

## 对话改革



CFP图片 制图/王力

七八月份信贷数据延续疲弱态势,经济下行压力加大,近期市场传闻央行将启用新型货币政策工具SLF(常备借贷便利),由此引发降息热议。如何看待定向调控的效果,怎样通过金融体制改革化解中小企业“融资难、融资贵”问题?接受中国证券报记者专访的中欧陆家嘴国际金融研究院执行副院长刘胜军表示,现有金融体系不能保证达到定向“滴灌”的效果,定向降准不宜长期实施。目前而言,降息并无必要,而15%—16%的存款准备金率则是中长期可持续的水平。



刘胜军

中欧陆家嘴国际金融研究院执行副院长,上海数字化与互联网金融研究中心执行主任,世界经济论坛2012—2014全球议程理事会中国区理事。主要研究领域包括经济转型、经济与金融改革、互联网金融。曾任职于深圳证券交易所综合研究所(博士后工作站)。2002年加入中欧国际工商学院,曾任中欧案例研究中心副主任。2014年7月他应邀出席国务院总理李克强主持召开的经济形势座谈会,并做了专题发言。

## 刘胜军:定向降准不宜长期实施

目前并无降息必要 破解中小企业融资难有赖于金融体系大改革

□本报记者 万晶

## 降息无助解决融资难

**中国证券报:**近期市场热议央行新型货币政策工具SLF(常备借贷便利),您怎么看待这一工具的用途与效果?微刺激和定向调控对稳定经济增长将发挥什么作用?

**刘胜军:**七八月份的新增信贷和社会融资数据延续疲弱态势,反映出经济增长速度一路下滑,市场预期悲观,投资和融资活动的收缩。如果任由这种形势发展下去,经济增长可能进一步放缓,累积起来的风险就可能真正暴露。目前仅靠对中小金融机构定向降准已经不够,通过SLF工具相当于对五大国有银行定向降准,只不过操作手法上有差异。但是这5000亿元SLF投放后,并不能改变小微企业的经营现状,因为整个金融体系不支持小微企业融资,大银行的贷款很难流向小微企业。要化解实体经济面临的产能过剩、高杠杆问题,最便捷有效的方法是大规模减税,尤其是企业所得税和个人所得税。

当前实施“微刺激”和定向调控是有必要的,因为我国经济的系统性风险点主要体现在三个方面:

一是地方政府债务风险,目前地方政府债务虽还未违约,但已出现大量延期,今年作为地方最大财政收入来源的土地出让金已大幅萎缩;二是房地产市场低迷,部分区域接近崩盘,房地产市场累积的泡沫很大,引发金融风暴的可能性较大;三是影子银行体系庞大,实体企业无法支撑如此高的利率,只有依靠不断借贷才能维持,一旦信贷收缩就可能崩塌。且这三者之间密切关联、互相影响。

中央政府意识到如果通过大量的投资信贷刺激经济,虽有一定效果,其副作用却更大,因此创新地提出了定向调控思路。微刺激和定向调控的目的是稳住经济发展信心,防止风险爆发,其最终目的应是为改革赢得时间,服务于改革大局。

**中国证券报:**微刺激和定向调控能否达到预期效果?当前形势下,是否有全面降准或降息的必要?

**刘胜军:**造成中小企业融资难、融资贵的金融体系问题始终没有解决,在金融机构逐利行为驱使下,定向调控的实际效果还需要观察。定向降准能否定向、精准地将资金引入中小企业去,

目前还不能乐观,商业银行获得新的资金之后,可能将资金用于回报率更高的投资。即使是过去支持中小企业的金融机构,也并不代表其具有更多流动性之后,仍会继续这么做。现有金融体系不能保证达到定向“滴灌”的效果,定向降准不宜长期实施。微刺激力度有限,对稳增长的效果也不会很显著。真正的稳增长,还是需要加快政府简政放权的体制性改革,尤其是大规模减税。

