

金融体系改革基本取向是回归实体经济

□中国社科院金融研究所所长 王国刚

中国经济将正式告别“十二五”，步入“十三五”。落实党的十八届三中全会的改革决定，将是“十三五”时期中国金融发展的主基调。发挥市场在配置资源中的决定性作用，更好地发挥政府的作用，是经济体制改革的核心问题，也是金融体系改革的核心问题。在中国金融体系中，商业银行占据着主体地位（到2015年6月底，银行业总资产达188.48万亿元，占金融体系资产比重80%以上），对金融资源配置发挥着决定性作用。由此，提出了一个基本问题：“十三五”期间，我们是要继续发挥商业银行在配置金融资源中的决定性作用，还是要通过深化金融体制改革，充分发挥金融市场在配置金融资源方面的决定性作用？

金融根植于实体经济部门

2008年美国金融危机给世界各国一个深重的教训，即金融应服务于实体经济。但2012年以来，在中国经济运行中三个矛盾现象还在延续：实体企业的融资成本不降反升，金融为自己服务的比重继续走高，经济和金融部门的杠杆率屡创新高。究其主要成因在于，我们依然实行着以商业银行为主体的间接金融体制。与此对应，要克服这些矛盾，就必须深化对这种间接金融体制的改革，努力推进直接金融比重提高，实现金融体系的转型。

金融内生于实体经济部门。在宏观经济的两部门理论中，居民部门是资金的盈余者，厂商部门是资金的赤字者，居民部门将盈余的资金（以股权投资或接待方式）提供给厂商部门使用，由此形成了以直接金融为主要特征的实体经济部门运作。厂商部门中的各家企业建立在商业往来基础上的供货关系，很难按照“钱货同时两讫”方式实现交易，从货物和钱款交割的时间差中孕育出了以商业本票、商业期票和商业承兑汇票等为工具的商业信用。商业信用是金融信用的最初形式，属于直接金融范畴，它有效地支持了实体经济的发展。实体经济部门内部的金融交易愈益活跃、规模不断扩大，引致了一些商业经纪人转向了专门从事金融交易活动，商业银行应运而生。商业银行将银行信用带入了金融体系，使得金融体系有了第二类金融信用。

银行信用的最明显特征是，通过商业银行创造派生货币（或派生资金）的机制，可以不断地将存款转变为贷款又将贷款转化为存款。金融的杠杆功能充分展示，它有效支持了西方国家的第二次产业革命。理论逻辑和历史逻辑都透明了一个基本原理：金融根植于实体经济部门，城乡居民和实体经济企业是金融体系的最基本主体。

外植性金融体系的优缺点

改革开放后，我们建立了以商业银行为主体，各类金融机构、各种金融产品和金融市场比较齐全，由金融机构和金融监管部门所构成的金融体系。这种金融体系位于实体经济部门之外，从外部配置实体经济部门所需的各项资金和金融服务。如果将前述的由居民部门与厂商部门、实体经济企业之间的直接金融活动所形成的金融体系称为内生型金融体系的话，那么，这种位于实体经济部门之外的金融体系则可称为外植型（简称“外植型”）金融体系。外植型金融体系运用商业银行的资金再创造机制，通过发放贷款等金融活动，保障了中国经济发展的资金供给和金融产品、金融市场的发展，使得中国经济在资金短缺中起步发展却没有陷入贫困恶性循环的陷阱；运用行政机制维护金融运行秩序的稳定，使得中国金融在经济高速发展过程中没有出现大的风波和动荡，有效抵御了亚洲金融危机和美国金融危机的冲击；为探讨建立中国特色的金融体系提供了时间和空间，避免了我们重走发达国家用200多年走过的金融体系建立发展之路，减少了在市场混沌和竞争乱局中建立金融体系所付出的巨大代价，因此，对中国经济发展有着积极贡献，功不可没。

