

■ 高端视野

- 货币政策调控方式是否明显改变，包括运用存贷款基准利率和行政管控新增贷款的状况是否已经消解，人民银行是否已经主要依靠运用利率政策、汇率政策等符合市场机制要求的间接调控手段来实现货币政策目标，货币政策与财政政策的协调程度是否明显提高，宏观审慎监管政策体系是否形成等。
- 金融体系改革提高效率方面的衡量标准，不能以商业银行等金融机构的营业收入水平、业绩水平（如利润水平）等经济指标是否提高为标准，而应以实体经济部门的经济效率为标准。



衡量金融体系改革成效的十个标准

□中国社科院金融研究所所长 王国刚

金融体系是以金融产品交易为基础的由金融制度、金融机制、金融市场、金融机构和金融监管等构成的有机系统。金融体系改革是指，直接涉及到金融体系内各个方面体制机制转变和金融发展方式转变的具有总体性质的改革。毫无疑问，金融体系改革的措施，不是指金融领域中的某个单项改革，而是指具有“牵一发动全身”的重大改革，它具有明显的方向性、战略性和全局性。金融体系改革是否成功可以从不同角度进行衡量判断，从金融角度看，主要的衡量标准可以考虑包括如下十方面内容。

其一，货币政策调控方式是否有了明显改变？其中包括：运用存贷款基准利率和行政管控新增贷款的状况是否已经消解，人民银行是否已经主要依靠运用利率政策、汇率政策等符合市场机制要求的间接调控手段来实现货币政策目标，货币政策与财政政策的协调程度是否明显提高，宏观审慎监管政策体系是否形成等。

其二，金融体系运行是否有效降低实体经济的融资成本，同时提高了各类资金供给者的金融资产收入水平？应当清醒地认识到，金融体系改革提高效率方面的衡量标准，不能以商业银行等金融机构的营业收入水平、业绩水平（如利润水平）等经济指标是否提高为标准，而应以实体经济部门的经济效率为标准。

具体来看，一是，应有效降低实体企业融资成本，不仅包括有效降低大中型实体企业的融资成本，而且应当包括有效缓解小微企业的融资难（包括融资渠道窄、融资数量少和融资成本高）问题，从而使实体企业的融资渠道明显拓宽。具体指标的判别是：在实体企业融资总量中贷款所占比重明显降低，小微企业占贷款余额的比重明显提高等。二是，有效提高城乡居民的金融资产收入水平，以能否有效提高实体企业和城乡居民进入金融市场的程度为前提。例如，公司债券直接向实体企业和城

关键之年看新常态下的改革走向

2015年是全面深化改革的关键之年

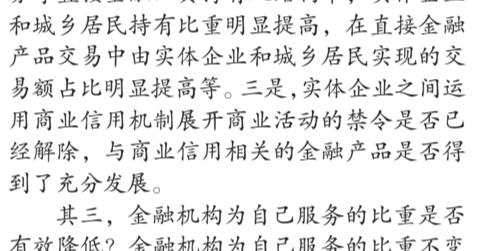
中央经济工作会议要求加快推进改革开放，敢于啃硬骨头，敢于涉险滩，敢于过深水区，加快推进经济体制改革

- 深化行政审批制度改革
- 加快项目核准制度改革
- 深化投融资体制改革
- 加快推进价格改革

明年有哪些改革重点？

- 从明年看，国内需求总体偏弱，经济下行压力加大
- 化解过剩产能任务艰巨，结构调整阵痛显现
- 企业生产经营困难加剧，新的增长点还有待于进一步培育，创新驱动亟待破题
- 房地产市场、地方政府性债务、影子银行等潜在风险加大

新华社记者 崔莹 编制



乡居民发行的比重明显提高，从而在公司债券等直接金融工具持有人结构中，实体企业和城乡居民持有比重明显提高，在直接金融产品交易中由实体企业和城乡居民实现的交易额占比明显提高等。三是，实体企业之间运用商业信用机制展开商业活动的禁令是否已经解除，与商业信用相关的金融产品是否得到了充分发展。

其三，金融机构为自己服务的比重是否有效降低？金融机构为自己服务的比重不变或上升意味着，实体经济部门为金融服务支付了更多成本，商业银行等金融机构在金融资源配置中的卖方垄断格局没有打破，金融机构为自己服务的比重继续上升，这不是金融体系改革应有的结果。

其四，存贷款余额的增长率是否有效降低？与此对应，运用银行信用再创造货币的机制是否减弱？其中包括：商业银行等金融机构的业务收入结构是否有了明显变化，非生息收入比重是否明显提高；商业银行等金融机构介入金融市场服务的程度是否明显提高；金融产品创新是否明显增加等。