目前有必要降低存款准备金率,存款准备金率仍处于高位,如果经济进一步暴露风险因素,存准率还会下调,下调到15%到16%是中长期可持续的水平。在存准率下调过程中,如何防止货币过度投放带来的新一轮问题,需要谨慎把握。

但是,降息完全没必要,目前影子银行利率是银行贷款利率的2至3倍,通过影子银行融资的主要还是中小企业,中小企业是利率双轨制的最大受害者。官方利率不是太高而是太低,解决问题的关键是消除利率双轨制。如果一味降息,最大的受益者还是大型国企和地方政府,对缓解中小企业融资难帮助甚微。

**中国证券报:**今年7月新增人民币贷款及社会融资数据双双创下数年新低,8月份虽有反弹仍显疲弱,这是否意味着实体经济的融资需求萎缩?对于目前的货币政策,实体企业应如何把握?

**刘胜军:**信贷数据疲弱主要是因为经济预期变差,实体企业对经济和政策的“新常态”要有充分的心理准备,不要依照过去的经验期盼“大放水”,不要认为政府会来救市。过去曾经出现的经济增速下滑,是在经济增长模式不变的情况下,出现正常的周期性变动,政府出手能够产生效果。而今是经济增长模式出现变化,GDP同比增长7%也许并不是底线,甚至可能更低,并且经济增长模式的转型也需要很多年。近年来,M2同比增速高达13%至14%,但经济仍然没有起色,说明经济效率低下,增长乏力,类似过去那种大规模的刺激政策没有必要出台,也缺乏实施的空间。

我建议,企业一方面要采取稳健的财务政策;另一方面应该积极转型升级,向管理、创新、技术要利润,而不是把银行贷款和政府关系当成核心竞争力。

目前,降息完全没必要,银行的利率不是太高而是太低,影子银行与银行之间的利率鸿沟导致了融资的不平等,加剧了中小企业的融资难。

**中国证券报:**利率市场化是大势所趋,实施利率市场化会对各类市场主体带来哪些风险和挑战?

**刘胜军:**我认为会带来四方面的挑战:一是实行存款保险制度,比如存款保险以50万元为上限,可能会引发存款竞争,储户会分散存款,将大额存款放到大银行,将对中小银行形成冲击;

二是对利率市场化之后的金融创新、竞争压力和利率波动管理能力的考验,存款利率突然升高可能会让管理能力不强的银行出现亏损,这需要时间来适应;三是利率市场化之后,如何形成央行能有效调控的基准利率,这是对宏观调控能力的挑战;四是目前从银行利率管制受益的国企、地方政府等,在利率市场化之后,要承担更高的融资成本,国企失去低成本的融资后,经营压力将大幅增加,而地方政府的债务负担加重,这可能会导致银行不敢放贷情况的出现。

**中国证券报:**如何看待民营资本进入银行业?

**刘胜军:**美国有7000多家银行,中国只有200多家。中国的银行不仅数量少,而且结构不合理。我国有大量的融资需求未满足,P2P、影子银行承担的功能等完全可以由大量正规的民营银行来完成,实现竞争充分,通过正规渠道来满足。

在银行业现有格局下,每年新批几家银行意义不大,短期内新成立的民营银行生存空间不大,但我很看好阿里和腾讯发起的银行,因为它们已经具备相当惊人的用户基础,再加上超级创新能力,想象空间很大。

建议对民营银行不要实行审批制,而是设定一定的准入标准,建立银行业的公平、透明的进入准则,实现优胜劣汰。比如,要求民营银行成立必须具有一定的规模,对注册资本金有要求;对发起人股东资格有要求,要求不能有处罚记录;对股权架构有要求,一家民营企业控股一家银行存在风险,股权分散化有要求,股东之间才能实现有效制约;要求一定的管理标准,银行行长要具有相应的任职资格,还要对风控体系形成一定标准。