但外植性金融体系也有其内在缺陷。在实施开放型经济战略、提高中国金融体系开放度的背景下，这些缺陷更是凸显出来：第一，将原本多维一体的有机经济活动分切为若干相互缺乏关联的部门活动，使得各种资源的整体关系碎片化。这种碎片化不仅降低了实体经济部门的运作效率和市场竞争力，而且给金融体系带来了本不应有的风险。第二，以存贷款为重心，引致了金融资源配置的种种矛盾和效率降低，使得实体企业普遍陷入融资数量少、融资价格贵和融资渠道窄等“融资难”困境。第

三，在实体经济部门和金融部门之间资金错配（包括主体错配、性质错配、期限错配、产品错配和市场错配等）现象越加严重，2013年以来更是使得金融运行中险象环生。第四，各项金融改革举步维艰，一些金融改革举措或停留于做表面文章或停留口头。外植性金融体系存在的一系列缺陷说明，它已到了非改不可的境地。但如何改革却绝非易事，一旦选择失误，就可能引致严重的金融震荡甚至金融危机，因此，需要慎之又慎。

以发展直接金融产品为政策抓手

金融回归实体经济的真实含义在于，扩大实体经济部门中实体企业和城乡居民各自的金融选择权，使实体企业和城乡居民能够在负面清单之外与金融机构一道平等地进入金融市场，推进内生型金融的发展。在存贷款市场乃至金融体系中，真正与商业银行等金融机构竞争的主体，实际上是实体经济部门中的实体企业和城乡居民。从资金供给角度看，居民部门的资金将通过每个居民的自由选择，或用于购买债券、股票、基金和其他金融产品，或用于存款。由此，在存款利率低廉的条件下，商业银行等金融机构将流失大量存款资金，这迫使它们按照金融市场的竞争性价格水平进行存款定价。从资金需求角度看，实体企业需要的资金可以通过自主地发行债券、股票和其他金融产品从金融市场中获得，也可通过银行贷款等方式获得。由此，商业银行等金融机构再以高利率向实体企业放贷，就将面临贷款难以放出的风险，这迫使它们按照金融市场的竞争性价格水平进行贷款定价。

由此可见，在实体经济部门拥有金融权力的条件下，金融产品的价格体系将在竞争中趋于成熟完善。金融体系改革和金融创新，不应以商业银行等金融机构的营业收入增加或利润增长为标准，而应以资金供给者收入水平提高的同时资金需求者的资金成本降低为标准。

从各项金融机制和各种金融产品的效应对比角度看，要深化金融体系改革，有效推进金融回归实体经济，应以积极发展公司债券和商业票据等直接金融产品为政策抓手。在经济金融运行中，公司债券有着促进货币政策调控机制转型、改善资金错配、

推进债务率降低、迫使商业银行业务转型、缓解小微企业的融资难和熨平股市波动等诸多功能。以作为存贷款的替代品为例，公司债券一方面有着增强资金供给者和资金需求者的市场竞争力，推进金融脱媒的功能；另一方面，由于公司债券的利率高于存款利率低于贷款利率，有着提高城乡居民金融资产收入水平和降低实体企业融资成本的功能。进入21世纪以来，中国每年发行的公司债券大幅增加（2014年底公司债券余额达到11.69万亿元），但金融脱媒的现象并没有因此明显发生。其中的主要成因是，这些公司债券的发行对象主要是商业银行等金融机构，由此，使公司债券从直接金融产品变成了间接金融产品。鉴于此，要充分发挥公司债券在金融体系中各项功能，就必须使公司债券回归直接金融产品，即公司债券应向城乡居民和实体企业直接发售。

公司债券直接面向实体企业和城乡居民发行，需要做好七个方面工作：第一，切实将《公司法》和《证券法》的相关规定落到实处，有效维护实体企业在发行债券中法定权利。中国《公司法》和《证券法》规定，股份有限公司3000万元净资产、有限责任公司6000万元净资产就可发行公司债券，公司债券余额可达净资产的40%。但长期来看，按照这一数额规定的公司债券鲜有发行。为此，需要依法行事，将这些法律规定进一步落实。

