

■ 高端视野

让债券回归直接金融 让金融回归实体经济

□中国社科院金融研究所所长 王国刚

2014年金改三大举措

2014年全面深化金融改革的主要措施表现在以下几个方面。

第一，货币政策调控的针对性和灵活性明显增强。为了支持实体经济发展，2014年国务院出台了一系列降低企业融资成本、缓解流动性不足的措施，在此背景下，央行密切关注经济和金融运行的动态，在坚持稳健的货币政策总基调条件下，先后采取了两次定向降准和多次运用常备借贷便利的措施（同时将常备借贷便利从1-3个月的短期向3年的中期扩展），及时调控流动性，有效缓解了流动性紧张的状况，提高了货币政策操作的灵活性。2014年7-8月间，实体企业的短期贷款净减少3046亿元和金融运行中流动性吃紧状况加重，使2013年“6·20”事件再度发生的可能性大大提高。有鉴于此，央行紧急出手，释放出了5000亿元的中期常备借贷便利，保证了经济和金融运行的平稳。

第二，金融市场价格浮动空间进一步扩大。2014年3月17日起，人民币与美元的汇率浮动区间由每日的1%扩大到2%，由此，人民币汇价形成中市场机制发挥的作用空间进一步扩大，受各种供求因素（包括美国退出量化宽松、美元升值和国际贸易条件变化、国际资本流动等）影响，与2013年相比，人民币汇价的双向波动幅度有所扩大。2014年11月22日，根据经济运行状况的要求，继2012年7月以后，再次下调了人民币存贷款基准利率，且选择了非对称调整的方式，不仅为降低实体企业的贷款融资成本创造了条件，而且扩大了各家存贷款金融机构在吸收存款方面的差别利率水平，提高了它们在存款定价方面的竞争程度。在一系列改革措施逐步落实到位的背景下，从7月下旬开始，A股市场的交易价格持续走高，上证指数从2200点左右上行到3400点左右，日成交金额最高突破1万亿元（超过了1996年A股全年总成交金额），创下了全球股市有史以来的单日交易金额新高。

第三，按照建立负面清单的要求，取消或公开行政审批事项。2014年2月19日，中国人民银行公开了行政审批事项目录，将行政审批事项界定在21项以内。继2013年11月14日，中国银监会对外公布修订后的《外资商业银行行政许可事项实施办法》，取消中资商业银行开办证券投资基金管理业务和合格境外机构投资者境内证券投资托管业务行政审批等事项之后，2014年6月23日，中国银监会又发布了《关于推进简政放权改进市场准入工作有关事项的通知》，变“机构筹建延期和开业延期审批”等7项行政审批为报告制管理。2014年2月18日，在前期工作的基础上，中国



2014年，国务院及相关部门出台了一系列措施，积极推进金融改革全面深化。但也需要清醒地看到，金融改革是一项艰巨复杂的系统工程，今后的任务更加艰巨，金融体系全面深化改革依然任重道远。

证监会再次取消了3项行政审批事项，同时，公布了尚存的63项行政审批事项目录，并计划在未来3年内再取消18项行政审批事项。2014年2月27日，中国保监会出台了《关于取消行政审批项目的通知》，取消行政审批事项2项，并公布了尚存的行政审批事项。这一系列行政审批事项的取消和公开，都表明了金融监管部门贯彻十八届三中全会“决定”的总取向，提高了市场机制在配置金融资源方面的决定性作用程度。

此外，也还有诸多可圈可点的金融改革措施出台，其中包括存款保险制度的征求意见、银监会对建立民营银行的支持、证监会对股权投资市场的支持和保监会在巨灾保险方面的推进等。

以金融脱媒推进金改

也需要清醒地看到，金融改革是一项艰巨复杂的系统工程。由于各种金融产品之间存在的替代性和互补性程度远高于实体经济产品，货币政策调控机制转变、商业银行等金融机构业务转型、资本市场机制调整、保险体制深化改革、资产管理回位信托机制、担保机制到位和金融租赁“三队”合一等相互关联相互制约，同时金融覆盖经济社会各个方面，影响力远大于一个具体实体产业部门，所以，金融改革具有很强的“牵一发而动全身”的效应。这既意味着深化金融改革的难度大于实体经济部门，也意味着深化金融改革的紧迫程度重于实体经济部门。2014年是全面深化金融改革的开局之年，它虽然迈出了第一步，但今后的任务更加艰巨，因此依然任重道远。