其五，普惠金融是否得到了充分发展？其中包括：支持服务地方小型金融机构发展、大力发展小额信贷、鼓励金融创新、鼓励互联网金融发展、不断扩大金融服务的覆盖面和渗透率、优化小微企业金融服务生态环境、加强消费者保护等内容。

其六，多层次债券市场体系是否已经形成？其中包括：公司债券发行的注册制是否已

经实现，在此基础上，备案制是否已有明确的制度保障；债券交易的无形市场（包括利用互联网进行公司债券交易）是否已经建立；国债发行的期限结构是否已包含短中长各期、规模是否已对金融产品的价格形成有着市场基准的影响力；国债交易是否已形成无形市场，在此基础上，国债收益率曲线是否已经完善从而能够发挥市场基准的作用等。

其七，以交易规则不同为划分标准的多层次股票市场体系是否建立？其中包括：股票发行注册制是否已经实现，股票发行市场和股票交易市场是否已经分离（分离的标志是，它们按照不同的规则分别展开运作）；是否已经建立了以证券公司网络系统为平台、以经纪人为核心的新层次股票市场；是否健全了做市商机制，以维护股市投资者权益，证券公司的客户群是否已形成等。

其八，人民币资本项目可兑换步伐是否加快？其中包括：转变跨境资本流动的管理方式是否已经实施，是否更加便利地落实实体企业的走出去”战略？资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度等是否已取得明显进展？宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系是否已经建立和完善等。

其九，市场化的风险处置机制是否已经形成？其中包括：存款保险制度是否已经建立、商业性保险制度是否完善、金融机构退出机制是否形成等。

其十，金融监管体系和机制是否完善？其中包括：金融监管部门的权力清单（或金融监管的负面清单）是否已经形成；金融监管重心是否已转移到以功能监管为主；金融监管部门之间的监管举措是否协调从而监管合力是否形成；金融监管举措与货币政策调控机制要求之间是否协调；是否建立了防范和化解系统性风险、区域性风险和大而不倒等机制。

需要强调的是，上述金融体系改革的衡量判别的标准只是基于现阶段提出的一些设想，因此是初步的粗浅的，随着相关研究探讨的深化和实践的深化，这些衡量判别标准不仅将更加具体化，而且将发生新的调整。

万达IPO标志商业地产进入存量时代

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

中国最大、世界第二商业地产企业——万达商业地产将登陆资本市场。万达上市可谓“十年磨一剑”：2005年，万达想打包10亿美元的核心物业，通过房地产信托投资基金（REITs）在国际资本市场融资，但因国家严格限制外资收购国内物业而搁浅；2007年，万达意欲在A股上市，但2008年的金融危机让这一计划再次搁浅；2009年，万达第三次申请内地上市，但随后的楼市调控让万达又一次梦断资本市场。

万达的不懈努力终成正果，但此时的房产已经是“夕阳无限好，只是近黄昏”。楼市供求格局已发生扭转，大周期下行已经开启。一方面，商业地产从2012年就开始出现供应大于吸纳的情况，写字楼、酒店、购物中心等都出现同质化、供应过剩，国际资本市场能否给予万达理想的估值不容乐观；另一方面，住宅进入供应过剩的阶段后，万达最核心的竞争力，即以高利润的住宅销售来弥补物业持有对于现金流的占用的“万达模式”是否还能“玩得转”，也是一个问号。

但对于万达来讲，如果再一次错过资本市场，就不仅是能否延续过去经营模式的问题，而是紧绷的资金链可能断裂的存亡问题。由于商业地产培育期长，期初现金流贡献少，“三费”（经营费用、管理费用和财务费用）太高，一般需要借助于私募、REITs和ABS等证券化来解决持有型商业地产的现金流压力。但是，我国地产金融发展滞后，再加上调控对地产融资的限制，内地开发商很少大规模持有经营性物业。

短短20多年内，万达便以1473万平米的持有面积成为国内最大的不动产商，甚至将港资老牌持有型企业新鸿基和恒隆甩在后面。而且，万达的项目大多在二三线和三四线城市，培育期更长，现金流压力更大。万达的秘诀就在于，以万达影院、万达百货和跟随万达的品牌连锁为核心的综合城市综合体（万达广场）到哪里都是新地标。因此，万达可以从地方政府获得规模化、低成本的土地储备。

低价和随行就市的高房价为万达带来了非常可观的毛利率（60%左右），其住宅销售也带来了持有型商业占用的现金流，也为培育期顺利过渡挪出时间。同时，万达以大型住宅区培育人气，以新地标和万达特有的院线、百货和跟随品牌集聚人气，解决了二三线、三四线城市新商圈氛围培育艰难、人气不足造成的空置。