## 记者手记

## 胜军面对面

□本报记者 万晶

微微秋雨,草木青葱伴着缓缓流水,在上海陆家嘴高楼林立的繁华掩映下,竟有如此静谧的一角,中欧陆家嘴国际金融研究院便坐落于此。推开厚重的大门,一股浓郁的学术气息扑面而来。二楼工作区的一角是数排书架,研究员们伏案于旁、心无旁骛;在一侧简洁而敞亮的会议室里,执行副院长刘胜军博士与中国证券报记者面对面而坐,侃侃而谈。

刘胜军博士研究著述颇多,对宏观经济形势、经济改革、金融体系改革及金融创新有独到见解,而专访的主题集中在市场最为关注的中小企业融资难题与金融体系改革。

提及年中应邀出席国务院总理李克强主持召开的经济形势座谈会,并做专题发言,刘胜军语气淡然,让他感兴趣的还是自己研究领域的诸多话题。当记者首先问及本周市场传闻的央行启用新型货币政策工具SLF,对此深有研究的他马上来了兴致。他认为,对五大银行投放SLF的做法类似定向降准,但操作手法不同,是在避免大规模放水与微调之间寻得平衡。但他对微刺激和定向调控的效果始终持保留态度,并不认为这是改变实体经济困难的根本办法。

最有效的方法是大规模减税,减免企业所得税和个人所得税。”当刘胜军为中国经济摆脱困境开出自己的药方时,记者的确有种茅塞顿开的感觉。众多专家纠结于货币政策放松的尺度、如何刺激增长,他的建议却看出问题所在而直抵根源:企业要提高盈利能力,必须化解行业的产能过剩,化解产能过剩就得靠消费,要提高消费能力必须得大幅减税。

谈及当前是否应降息,刘胜军情绪略有激动,因为利率市场化、打破利率双轨制一直是他所呼吁的。刘胜军不愿参与争论是否降息,但这不妨碍他亮出自己的观点——降息完全没有必要,银行的利率不是太高而是太低,影子银行与银行之间的利率鸿沟导致了融资的不平等,加剧了中小企业的融资难。

在整个专访中,刘胜军重点解释了破除利率双轨制的必要性、利率市场化改革的可行步骤。利率市场化这一名词,虽然常见于媒体报道与学术著作中,但刘胜军的难得之处在于将复杂的理论给予通俗的解释,更好地呈现给普通读者。他解释,银行贷款利率为5%至10%,是被低估的利率,国企与地方政府可以方便地获得,且存在过度需求,而大量民营企业不得不以高利率从影子银行系统融资,这一利率平均达到18%,影子银行的高利率使得实体经济难以承受。

金融改革与创新是刘胜军的主要研究领域,近年他对于互联网金融、民营金融产生浓厚兴趣,对互联网金融得以独立成长,刘胜军认为是突破金融管制的创新,为民营资本进入金融领域提供了平台。对于互联网公司做金融的种种优势,刘胜军如数家珍,他格外看重互联网公司的创新能力、灵活能力以及注重客户体验的特性。在他看来,传统银行市场份额的下降应是常态,金融市场应该呈现多种业态、多种产品并存的竞争局面。

两个多小时的专访,刘胜军的观点独特而严谨,引发了记者长久的思考,对利率市场化理解更为深刻,对金融体系改革也增添了期待。

## 金融体系需全面改革

**中国证券报:**中国经济进入改革转型期,您认为金融体系需要进行哪些大的改革?对整个投融资体系改革有哪些建议?

**刘胜军:**金融领域的主要问题是过度管制导致的金融压抑和金融资源配置效率的低下。目前金融领域已积累了较大金融风险,应抓紧推动金融市场化改革。其重点包括三个部分:一是推进利率市场化,消除价格扭曲和利率双轨制,这是整个金融改革的核心。由于银行贷款利率较低,成为价格被低估的稀缺商品,国企和地方政府能够很容易地获得价格低估的贷款,对于贷款产生过度需求,真正需要贷款的中小企业反而无法获得银行贷款。二是打破银行的行政垄断,允许民资进入银行业,不应该对民营银行成立实行审批制、额度制,应该明确进入标准,让民营银行进以市场化的方式进行。三是IPO注册制改革,让市场的力量取代行政审批。