信用关系是金融运作的基本机制。信用关系，在最基本的含义上，是指在彼此信任的基础上有条件地使用（或让渡）某种物品（或资源）所达成的契约关系和履行该契约的过程。从18世纪以来的300多年历史看，发达国家的金融信用依此沿着商业信用、银行信用和市

场信用的脉络而发展，如今它们的金融体系已是由这三种金融信用类型协同共存所构成。与此相比，中国的金融体系迄今依然以单一的银行信用为特征。银行信用建立在存贷款机制基础上，通过存款创造贷款，贷款创造存款的程序以持续膨胀的“货币乘数”方式不断再创造出巨额债务性资金，引致经济金融运行中的杠杆率非但居高不下而且愈加严重。从1999-2014年的15年间，中国的货币乘数持续快速提高。到2014年9月，中国的货币乘数已达20.43倍，远高于各个发达国家。另一方面，银行信用以商业银行等金融机构运作为基本点。在资金供给者和资金需求者均缺乏其他金融产品选择的条件下，商业银行等存贷款金融机构借助卖方垄断地位，以最低的价格（利率，下同）获得存款资金，再以最昂贵的价格将这些资金贷放给实体企业，由此获得巨额营业收益。2014年，M2-M0的数额达到1168115.28亿元，如果按照1年期存款基准利率和1年期贷款基准利率的利差3个百分点计算，商业银行等存贷款金融机构可获得利差收入为3.5万亿元，比2013年底的1047950.54亿元存款的利差收入增加了3000多亿元。如果将活期存款利率（即0.35%）纳入其中计算，则商业银行等存贷款金融机构获得利差收入将更加突出。

2012年以后，国务院就不断强调要降低实体经济融资成本、降低金融为自己服务的比重，为此采取了一系列措施。但两年过去了，经济金融运行中的实体经济融资成本不但没有降低反而继续大幅上升，金融为自己服务的比重不但没有减少反而继续扩展。究其主要成因，中国的金融资源主要由商业银行等存贷款金融机构配置，它们按照自己的意向和运作机理展开经营运作。在新增贷款规模受到行政管控之后，运用各种理财产品机制，通过银信合作、银证合作等一系列“银行的影子”通道，层层加码，结果既提高了实体经济获得资金的成本又提高了金融为自己服务的比重。

十八届三中全会“决定”强调，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。对中国金融体系改革来说，这不仅要求处理好“政府与市场的关系”，而且要改变由商业银行等存贷款金融机构在配置金融资源中起决定性作用的间接金融为主格局，使金融回归实体经济，建立由金融市场决定金融资源配置的新体系。2014年12月11日的中央经济工作会议公报中强调，中国经济发展已进入新常态，要围绕解决发展面临的突出问题推进改革，推出既具有年度特点、又有利于长远制度安排的改革举措，继续抓好各项改革方案制定。

从金融实践来看，金融回归实体经济的一个较好的突破口是，使债券（尤其是公司债券）回归直接金融，通过金融脱媒机制推进金融体系改革深化。在公司债券回归直接金融的背景下，实体企业可以通过发行公司债券从资金供给者（城乡居民和其他实体企业）手中获得资金，由此将打破简单受制于银行贷款的状况。由于公司债券利率高于存款利率低于贷款利率，这将提高资金供给者的资金运作收入水平，降低实体企业的融资成本，扭转实体企业融资成本持续上行的趋势，以及金融为自己服务的比重持续提高的趋势。在这种背景下，存贷款利率市场化将迈开真实步伐，商业银行等金融机构在存贷款业务量减少的背景下，将不得不展开经营运作业务的实质性转型。另一方面，对货币政策和金融监管来说，随着公司债券等直接金融工具的发展规模扩大，继续坚守机构监管的机制已缺乏实践根据的，变机构监管为主为功能监管为主就将成为必然趋势。

