与商业银行等金融机构依然难以展开有效竞争。如果在拉存款大战中,商业银行等金融机构吸收资金的成本提高,那么,它们完全可以选择“高进高出”的经营策略,将这些成本转嫁给借款人,结果是实体企业融资成本更加提高。存贷款利率市场化改革客观上要求商业银行等金融机构实现业务转型,但2008年以来

来,它们集中在存贷款方面的业务总量并没有减少,每年10万亿元以上的存款数额增加意味着,有着3000亿元以上(按照存贷款净利差3个百分点计算)的新增营业收入。2013年的M2-M0余额是2007年的2.81倍,这意味着2007年之后的6年间,商业银行等金融机构创造的派生存款比2007年之前48年增加了1.81倍。存贷款利率市场化作为中国金融改革中的关键性举措,是一个“五位一体”工程,它需要同时解决货币政策调控机制从直接调控向间接调控转变、存贷款利率由市场机制形成、商业银行等金融机构业务转型、金融市场向实体企业和城乡居民开放、实体企业融资成本降低和城乡居民金融财产收入提高等五个相辅相成的问题。但多年实践看,这“五位一体”问题的解决似乎并无实质性进展。

其次,从存款保险制度来看,改变由政府信用隐性担保的存款机制是市场机制的内在要求,就此而言,实行存款保险制度是一个必然趋势。但在严重缺乏可选择的金融产品条件下,广大城乡居民和实体企业的巨额资金被迫以存款方式进入金融体系,同时在商业银行等金融机构继续实行“存款立行战略”的条件下,贸然实行存款保险制度,不仅可能给存款人(主要是实体企业和城乡居民)造成政府甩包袱的错觉,而且可能因存款搬家引起一部分小微型存贷款金融机构陷入经营困境,引发区域性金融风险。一项好的改革举措,需要有一个好的实施条件。要推进存款保险制度的实施,需要先开渠解决100万亿元存款的资金分流机制,以降低“堰塞湖”压力。

再次,从资本账户开放来看,经过35年的改革开放,就外商直接投资而言,中国的资本账户已大致开放(开放度甚至超过了日本、韩国等),目前尚未开放的项目主要集中在“金融交易账户”方面。尽管一些人多年来积极努力地要求推进中国金融交易账户开放并认为“条件已经成熟”。但事实上,在下述两个条件未形成的背景下,金融交易账户即便对外开放了,也无海外非居民进入中国金融市场展开交易的可能性(它意味着金融交易账户事实上并没有对外开放)。这两个条件是:第一,可交易的金融产品。在缺乏可供海外非居民交易的金融产品的条件下,海外非居民实际上不可能进入中国金融市场展开金融交易活动。一个突出的现象是,中国境内实体企业和城乡居民除了将资金用于存款就很少有他们进行金融投资的金融产品。这一条件决定了,中国境内并无富余的金融产品可供海外非居民进行金融投资。第二,金融产品价格体系的基本稳定且可预期。在汇率、利率依然受到行政机制严重影响且国债收益率曲线还难以有效形成的条件下,中国金融产品的价格体系建立在不成熟的市场基础上,很难说得上稳定,也很难为各类市场投资者所预期。这不仅大大增加了海外非居民的投资风险,而且大大增加了他们理解中国金融市场运行趋势从而把握金融投资分寸的难度。在此背景下,对于已经熟悉国际金融市场投资运作的海外非居民而言,有什么理由非到中国金融市场中冒险进行所不熟悉的金融投资运作?因此,要实现金融交易项目的对外开放,需要先解决金融市场的对外开放,使广大实体企业和城乡居民能够自由进入金融市场发行、购买和交易金融产品。

## 三、公司债券的五方面功能

公司债券是存贷款的替代品,它将资金供给者和资金需求者直接相连,有如下五方面功能。

第一,它的利率对资金供求双方来说属于同一利率,高于存款利率,低于贷款利率,因此,有利于推进资金供给者的金融财产性收入水平提高、降低实体企业融资成本;另一方面,在充分发行公司债券的条件下,资金供给者可以在购买债券和存款之间展开资金运作的选择,由此,将提高他们在存款市场上与商业银行等金融机构的竞争力;资金需求者可以在发行债券和贷款之间进行选择,由此,将提高他们在贷款市场上与商业银行等金融机构的竞争力。在此背景下,即便存贷款基准利率依然采取行政管控,存贷款利率的市场化进程也将明显加快。

第二,在资金通过公司债券直接流向实体企业的背景下,每年的存款增量、贷款增量将逐步减少,随着时间的推移,存款余额和贷款余额也将减少,由此,金融脱媒的发展将迫使商业银行等金融机构放弃“存款立行战略”,真切地实现业

务转型。另一方面,随着存款“堰塞湖”压力的减弱,存款保险制度的实施条件将日趋成熟。

第三,在存贷款基准利率和新增贷款规模等方面的行政管控逐步失效的条件下,央行继续实行直接调控的客观条件已不存在,由此,运用价格机制实行货币政策间接调控就成为必然选择。在这个过程中,为了提高间接调控能力,修复央行资产负债表结构也就不可避免。

第四,随着利用存贷款机制再创造货币的银行信用的减弱和通过直接金融发挥市场信用的机制增强,实体企业和城乡居民直接进入金融市场,中国外部植入型金融体系将逐步转变为内生型金融体系;在这个过程中,商业信用将得到恢复性发展,由此,由商业信用、银行信用和市场信用所构成的金融信用体系将