第二，建立全国统一的公司债券发行和交易制度，改变“五龙治水”的债券审批格局，实行公司债券发行备案制，同时，强化公司债券交易环节的监管。第三，积极推进按照公司债券性质和发行人条件决定公司债券利率的市场机制形成，逐步推进以公司债券利率为基础的收益率曲线形成。

第四，积极发挥资信评级在证券市场中的作用，为多层次多品种的公司债券发行和交易创造条件。第五，建立公司债券直接向实体企业和城乡居民个人销售的多层次市场机制，通过各类销售渠道（包括互联网和柜台等）扩大公司债券发行中的购买者范围，改变仅由商业银行等金融机构购买和持有公司债券的单一格局。第六，切实落实公司破产制度，明确资产清算中公司债券的偿付次序。第七，推进债权收购机制的发育，化解公司债券发行人因未能履行到期偿付本息所引致的风险。

商业银行如何应对利率市场化

□北京交通大学经济管理学院 邱奇

1993年十四届三中全会提出了利率市场化的基本构想，经过二十多年的稳步推进，我国银行间同业拆借、国债、金融债券、企业债券、外币存贷款等利率已经实现了市场化。今年10月23日，中国人民银行宣布下调金融机构人民币存贷款基准利率，同时下调金融机构人民币存款准备金率。同时，对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动上限。这标志着人民币存贷款利率也基本实现了市场化。至此，中国利率市场化基本全部完成。利率的市场化会对整个社会经济产生重大影响，尤其是以存贷款为主要业务的商业银行。

首先，利率市场化会加剧银行间的竞争，导致商业银行进一步分化。利率市场化后，价格竞争将成为银行竞争的重要手段之一。为了吸收更多资金以扩大信贷规模，银行会倾向于提高存款利率；另一方面为了避免客户流失，贷款利率需保持在市场平均水平，从而导致存利差变窄。

其次，利率市场化会迫使商业银行转向专业化经营。目前我国商业银行提供的金融服务同质化严重，缺乏自身独有的特点。利率市场化后，银行间的市场竞争会更激烈，在同业竞争中，大而全却毫无特色的同质化金融服务必将会被市场淘汰。

再次，利率市场化会增加商业银行的潜在信用风险。利率市场化后，商业银行为了追求高额利润，风险偏好会上升，往往会选择高收益的项目，高收益必然伴随着高风险，商业银行经营的风险也随之增大。

面对利率市场化如此大的影响，商业银行尤其是中小商业银行必须在市场细分的基础上找准自己的市场定位，建立自己稳定的客户群。通过研究客户的金融需求，以目标客户为中心，开创自己的特色业务并做大做强特色业务，建立在市场上的不可替代性，实施差异化竞争战略。

首先，要提升自身定价能力，同时重视风险防控。商业银行应该从自身定价能力的现状出发，选择适当的定价方法，提高精细化管理水平，协调内外部定价，进一步加强定价能力建设，针对不同客户的服务需求，设立分层的利率体系。对优质客户可以提供更多更优惠的利率选择，对高风险客户可以正确评价收益与风险的关系。在这个体系中，商业银行需要根据自身情况、客户条件和外部环境，合理制定存贷款利率，达到提升盈利能力和平降风险的双重目标。

其次，积极发展金融服务，提升中间业务比重。以提供金融服务为主的中间业务相对于传统贷款业务，具有风险低、发展空间大、差异性大、客户价值挖掘度高等优势。国际上商业银行的中间收入一般占总收入的40%~50%，有的银行占比甚至超过70%，而我国中间业务发展较晚，大部分国内商业银行的中间业务收入占比约为10%，具有较大发展空间。因此积极发展中间业务将是商业银行有效增加利润、应对利率波动风险的有效措施。