对整个投融资体制改革而言,我的建议是:一是减少政府直接投资,更多运用市场的力量,应由政府进行规划,引导市场力量进行投资;二是打破一些行业的行政垄断,对部分行业实行牌照拍卖,对所有制一视同仁,改善投资质量;三是

减少政府部门对投资项目的审批,减少行政壁垒,减少国企与民企的不公平竞争,让市场机制来配置资源;四是要减少对企业融资的限制,让融资成为一种企业的基本权利和自由。

**中国证券报:**利率双轨制对实体经济造成了何种影响?如何缩小影子银行利率与商业银行利率之间的差距?

**刘胜军:**长期存在的“金融压抑”,突出表现为利率管制。银行利率过低,意味着存款人补贴借款人,鼓励了企业从银行借款、过度负债的冲动。在现有的金融体制下,已经出现了“利率双轨制”:国企与地方政府可以以较低的利率(5%—10%)获得银行贷款,而大量民营企业不得不以高利率从影子银行系统融资,地方融资平台债务风险与影子银行的急速膨胀,已经成为威胁金融稳定的重要因素。

货币超发与融资难并存的奇特现象,表明金融体系的资源配置效率低下。一方面是大量的资金没有好的投资去向,另一方面是中小企业无处融资。问题的关键就在于,作为资金流通中介的金融体系存在梗阻、扭曲与错配。金融体系的竞争不够充分、创新能力低下、交易成本太高、所有制歧视显著。

利率双轨制的形成,根源于金融权利的不平等,而金融权利的不平等又来自于金融体系的过度管制,特别是利率管制和所有制歧视,需要加快利率市场化步伐、鼓励民营银行发展、鼓励加大金融创新。

**中国证券报:**利率市场化应当分哪些步骤实现?目前还存在哪些现实困难?

**刘胜军:**利率市场化是实现“让市场机制发挥决定性作用”的必要举措。利率市场化是金融改革的中心环节,我建议第一步应抓紧推动存款保险制度的建立,建立金融机构市场化的退出机制。事实上,存款保险制度已经在推进的过程中。

实施利率市场化过程中,如何引导利率是个问题。我国还没有形成好的利率、收益率曲线,也没有好的基准利率,SHIBOR(上海银行间同业拆借利率)虽然具有一定参考性,但还没有这么高的市场地位。如何实现货币政策意图,引导基准利率还需要时间和经验来积累。

此外,利率市场化的前提是市场主体是理性的,而我国市场主体中的国企、地方政府是缺乏预算硬约束的,地方政府官员的任期原因,导致对利率高低敏感度差。国有银行存在政企不分的

情况,有时会因为政治目标而做出不利于银行经营的贷款行为。如果市场参与的主体没有改观,利率市场化或许难以起到理想效果。建议在推进利率市场化的同时,国有企业应改善经营管理方式,地方政府应重视财政预算的约束力,国有银行也要减少不理性行为。

**中国证券报:**利率市场化是大势所趋,实施利率市场化会对各类市场主体带来哪些风险和挑战?

**刘胜军:**我认为会带来四方面的挑战:一是实行存款保险制度,比如存款保险以50万元为上限,可能会引发存款竞争,储户会分散存款,将大额存款放到大银行,将对中小银行形成冲击;

二是对利率市场化之后的金融创新、竞争压力和利率波动管理能力的考验,存款利率突然升高可能会让管理能力不强的银行出现亏损,这需要时间来适应;三是利率市场化之后,如何形成央行能有效调控的基准利率,这是对宏观调控能力的挑战;四是目前从银行利率管制受益的国企、地方政府等,在利率市场化之后,要承担更高的融资成本,国企失去低成本的融资后,经营压力将大幅增加,而地方政府的债务负担加重,这可能会导致银行不敢放贷情况的出现。