但是，随着住房供求格局逆转、住宅销售大周期下行、建筑安装成本刚性上升，以及商业地产供应过剩让租金前景蒙上阴影，万达持有型商业地产现金流压力开始显现。销售和租赁物业带来的经营现金流从2011年的359亿元下降到2014年上半年的89亿元。为此，万达不得不借助于高杠杆的抵押债务融资，银行贷款从2011年的359亿元上升至2014年上半年的615亿元。由于持有物业对于现金流的占用还在增加，融资高成本、高杠杆、期限错配让万达资金链压力越来越大，转向资本市场融资已经刻不容缓。

尽管房地产大周期下行，商业地产项目培育期较长，万达管理团队的物业经营和资产管理能力还有待提高，但在过去房价总体上升的背景下，前期项目低价会带来可观的物业重估收益。而且，重估收益会随着物业管理的完善而不断增加。更为重要的是，相比其他“散售型”商业项目，万达持有型物业在创造城市新商圈上的效应是最好的，集聚商业氛围和实现物业增值的前景相当可观。目前，尽管国内商业地产过剩，但真正具有物业运营能力的商业地产项目很少，多数都是以“散售”而获得短期收益的“一锤子买卖”。因此，只有万达真正在培育和经营商业，特别是在二三线、三四线城市，其集聚商业气氛、带动城市功能调整、服务业发展的努力，是其他投资商业地产的开发商所无法比拟的。

在新型城镇化大背景下，人口、产业、资金向城市集中和集聚是大趋势，服务业发展也是大趋势，居民对于满足城市现代生活的商业综合体的需求与日俱增。从这个角度来看，万达致力于成为持有型物业企业的努力，在探索持有型物业经营和管理模式上的努力，在探索人口和产业空间集聚效应上的努力，事实上是在为城镇化做铺垫、打前哨。尽管万达在部分二三线、三四线城市的项目有点超前开发，但也不过是“小孩子买了大衣服，迟早用得着”，这也意味着这些项目未来的增值前景是值得看好的。

对于此次IPO，尽管传言万达为了解决资金压力，对于募集资金规模、发行价、均降低预期，但无论如何，我们不能忽视国际资本市场融资给万达乃至内地整个商业地产所带来的经营模式模式上的变化。从国际经验看，无论是私募、信托，还是REITs和ABS，它们不仅是供给商业地产现金流“血液”利器，更能为商业地产项目注入最好的资产经营管理体系，包含硬件配置、品牌搭配、物业管理、经营定位、招商资源等，这也是万达目前最为欠缺的。

因此，万达在国际市场上实现IPO是一个划时代的事件。对于万达而言，将从过去的跑马圈地、快速周转向资产管理、物业运营转变，从物业开发型房地产企业向物业持有型资产管理企业转变。对房地产行业而言，万达IPO正式标志着我国商业地产告别增量时代和同质化竞争时代，从而进入存量时代。商业地产整体将从开发向利用存量转变；从追求地价上涨的短期收益，向重视管理和经营带来的长期租金收益转变。

2015 货币调控需相机抉择

□国家行政学院进修部 陈炳才

货币政策要有力度不同，货币政策松紧要适度。“度”就是标准、规则、依据，也就是说，松、紧要有标准、依据和规则，于法有据，不随便出台超越法律法规的政策，不是简单地在总量上或松或紧，这就是适度。

既然是稳健的货币政策，为什么又提出注重“松紧适度”？这意味着宏观经济形势存在不确定性，稳健货币政策既有趋紧也有趋松的两种可能和选择。首先看对世界经济形势的分析和判断，决策层的判断是，明年世界经济可能会略有回升，表明并不完全肯定，对回升的程度用了“略”，而不是缓慢、逐渐等；其次，对国内经济增长分析，特别提出“主动适应经济发展新常态，保持经济运行在合理区间”，这说明经济增长将保持中高速度，需要付出很大努力，而且不确定因素较多。当经济下行超出区间时，是否要加大投资，降低存款准备金率，降幅应该多大？是按照0.5%的比例下调存款准备金比率，还是按照规模需求考虑降低的比率，值得考虑。经济下行压力下，如果一次降低0.5%以上，可以认为货币政策稳中趋松；而在0.5%以下比如每次0.25%，可以认为“松”中有“紧”。

当然，在总体情况看，我国明年要保持经济增长保持中高速度，需要付出很大努力，而且不确定因素较多。当经济下行超出区间时，是否要加大投资，降低存款准备金率，降幅应该多大？是按照0.5%的比例下调存款准备金比率，还是按照规模需求考虑降低的比率，值得考虑。经济下行压力下，如果一次降低0.5%以上，可以认为货币政策稳中趋松；而在0.5%以下比如每次0.25%，可以认为“松”中有“紧”。