再次，利用自身优势，通过不断的金融创新，发展特色业务。中小商业银行同时具备业务审批环节少、市场反应速度快、地方性支持较多等优势，唯有充分挖掘这些优势，根据市场和客户需求不断推出适合客户发展的新产品，从而稳步推进商业银行的金融创新，发展特色业务，才能在激烈的市场竞争中占有立足之地。

以精准扶贫贷款实现支农助农

□外交部国际经济司 高伟

“小康不小康，关键看老乡。”农村贫困人口是全面建成小康社会的短板，亟待补齐，以便在加强薄弱领域中增强发展后劲。补齐短板是系统工程，需多措并举，笔者认为关键是建立长效机制，提高农民通过劳动脱贫致富的能力，而精准扶贫贷款就是一个好办法。精准扶贫贷款在全国各地实践较多，尽管模式不尽相同，比如推动主体、贴息力度和覆盖面等有差异，但机理相似，其核心是通过贴息，引导资金流向农村，流向劳动的贫困人口，服务农业生产。

从精准扶贫贷款的优点看，首先是激励和奖励农民劳动。精准扶贫贷款给贫困农民提供生产的本钱，购买各种生产资料，改善了贫困农户的生产条件，增强农民的参与度。农民使用几年后还完贷款，获得了剩余价值，是农民劳动的成果，是对农民劳动的奖励。

其次，政府主导是保障。推行精准扶贫贷款模式肯定会有风险，难点是如何防控道德风险，尤其是恶意违约风险。如果没有政府建立的风险防控网，没有风险补偿基金，银行将很难有所作为，精准扶贫贷款也将难以持续。

第三，撬动银行资金流向农村，扩大内需。精准扶贫贷款以贴息作为支点和切入点，发挥乘数效应，把数倍资金引向农村，是用很“便宜”的资金服务农业生产建设，降低农业生产成本，带动消费和投资，扩大了整个农村地区的有效需求。

第四，降低金融体系风险。从微观个体看，精准扶贫贷款的贴息降低了农业生产的资金成本，降低了银行贷款的市场风险。而从宏观全局看，精准扶贫贷款更是将资金引向生产领域，不仅改善了贫困地区的金融服务，还避免了过多资金在金融体系里“打转转”，降低了整体金融体系的系统性风险。

第五，分类扶持扶真贫。精准扶贫贷款是为贫困人口量身定做专属金融产品，是“穷人贷款”，是“扶真贫，真扶贫，干实事”。

精准扶贫贷款设计精巧，操作简便，修正完善后可在全国复制推广。从全国“推动区域协调发展”的角度看，为引导更多资金流向贫困地区，推动农村扶贫，还需重视以下工作：

一是改善资金流向。要加大对贫困地区投入，加大对贫困地区的转移支付。发挥政策性金融和商业性金融的互补作用，开辟新的扶贫资金渠道，特别是要重视基础货币向贫困农村的投放。目前，我国外汇占款下降，央行货币政策主动性增强，建议利用这一大好时机。央行在基础货币投放的再贷款渠道，比如信贷资产抵押再贷款、抵押补充贷款（PSL）、中期借贷便利（MLF）等，加强服务贫困农户，尤其是中西部地区。

二是争取税收优惠，减轻发放精准扶贫贷款银行的税负。目前金融业正进行营改增试点，由于银行业进项税额抵扣比一般行业要少，所以营改增后的初期，银行实际承担税负可能会上升。如果对从事精准扶贫贷款的银行实行税收优惠，将大大调动银行发放精准扶贫贷款的积极性和主动性。

三是在农村贫困地区推广PPP模式。财政可通过推广PPP模式，调动各种社会资本参与扶贫，解决农村中长期投资问题，健全农村基础设施投入长效机制，扩大贫困地区基础设施覆盖面，因地制宜解决通路、通水、通电、通网络等问题。

四是创新扶贫方式，探索“互联网+扶贫”。要主动迎接“互联网+”的挑战，再造贫困农村扶贫流程，缩短扶贫链条，提高扶贫透明度和资金使用效率。在“互联网+扶贫”方面，政府可多做资金扶持和引导工作。