## 民营银行不要实行审批制

**中国证券报:**近两年,互联网金融给金融业带来巨大变化,对传统金融业产生冲击,请谈谈互联网金融的前景?传统金融业尤其是银行业应如何转型和创新?

**刘胜军:**中国的互联网金融本身就是金融压抑的结果,因为有大量的中小企业融资需求未得到满足,同时我国的银行体系对民营资本开放程度很低,互联网金融本质上是民营金融。民营资本本来就想做金融,互联网金融只是提供了技术上的满足,提供了突破金融管制的机会。

互联网金融具有自身的优势:物理成本低,传统银行要有办公大楼和大量营业网点;互联网公司高度关注客户体验,有灵活创新能力;互联网企业可以做传统银行无法覆盖的业务,如小微企业的融资需求,可以通过大数据分析出小微企业的信用状况。

银行业的改革与转型是不可避免的,互联网金融的冲击可以抵挡但无法扼杀。银行一方面应该积极拥抱互联网革命,用互联网的技术和思维来改造传统的银行业务;另一方面银行业要提升竞争质量,特别是要引入更多的民营银行,以竞

争倒逼创新和转型。此外,国有银行体制改革仍是棋至中盘,需要进一步改变政企不分的问题,让银行的管理层选聘与任免、激励与考核实现真正市场化。

利率市场化会导致银行成本上升,但银行不应该排斥互联网改造,完全可以利用互联网,比如撤销部分网点专注技术投入,改善网站功能,改善客户体验。不过,中国的银行再怎么变,也不可能像互联网公司一样,利率一旦实现市场化,银行的劣势反而没有那么明显,比如余额宝的回报率下降之后,增速很快就放缓。银行本身原来有很大的存量规模,不像互联网公司是完全的轻装上阵,可以把利率市场化做得很彻底。

短期内银行还会面临一定的竞争压力,市场份额可能还会下降,这是正常现象,美国的银行业资产占GDP的比重是100%,我国则是250%,银行在经济中的地位和作用太大。应该让证券市场和各种金融产品分流银行的资金,这是大势所趋。

**中国证券报:**对互联网金融,有人强调风险与

监管,有人则看到创新与机遇。您又是如何看待?

**刘胜军:**互联网金融的本质有三点:一是利率市场化,二是金融创新,三是打破金融的国有垄断。互联网金融已经成为中国金融市场化改革的重要“正能量”,但是金融有风险,互联网金融也不例外。我们在鼓励互联网金融的同时,也支持适度的金融监管,提高透明度、引导合理竞争,防范系统性风险。

我认为,类似余额宝之类互联网金融产品风险较小,互联网只是一个平台,本质是货币基金,投向银行的协议存款,除非出现银行违约,风险是可控的。另一方面,互联网金融的技术风险不宜夸大,阿里巴巴、腾讯等大公司有动力也有能力解决技术漏洞,出现技术风险概率较低。

不过,互联网金融中的P2P存有大量欺诈,

风险较大,目前也存在监管缺位,P2P行业应设定一定的准入标准,还需要明确P2P的投向,防止出现长融短配、非法集资等情况,应该让P2P成为纯粹的中介平台。P2P的风险防范,可以由有实力的机构提供担保,按一定比例计提风险准备金,更重要的是增加透明度,核查借款客户情况,公开客户管理情况和交易记录。

**中国证券报:**怎么看待民营资本进入银行业?

**刘胜军:**美国有7000多家银行,中国只有200多家。中国的银行不仅数量少,而且结构不合理。我国有大量的融资需求未满足,P2P、影子银行承担的功能等完全可以由大量正规的民营银行来完成,实现竞争充分,通过正规渠道来满足。

在银行业现有格局下,每年新批几家银行意义不大,短期内新成立的民营银行生存空间不大,但我很看好阿里和腾讯发起的银行,因为它们已经具备相当惊人的用户基础,再加上超级创新能力,想象空间很大。

建议对民营银行不要实行审批制,而是设定一定的准入标准,建立银行业的公平、透明的进入准则,实现优胜劣汰。