2015年，债券回归直接金融可能迈出实质性步伐。诸如地方政府债券、中央企业债券、上市公司债券和中央政府项目债券等直接面向城乡居民和实体企业发售，从而改变由商业银行等金融机构购买债券所造成的债券变为间接金融工具的状况，推进金融脱媒。这一改革将有效为存贷款利率市场化、央行货币政策调控机制转变、存款保险制度的实施、商业银行等存贷款金融机构业务转型、金融监管对象转换和资本市场的对内对外双向开放，创造有利的市场条件。

但通过金融脱媒机制，建立直接金融为主、三种金融信用类型同生共存的现代金融体系，是一个相对长的过程，不是一朝一夕所能完成的。即使从2015年开始计算，债券余额要达到能够与贷款余额大致可匹敌的数量规模，也需要10年以上的时间。在这个时间段中，也还有一系列因素影响着金融脱媒的进程，这决定了这种“滴水穿石”式的改革也不会一帆风顺，因此，还需要各方面的积极进取，以适应新常态，引领新常态。

房地产运行步入中期均衡

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

近期国家统计局发布的2014年房地产运行数据显示，房地产新开工的增速创1997年以来的最低值，2014年12月的开发投资更是出现有数据以来的第一次负增长。这不仅引起了市场对于2015年楼市运行不乐观的解读，而且部分业内机构提出了“投资失速”将冲击2015年“稳增长”的论调。笔者从我国存量住房供应情况、住房需求的总量和结构性变化等角度，分析未来我国房地产市场的演进，总体结论是，尽管增量房地产在长周期内将缓慢下行，但未来相当长的一段时期内，行业保持在高位水平上将是一个阶段性的中期均衡。

从2003年确立支柱地位开始，我国商品房销售面积从当年的3.2亿平方米上升到2013年的13.1亿平方米，10年的时间翻了4倍。随着人口红利，特别是适龄购房人口红利（24-45岁）趋势性下降，居民基本住房需求也基本解决，城镇化从过去平均1.4个百分点的高速增长转换到中速增长（年均约0.6个百分点），再加上待售（6亿平方米）及在建未售（45亿平方米）可以解决超过1.5亿人口的住房需求，未来难以维持过去动辄10亿平方米以上的销售规模。

目前，我国城镇家庭户均拥有住房达到1.02套，如果把小产权房、军产房、集资房、集体宿舍等没有被完全纳入的存量住房算在内，户均拥有的住房可能在1.1-1.2套。因此，我国已经告别住房大规模建设阶段，增量商品房市场长周期下行趋势已经开启。但是，长周期（20年以上）下行只是一个长期内、趋势性、不太成型的判断，在中期内，到底是呈现倒V型还是倒U型，或者是倒L型，还存在很大不确定性。

综合发达国家经验、我国存量住房供应现状、住房需求的潜力，以及国家对于房地产的政策等，笔者认为，未来在相当长的一段时期内，我国房地产将在高位的顶部徘徊，这可能将是至少保持20年的均衡。上世纪60年代至金融危机前的2007年，美国每年新建私人住宅套数大多数年份保持在160万套上下，相当于人均每年1平方米的新开工规模；上世纪90年代日本资产泡沫破灭后到2007年，住宅年均新开工面积为1.2亿平方米，按照其目前1.26亿左右的总人口计算，同样相当于人均每年1平方米的新开工量。

发达国家城镇化水平达到70%-80%，之所以新房开工依旧能够保持一定的量，主要在于新增家庭、迁居和改善带来的新增需求。与发达国家相比，我国城镇存量房屋供应的效率和质量较低。根据第六次人口普查的数据，存量住房中有30%的部分是上世纪80年代及更早之前“短缺经济”时代建造的，1/5的房屋缺少一项或多项必需的配套，存量住房确实存在改善的必要。

另外，人口结构也在向有利于改善性需求释放的方向变化。2015-2020年，中国25-34岁的人口（首次购房者集中的人群）将保持在2.4亿左右，占总人口的比例为17%，随后该年龄段人口数量和占比快速下滑。但2015-2035年，我国34-49岁的人口（改善型购房者集中的人群）在期间均达到3.1亿以上，占总人口的比例保持在23%的高位。这意味着，在未来20年，中国房地产改善性需求将爆发性增长。