供给侧改革与房地产去库存

□上海易居房地产研究院副院长 杨红旭

11月的中央财经领导小组会议上，提出在适度扩大总需求的同时，重点加强供给侧结构性改革，并部署四项措施。四项措施中，非常罕见地包括房地产业。那么，房地产业与“供给侧改革”有何内部联系？当前最重视的房地产去库存，又与房地产业供给侧存在什么关联？

从改革历史进程来看，我国房地产业的改革慢于多数其他行业。上世纪90年代开始推进，1998年“23号文”的颁布才标志着房地产实质性改革。其后，住房市场需求持续而快速的释放，而住宅的生产与供给亦同步大幅增长。在2011年之前，全国住宅总体呈供不应求的态势，供给侧的矛盾主要在于总量，因此也导致房价持续而快速上涨。

2010年房地产政策突然转向，由之前的过度宽松，一步步转为过度紧缩。这又造成了两个影响：一是一二线城市实行限购之后，2010年下半年至2011年，很多大中型开发商，纷纷向三、四线城市进军，结果进一步推涨了这些城市的住宅开发热与供应量；二是多次出台新政、持续打压之下，2011年下半年全国楼市趋于降温，其后广大三、四线城市的需求增长势头减弱，而之前拿地与动工的项目仍在源源不断地制造大量房子出来。

结果是，全国住宅库存快速增长至今。国家统计局数据表明，截至今年10月底，全国商品房待售面积68632万平方米，

同比增加18%。这一指标只包括现房，而期房库存量更大。从历史走势看，更能说明问题。2003至2010年间，全国商品房待售面积增长缓慢，其中2004年和2007年甚至出现负增长，正好对应房价大涨。但从2011年开始，待售面积突然加速增长，对应房价趋弱。

化解房地产高库存与供给侧改革何干？与众多行业相似，2011年以来我国住宅供应总量出现一定量的过剩，而结构上则仍有不足之处。

从区域来看，一方面，部分二线与多数三四线城市供应过剩，库存压力大；另一方面，一线城市和部分二线城市供不应求，房价仍在显著上涨。从产品来看，商办类库存压力大于住宅。住宅当中，别墅和超大户型公寓库存压力较大。另外，部分地区的保障房建设规模较大，也存在一定分配难的问题。从企业来看，全国9万多家（2013年数据）开发商，多数都处于规模萎缩、效益下滑，甚至亏损、倒闭的状态，进而导致在建项目出现难交付、停工、烂尾，或者偷工减料等现象。而少数大型优质开发商，尤其是央企，则加大拿地力度，拼抢地王，继续扩

大经营，但企业利润率同样连跌。

化解房地产高库存，如果着眼于短期效果，主要还得从需求侧制定措施，比如货币、金融、财税等，刺激需求有助于消化存货。如果着眼于中长期改革，从供给侧改革考虑，则有两点建议。

一是从总量上考量。严格控制三、四线城市宅地供应，库存去化周期大于20个月，暂停供地。一线和少数库存规模小、去化周期短（低于12个月），应增加宅地供应，受制于建设用地紧张的一线城市，应加快改革，使部分工业用地转变为宅地，加大城市旧改力度，提高地块容积率。

二是从结构上考量。一线城市着力加大中小户型住宅供应量，适度控制大户型与低密度产品。少建或停建保障房和安置房，将货币化补偿和补贴，作为主要方式。收购少量商品住宅用作保障房、安置房。放松或解除之前对开发企业的种种限制，引导开发企业优胜劣汰，在融资等方面加大对优质企业的支持力度，促使这些企业扩大生产力、创新产品、提升质量，更好地满足人们对于优质住宅、创新型住宅的需求。

公积金贷款证券化需突破三道屏障

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

国务院法制办日前公布了《住房公积金管理条例（修订送审稿）》（以下简称《条例》），这是时隔13年后《条例》再次修订，而且也是《条例》自1999年颁布实施以来，幅度最大、范围最广、最大的一次修订。从修订的内容来看，涉及到归集、提取、用途、流动性、风险准备、管理等公积金政策和运行的所有重要环节，也将对未来我国公积金运行、房地产发展产生深远的影响。