既然是稳健的货币政策，既强调松紧，也强调适度。目前货币政策工具包括货币供应量、信贷规模、存款准备金、利率、存贷比和口径调整、央行政策、再贷款、拆借市场利率、汇率等。这些工具使用的方式和方向、规模或水平调整，显示出货币政策

体增速下行，2015年需求因素不会拉动能源、大宗商品和工业品价格上涨。考虑到供求和改革等因素，我国明年消费物价上半年可能为负增长，下半年可能维持零增长或略有提高，全年消费物价不会超过0.5%，甚至为负。但消费物价下行到什么程度，下半年是否会产变化，尤其是美国退出量化宽松货币政策后的利率趋向，都与我国利率调整关系密切。如果上半年消费物价为负，存款利率应该有两次下调机会，这就是“松”的表现，但为了避免“松”带来的问题；如果不直接降低利率，而是推进存款利率市场化，让市场自身降低利率，利率降低市场未必是“松”。

从总体情况看，我国明年要保持经济增长保持中高速度，需要付出很大努力，而且不确定因素较多。当经济下行超出区间时，是否要加大投资，降低存款准备金率，降幅应该多大？是按照0.5%的比例下调存款准备金比率，还是按照规模需求考虑降低的比率，值得考虑。经济下行压力下，如果一次降低0.5%以上，可以认为货币政策稳中趋松；而在0.5%以下比如每次0.25%，可以认为“松”中有“紧”。当然，在降低存款准备金率的同时，如果附加一些条件要求，或者面向特定的机构、产业、地区金融机构，那也是“松紧有度”的具体表现。

金融危机以来，我国出口年均增加不超过1600—1700亿美元，如此规模意味着今后出口增速不会很高，难以超越经济增速，甚至远低于经济增长。在出口增速下行情况下，人民币汇率是否贬值，也将体现为货币政策的松紧。如果让汇率贬值，可能面临来自美国、欧洲乃至发展中国家的压力，而且会导致更多的反补贴、反倾销调查等，出口未必能够增加；如果人民币汇率升值，很多小微企业难以承受，外贸下滑压力更大，但贸易顺差未必减少。如果能够通过人民币汇率的稳定乃至适度升值促进企业出口转型升级，淘汰一批效益不好、产能过剩企业，可能有利于货币政策的“松”。因为汇率升值可以促进资本流入，有利于外汇占款增加，会增加市场流动性，货币政策自然会“松”，这就是“松紧”巧妙结合；相反，汇率贬值，外汇占款少，市场流动性缩减，货币政策因为汇率贬值而导致流动性紧，反而不利于保增长。

总之，2015年国际国内经济环境比较复杂，稳健的货币政策需要相机抉择。根据物价形势和国际国内经济态势，预计2015年实际货币供应量可能在10%左右。随着产能过剩行业利润好转，信贷规模或出现局部扩张，而部分区域由于房地产、地方债务、担保资金链条断裂等，局部地区也可能出现信贷收缩。

应当指出，金融市场的诸多风险正逐渐累

积，稳健货币采取什么样的政策工具以及工具使用的力度、频率，都需要多方考虑，防止货币政策调整带来股市、债市价格剧烈波动，防止银行信贷收缩导致资金链条断裂风险。

在改革和转型升级大背景下，货币政策要保持公平、正义，完善治理体系，提高治理能力，强化市场机制，加强监督，严格控制银行信贷资金流入股市、债市，推动理财资金进入股市、债市的制度建设。货币政策的制度建设和完善是稳健货币政策的制度保障，也是“适度”的具体表现。

中证资本市场运行统计监测中心有限责任公司招聘启事

职责及任职要求请登录中证资本市场运行统计监测中心有限责任公司官方网站（www.cmsmc.cn）在线招聘模块查询。

同时，欢迎专业符合的2015年应届生积极报考统计类-宏观统计岗（硕士）、创新业务统计岗（硕士）、统计数据岗（本科以上）、研究分析类-分析研究岗（硕士以上）、数据挖掘岗（硕士以上）、技术开发类-应用系统设计开发岗（硕士）等6个岗位。

二、报名方式

1、简历投递时间：即日起至2014年12月29日

2、报名方式：请点击在线招聘系统，注册用户后，按照要求在线填写简历申请相关职位。

3、结果查询：笔试资格及时间安排请于2015年1月6日至1月9日期间登录招聘模块查询。获得笔试资格人员需登陆报名系统下载打印准考证。面试资格及时间安排通过电话及邮件等方式通知，谢绝来电、来访。

真诚欢迎国内外有志于中国资本市场统计分析和系统性风险监测工作的人才报名！