当基本住房需求解决以后，改善型需求会接棒“首次购房需求”，这与基本生活需求解决后，老百姓在医疗保健、休闲度假等方面的需求爆发性增长是一个道理，这也是国家近期不断强调要促进住房消费升级的原因。因此，在我国人均GDP达到7000美元，各领域消费升级时代到来，改善性住房需求将会明显增长。而且，结合我国存量住房供应的现状，相比发达国家，未来改善住房需求在我国更加迫切。

过去10多年，购房人群以“70后”、“80后”为主，模仿式、排浪式是主要特征。未来，在住房消费升级的同时，“80后”、“90后”住房需求人群登场，占比将超过70%，个性化、定制化和差异化的住房需求将会异军突起。因此，过去规模扩张、复制图纸的供应模式，千篇一律的住房设计模式将不再适应市场需求，这为住房更新、新房开发带来了结构性机会。2013年以来，部分开发商积极拥抱互联网，在社区服务、电子商务、家装定制上，甚至是互联网住宅上的创新，深受买房人的欢迎，已经看出未来增量房地产的这种机会。

未来，新型城镇化的重点在于“三个一亿人”的城镇化上，即促进约1亿农业转移人口落户城镇，改造约1亿人居住的城镇棚户区和城中村，引导约1亿人在中西部地区就近城镇化”。非户籍常住人口落户城市以后，城市劳动、乡下消费”的模式将改变，消费也将实现彻底城市化，而首要的消费就是住房消费。棚户区改造和旧城改造已经启动，这既属于前面所阐述的改善住房的范畴，也属于将非户籍人口纳入住房保障的范畴，这是未来增量住房供应最有效的部分之一。1亿人就近城镇化，将会改变中西部城市（镇）住房库存压力大的局面，而且也将为夯实中西部城市（镇）人口和产业集聚的基础，为房地产行业未来发展奠定扎实的基础。

综上所述，考虑到住房供应的效果、改善性和个性化消费时代的到来、以“以人为本”城镇化带来的增量需求等；考虑到户籍人口为主的常规住房需求不会断崖式下滑，也会保持一定规模；考虑到行业的全局重要性，国家也会通过退出干预、资金支持（如棚户区改造）和消化待售库存（用作保障房或安置房）来保持行业不至于快速下滑。在未来相当长的一段时期内，我国城镇居民的住房需求仍将保持旺盛的态势，商品房消费基本会在高位的顶部徘徊，年均销售规模尽管会下滑，但保持在8-10亿平方米之间是大概率事件。如果销售能够保持这一高位水平，新开工和投资也就不会大幅度的下滑，投资失速不会发生，这将对“稳增长”战略会形成有力支撑。

卢布危机中外汇期货大显身手

□中金所外汇事业部 朱钧钧 李莹 刘道云

2014年6月以来，卢布持续贬值，特别进入12月以来，美元/卢布最高升至80.10，远远跌破了俄罗斯官方之前认为的1美元兑50卢布的汇率“生死线”，卢布危机爆发。卢布危机中，外汇远期市场的价差大幅增加，交易成本增长13倍，诸多外汇现货交易平台关闭卢布交易，而莫斯科交易所的卢布外汇期货市场有效地发挥了套期保值功能，在卢布汇率巨幅波动之际为市场参与者提供了重要的风险对冲渠道。

为企业提供避险工具

卢布危机期间莫斯科交易所的外汇期货和外汇期权出现爆炸性增长。2014年下半年，随着卢布不断贬值，莫斯科交易所的外汇期货交易量不断攀升。其中，2014年8月外汇期权的交易量为45万张，9月达到130万张，10月为664万张，11月甚至达到1724万张。2014年11月，莫斯科交易所的外汇期货日均交易量达到519万张，月底持仓量498万张，持仓的名义价值达到2550亿卢布；外汇期权日均交易量91万张，持仓量1158万张，持仓的名义价值约5460亿卢布。