在未来新型城镇化过程中，建立住宅政策性金融体系，不仅是为满足城镇居民低成本住房融资需求，而且是降低新型城镇化融资成本的重要举措。因此，《条例》修订的思路之一，就是以公积金中心为“底座”向政策性住房金融机构转型，改观政策性住房公积金缺失的局面。《条例》重大修订之一，就是将此前被排除在公积金政策外的人群，如个体户和自由职业者等，也纳入公积金政策覆盖范围，即这些人群也将享有缴存、提取公积金，申请公积金贷款等权利。

同时，《条例》在公积金中心改革上，也坚持了“去福利化”，向政策性、普惠性金融方向转轨的原则。首先，去除公积金住房“福利化”残留。目前，公积金缴存依然残留着很重的福利分房特征，即收入高和职位高的人，缴存的公积金也高。为此，《条例》划定了缴存基数上下限（下限不低于平均工资的60%，上限不高于平均工资的3倍），以“限高保低”突出公积金的政策性和流动性。其次，取消合并机关住房资金管理中心，去除资金效率偏低和福利色彩浓重的冗余机构；再次，淡化公积金中心行政职能，强化其公积金流动性、保值增值和风险管理等“类金融机构”功能。

《条例》对公积金运营上的最大修订，就在于公积金中心可以发行或购买公积金个人住房贷款支持证券，从而打破了公积金中心封闭狭小的资产（本地贷款）负债（本地缴存）边界。此举通过调剂资金余缺，实现公积金类似银行的“资金拆解”。此举通过对接资本市场，实现公积金中心杠杆融资，壮大低成本住房金融规模。目前，全国公

积金贷款余额2.88万亿元，商业个人房贷余额10万亿元。如果闲置的1万亿元公积金和公积金贷款余额的50%可证券化，未来公积金贷款余额或有望达到5万亿元。届时，公积金贷款可达到商业贷款的50%，城镇化融资形势也将根本改观。根据近期发布的“十三五”规划，户籍人口城镇化率加快提高是“十三五”经济社会发展的主要目标之一。所谓“提高户籍人口城镇化率”，就是将已在城市就业的2.7亿外来人口“市民化”。“市民化”后的首要诉求就是“住有所居”，但外来人群规模大（占城市常住人口35%）、收入水平较低、现有居住形式（棚户区、工业宿舍、城中村）亟待更新，银行贷款无力解决，公积金贷款无疑是首选。

但要注意的是，公积金转为政策性住房金融，还面临三大障碍。首先，公积金中心是归口各地住建部门管理的事业单位，主要承担公积金收付职能，而并非是一个金融机构。公积金贷款一旦证券化，就涉及投资行为，而公积金采取的是个人账户运

营模式，即公积金的所有权归缴存个人。由此，行政职能很强的公积金中心无法承担投资决策、收益分配、投资风险防范、损失承担等。

其次，鉴于公积金中心行政色彩浓重，公积金投资必须要委托金融机构操作。同时，公积金贷款资产证券化还要涉及信用增级、担保、法律事务等。目前，公积金贷款收益较低（存贷利差仅为1.15%-3.15%），如果再扣除行政管理费和各种中间费，公积金证券化产品的收益很低，在资本市场上很难获得投资者“热捧”。

最后，公积金本质上是由单位和个人共同缴纳形成互助互惠的住房储蓄金，以较低的利率贷给有住房需求的缴纳者，作为福利住房向市场化住房过渡的缓冲。因此，“属地化”一直是公积金管理的基本原则，资金输出本地的积极性不高。再加上，地方政府都想掌握这一大块廉价的资金，而公积金存在闲置的主要是三、四线城市，这些城市都想通过这部分资金来刺激本地楼市，流出去就更加困难。