中国债券持有人结构(2012-2013) 单位:亿元			
项目	2013年余额	2013年增加额	2012年余额
特殊结算成员	17,005.67	-12.61	17,018.27
商业银行	166,818.11	9,176.33	157,641.78
其中:全国性商业银行	137,781.97	5,400.28	132,381.69
信用社	5,942.12	655.10	5,287.02
非银行金融机构	752.08	-50.74	802.82
证券公司	1,586.77	-3.03	1,589.80
保险公司	23,229.19	1,131.94	22,097.25
基金公司	26,758.20	3,114.38	23,643.82
非金融机构	152.18	-126.96	279.14
个人投资者	4,866.42	1,830.29	3,036.13
交易所	8,855.82	4,253.24	4,602.59
其他	3,141.93	1,571.44	1,570.50
合计	259,108.49	21,539.38	237,569.11

资料来源:中央国债登记结算有限责任公司网站

## 四、公司债券应回归直接金融

以公司债券为引领,推进金融体制改革、走出经济运行难局,关键在于使公司债券回归直接金融的含义是,公司债券由发行人(公司)直接向城乡居民和实体企业发售,改变由表2所示的主要由商业银行等金融机构购买(从而公司债券成为间接金融产品)的状况。2014年5月6日,国家开发银行通过工商银行柜台向社会大众发售1年期债券,票面利率4.5%,既明显低于此前在上交所发行的5年期、票面利率5.84%的水平,又明显高于1年期存款3%的利率水平,由此,迈开了债券直接向城乡居民和实体企业发售的步伐。

市场是以产品为交易对象所形成的交易关系,有多少种可交易的产品,就有多少种市场划分;介人市场的交易主体、交易制度、交易价格以及其他相关设施也都围绕交易对象而展开,因此,产品(或交易对象)在市场中占据基础性地位。从各种金融产品的实施条件和经济功能等方面对比角度看,以公司债券为引领金融体系改革、走出经济运行难局的主要抓手,有着较为明显的优势:第一,1994年《公司法》第五章就已对公司债券的发行做出了最基本的规定,2005年在修改中虽然将其中的一部分内容移到了《证券法》中,但相关条款依然是具体充分的。第二,公司债券作为直接金融产品有着充分的共识,不论是教科书还是西方实践都已给人们以明确的结论,因此,争议不大。第三,经过20多年的股票市场发展,一方面投资者的投资风险意识已大大提高,公司债券的风险低于股票,所以,资金供给者(存款人)有着更容易接受的市场空间;另一方面,发行人公开信息披露制度已日臻完善,可以直接借鉴发股的信息披露机制来完善发债的公开信息披露制度。第四,中国迄今没有任何制度规定说,公司债券不能向实体企业和城乡居民发行销售,因此,并无直接可见的制度障碍。

公司债券回归直接金融过程中,需要着力解决好几个方面的问题:第一,实行公司债券发行的注册制。面对中国境内存在的“五龙治水”状况,应出台统一的公司债券发行制度,将分别由国家发改委、中国人民银行、中国证监会、中国银监会和中国保监会等审批发行的各种名目的经营性机构债券统一为“公司债券”。同时,按照注册制所要求的信息公开披露规定和审核程序,实行全国统一的公司债券发行的注册制。第二,为了降低公司债券的发行风险,可以考虑选择地方性实体企业的公司债券在本区域内直接向本区域实体企业和城乡居民发行的方式。换句话说,并非所有的公司债券都要采取全国性发行方式。第三,为了降低公司债券的发行销售成本,同时也为了摆脱公司债券发行受金融机构网点制约,应积极探讨利用互联网渠道发行公司债券的方式。第四,建立公司债券“发行失败”制度。受多方面因素影响,各个公司发行的债券并不一定每期都成功。为了保障投资者的权益,同时,也为了提高公司债券发行的质量,应当对那些在发行期限内不能按照预期发售充分发行公司债券的行为进行制约,建立公司债券的发行失败制度。

第五,在中国境内金融市场交易频繁、价格体系比较稳定从而能够给投资者提供形成金融投资预期的条件下,展开金融交易项目的对外开放,需要先解决金融市场的对外开放,使广大实体企业和城乡居民能够自由进入金融市场发行、购买和交易金融产品。

切实落实到期兑付,是保障公司债券市场顺利发展的又一基础性条件,为此,需要解决好三个问题:第一,避免运用行政机制,强制进行刚性兑付。刚性兑付虽然有利于保障公司债券持有人的利益,但容易损害市场机制的贯彻,给投资者造成公司债券投资无风险的错觉,不利于公司债券市场的健康发展。第二,落实《破产法》。在众多发债公司中,有一些公司受各种因素影响,不能履行到期偿付本息的现象是可能发生的。对此,一方面需要加强对公司债券投资者的风险教育,提高他们防范公司债券风险的能力;另一方面,当某些发债公司不能履行到期偿付本息义务时,应根据《破产法》的相关规定,坚决实施破产清算,以改变发债公司的“发债无风险”的侥幸心理,使其他公司的发债更加谨慎,维护市场信用秩序。第三,积极推进债权收购市场的发展。在中国,长期以来公司并购主要采取股权并购的方式。但在西方国家,从19世纪起债权并购就是一个突出的现象。债权并购不仅成本远低于股权并购,而且对维护公司债券市场的健康发展有着一系列积极重要的功能。一方面债权并购迫使发债公司谨慎发债,避免因不能偿付到期债务而引起公司被并购;另一方面,债权并购迫使发债公司严格履约,避免陷入被并购和破产的两难选择;再一方面,债权并购有利于拓展商务活动中借贷策略,使得债权人有了更多的商业谋略选择,促使债权债务关系更加严格更加成熟。