企业和金融机构大量使用外汇期货和外汇期权规避汇率风险。莫斯科交易所拥有3万客户，绝大多数是机构投资者。莫斯科交易所衍生品负责人罗曼·苏尔兹克认为卢布汇率的波动加剧增加了外汇风险对冲需求，导致了外汇期货交易量的上升，美元兑卢布外汇期货交易尤为活跃。2014年下半年，随着外汇期货交易量快速上升，美元兑卢布期货的量仓比（交易量/持仓量）仍然维持在一个比较低的水平，介于0.7到1.2之间，可见企业和机构投资者在充分利用卢布外汇期货市场开展风险对冲和避险，而非在卢布暴跌过程中加大市场投机。

各合约交易量和持仓量的变化细节也显示外汇期货的套期保值功能。随着2014年12月到期的美元兑卢布期货合约（URZ4）到期交割，市场交易量转移到URH5合约（2015年3月份到期的合约）。URH5合约的交易量快速上升，甚至日均交易超过400万张。交易量快速增长的过程中，外汇期货的持仓量也快速增加，量仓比仍然大约为1，显示投资者交易外汇期货的主要目的是套期保值，而不是短期投机。其他两个远月合约的量仓比更小，甚至小于0.1。

俄央行并未干预外汇期货市场

俄罗斯央行控制外汇掉期市场的流动性，防止投机行为使卢布加速贬值。俄罗斯央行和莫斯科交易所决定于2014年12月15日至12月21日期间，限制外汇掉期每日最大成交金额上限为20亿美元，较目前日均215亿美元的成交金额大幅缩减，旨在通过控制流动性来阻止投机者加剧卢布贬值。

俄罗斯央行提高外汇即期市场的最小变动价位，抑制过度投机。2014年12月5日，莫斯科交易所宣布于2015年2月提高美元兑卢布（USD/RUB）和欧元兑卢布（EUR/RUB）外汇即期最小变动价位，从现在的0.0005卢布提高至0.001卢布，新的变动价位将与莫斯科交易所外汇期货的最小变动价位一致。莫斯科交易所提高最小变动价位，其一通过提高投机者尤其是数量巨大的日内投机者的交易成本，抑制市场过热的投机氛围；其二促使现货和衍生品最小变动价位一致，有利于现货套利者参与该市场，进而促进价格收敛；其三防止做市商和经纪商因卢布日益放大的波动率而面临过大的风险。

俄罗斯央行没有行政干预外汇期货市场，而是支持莫斯科交易所通过市场化手段控制市场价格。莫斯科交易所美元兑卢布、欧元兑卢布期货原始保证金水平为4.5%。随着卢布汇率持续下跌，2014年12月5日，莫斯科交易所将美元兑卢布、欧元兑卢布期货保证金水平上调至5.5%。在经历12月15日、16日两天卢布兑美元即期汇率单日跌幅超过10%后，12月17日，莫斯科交易所上调美元兑卢布期货保证金水平至12%，并进一步加强交易所风控措施，增强市场的金融风险管理功能。

俄罗斯央行区别对待外汇即期、外汇掉期和外汇期货市场，表明其在认识上将外汇期货市场界定为汇率风险管理市场，需要通过市场化的手段形成公允的汇价，为市场参与者提供避险工具。卢布危机期间，外汇期货的避险作用尤其重要。此外，莫斯科交易所的外汇期货采取现金交割，不会影响外汇市场的供给和需求，仅发挥风险管理功能。

外汇期货保持流动性和价格稳定

相对于场外外汇衍生品市场在危机时期的高交易成本、低流动性和所受的行政干预，外汇

期货市场的价差没有显著增加，一直保持充足的流动性，成为危机时期企业和机构的重要风险管理渠道。

危机期间外汇远期的价差急剧扩大，流动性急剧恶化，而外汇期货市场的流动性仍然非常充分，价差没有太大变化，外汇期货成为重要的外汇风险对冲渠道。卢布急剧贬值的过程之中，卢布外汇远期市场的价差快速增加，交易成本甚至高达1.2%，限制了多数市场主体的避险行为。外汇掉期市场一般仅限于具备较强实力的金融机构，参与者范围受到限制，并且危机期间还受到俄罗斯央行的行政干预，一些较远期限的外汇掉期合约流动性也很差。交易所的外汇期货和外汇期权市场具备独特的优势，仍然保持了较好的流动性，成为卢布危机期间企业和金融机构重要的避险场所。

危机期间场内市场的交易机制可以发挥优势。外汇期货市场实行集中交易、中央对手方清算，并且交易持仓等信息向市场公开。企业和金融机构参与外汇期货交易，不需要担心交易对手方的违约风险。这一点在金融危机期间尤其重要。

很多交易平台关闭卢布外汇交易，俄罗斯国内卢布兑换也出现问题，外汇期货成为重要的替代。在面临卢布暴跌行情时，投资者可以不在现货市场抛售，而是通过外汇期货市场以期货市场的盈利弥补现货的亏损。在本次卢布危机中，卢布外汇期货起到了逃生舱的功能，有力的分担了现货市场的抛压。由于期货市场采用保证金交易，具有一定的杠杆性，因此其市场容量和深度都要大大超过现货市场，期货市场可以有效承接骤增的成交量，并且不出现现货市场价格差过大，价差不稳定的现象。危机时期，卢布汇率期货市场的金融风险管理功能凸显。

卢布汇率快速贬值过程中，外汇期货市场一直保持着充足的流动性，并且买卖盘相对平衡，不是卢布汇率贬值的根源。并且，由于危机时期外汇远期价差很大，部分外汇现货交易平台关闭，外汇期货市场的良好运营一定程度上稳定了外汇市场。

外汇期货市场上买卖盘的规模相对平衡，没有出现一边倒的卢布卖盘。本文从彭博采集了2014年12月15日格林威治时间22:00到24:00之间的合约逐笔买卖报价、买卖盘数量和成交数据，当天卢布汇率贬值最高达到13%。而外汇

期货的买盘和卖盘并没有出现一边倒的趋势。22:00到23:00之间，外汇期货的买盘规模大于卖盘，而之后1个小时卖盘规模大于买盘。并且，这个过程之中，买卖价差一直很小，大约2点到10点之间。这也意味着，外汇期货市场没有加剧卢布汇率的贬值，外汇期货市场不是卢布汇率快速贬值的原因。

外汇期货发挥风险管理功能

综上所述，卢布汇率大幅波动期间，外汇期货市场发挥了重要的风险管理功能，俄罗斯监管机构也没有对外汇期货市场采取行政干预措施，我们得到启示如下。

一是危机期间外汇期货市场的风险管理作用更加突显，并且没有干扰外汇市场的汇率形成。卢布危机期间，外汇远期市场的流动性匮乏，而莫斯科交易所的外汇期货交易量出现爆炸性增长，为企业和金融机构提供了重要的风险管理渠道。并且，卢布外汇期货市场没有影响汇率的形成，没有增加卢布贬值压力。外汇期货市场不同于其他商品期货市场，几乎没有价格发现功能，而仅提供风险管理功能。

二是正确处理离岸人民币市场和在岸市场关系，人民币“走出去”的同时要把定价权牢牢留在境内。卢布危机是众多因素共同作用的结果，但俄罗斯过快的资本项目开放和卢布国际化也导致俄罗斯难以掌握卢布汇率定价权。我国也存在相似的问题，特别是当前离岸人民币外汇市场的日均交易额已经超过1200亿美元，几乎三倍于在岸市场。一个发展过快的离岸人民币市场应该引起我们的关注。为了在人民币“走出去”的同时，牢牢把握定价权，我国更应该加快境内的外汇市场建设，防止类似的危机事件在我国上演。

三是加快建设我国人民币外汇期货市场，为企业和金融机构提供更多的风险管理渠道。自2005年我国开始汇率市场化改革以来，我国推出了完善的场外外汇衍生品市场，外汇期货成为我国唯一没有推出的重要的外汇衍生品种类。并且，我国远期结售汇服务的客户群体不够广泛，中小企业较少使用银行提供的外汇衍生工具避险，外汇期货市场可以补充场外外汇衍生品市场的不足。根据卢布危机中外汇期货市场的表现，我国也应该加快建设人民币外汇期货市场建设，形成多层次、多品种的外汇产品体系。