

# “宝宝”们是实现普惠金融的重要路径

项峥

在日前两会“一行三会一局”负责人的记者招待会上,银监会主席尚福林在回应记者关于金融服务公平性问题上,表示要按照十八届三中全会推进普惠金融的要求,使更多居民能够得到更好的、更公平的金融服务。联系到此前社会各界对余额宝等“宝宝”们的热议,笔者认为余额宝之类的互联网金融产品不仅具备现实经济意义,而且也是实现普惠金融的重要途径之一。

## 余额宝具备现实经济意义

用盈利模式简单来认定余额宝的经济意义,难免会有过于武断的嫌疑。从余额宝资金用途来看,主要是商业银行的协议存款,其相对较高的收益水平几乎完全依赖市场化同业存款利率与存款利率管制下活期存款收益率的利差收入,使得其表面看来并未参与社会生产的过程。而事实上,简单盈利模式掩盖了余额宝参与社会生产的过程。无论协议存款资金成本多高,余额宝聚集资金的绝大部分都将转化为银行贷款,并支持实体经济活动。应该看到,协议存款收益率高低,主要取决

于商业银行是否有更好的资金运用。如果商业银行没有符合微观审慎的贷款项目,那么盲目抬高协议存款利率无异于“杀鸡取卵”。特别值得一提是,余额宝设立以来为用户创造超过29.6亿元的收益,余额宝用户在淘宝上消费的总金额超过3400亿元。可见,余额宝也具有现实经济意义。余额宝促进了银行精细化管理。余额宝的出现,在金融体系内产生了“鲶鱼效应”。面对余额宝的竞争压力,商业银行必须尽快提高利率定价能力,精确核算每一业务条线和产品的成本,才能与余额宝的协议存款谈判中,提升自己的议价能力。不仅如此,为吸收存款,商业银行必须提升服务质量,提高产品研发能力,这也是提升全社会金融服务质量的必由之路。还有,商业银行必须更加审慎地选择贷款客户,才能匹配相对较高资金成本。

## 实体经济融资成本高不能怪余额宝

部分实体经济融资成本过高并不是余额宝发展壮大的结果。不能否认,由于商业银行体系资金来源成本上升后,在利润驱动下,可能会促使其寻找更高利率的贷款项目。但这种情况并

不是余额宝所能够掌控。在我们当前的金融体系中,过高融资利率已经成为影子银行体系一个最显著的特征。早在余额宝出生之前,相当多的影子银行融资利率就超过10%。余额宝的出生与后续发展,也不会根本性改变影子银行体系发展的现状。需要注意的是,贷款利率高低还要受到实体经济部门产出水平的约束。一个经营稳健、发展势头良好的企业,很难会接受过高的贷款利率水平;反之,经营风险过大、受政策控制、破产边缘的企业,才有可能接受相当高的利率水平。即使没有余额宝,银行体系对中小企业融资的利率长期在高位维持。可见,把社会融资成本上升的板子打在余额宝身上,不免有“躺着中枪”的无辜。

余额宝高收益率也要受到银行体系融资意愿和银行经营风险的约束。去年余额宝相对较高的收益率存在特殊性,特别是“钱荒”和“钱紧”抬升了银行体系的融资意愿。最近一段时间,余额宝的收益率出现下降,这一方面是中央银行采取了积极的、富有成效的操作,缓解了金融市场资金面的紧张情绪;另一方面也是因为今年以来银行体系开始对协议存款进行重新定价。从余额宝协议存款合作方看,也存在风险约束问题。如此规模庞大的存量资金需要通过分散化来降低风险,这势必也将限制余额宝收益率的增长。最近一段时间,余额宝年化收益率降至6%以下,也是事物发展必然结果。所谓余额宝经济意义之争,根本问题则是余额宝动了银行体系的“奶酪”。在余额宝出现之前,留存银行体系规模庞大的活期存款,为商业银行

了,是名副其实的交通部。但在笔者看来,整合铁路、民航、邮政之后,大交通部理应截撤相关机构、精简相关人员、统一设计大交通网络,并下放部分审批项目。不能是换牌子游戏,不能是“换汤不换药”。组建大交通部,实际上是想让原来的大交通系统的管理权力变“小”,机构变得更精炼、更高效。

在笔者看来,改革设计大交通部的目的,不是为了“大”而是为了“通”。去年3月通过的《国务院机构改革和职能转变方案》,提出实行铁路政企分开,将铁道部拟订铁路发展规划和政策的行政职责划入交通运输部;交通运输部统筹规划铁路、公路、水路、民航发展,加快推进综合交通运输体系建设。显然,就是为了打破交通割据体制,让交通系统“互通”起来。大交通部要体现“通”,不仅是通盘考虑、统一布局、统一管理中国交通体系,也要打通各种交通资源之间的关卡,让各种交通动脉连成一个整体,只有这样,才能消灭“自立山头”,减少权责交叉,理顺监管体制,从而提高综合运输效率,降低运输成本。此外,民航、铁路、邮政、公路等领域原来存在不同程度的垄断,打破垄断才能激发活力;同时,提高交通效率,降低交通成本、物流成本,这应该是组建大交通部的主要目的之一。希望这些方面不要让公众失望。

# 深沪交易所良性竞争须解决三大问题

皮海洲

3月11日,全国人大代表、深交所总经理宋丽萍在参加2014年两会媒体见面会的时,就上交所即将推出新兴产业板问题发表看法时表示:我们全力做好创业板,和上交所保持良性竞争,对中国整体经济的发展是非常重要的。而在此之前,深交所理事长陈东征在参加两会媒体见面会时也表示支持上交所建立战略新兴产业板,同时赞同在大蓝筹股实行T+0交易。深沪交易所保持良性竞争局面,这是中国股市之福,也是广大投资者之福,更是中国经济发展之福。而从深交所两位主要负责人在今年两会上的一些言论来看,尤其是就上交所建立新兴产业板、在蓝筹股中实行T+0的建议等事宜的表态来看,都是非常友好的,确实体现出了两个交易所之间良性竞争的一面。

当然,深沪交易所之间的良性竞争不是停留在言语上就可以了,它更

应该落实到两家交易所的行动上,特别是相应的措施上。而从近年来深沪交易所出台的某些措施来看,要在深沪交易所之间倡导良性竞争,至少有三个问题需要解决。

首当其冲的问题是,在新股发行的市值申购环节,深沪交易所对深沪股票市值互不认账的问题。本来,按市值申购新股,这是一项有利于保护二级市场投资者利益的举措。然而,根据深沪交易所发布的网上新股申购办法,投资者在进行新股申购时,股票市值实行深沪股市分开计算,深市股票市值不参与沪市新股发行的市值计算,而沪市股票市值只能参与沪市新股申购。两个交易所之间互不包容,由此引发的结果是中小投资者的利益受到损害。因为中小投资者的资金量本就不大,将深沪股票市值分开计算,这样中小投资者总有一边的股票市值是浪费的。中小投资者纳入计算的股票市值减少了,能够申购的新股份额自然也就少了,中小投资者新股申购

的中签率也会相应降低。因此,深沪交易所要保持良性竞争,首先就要把这种做法修正过来。其次是T+0交易应全面推行,而不局限在沪市蓝筹股中试点。在今年两会上,上交所理事长桂敏杰一再表示,在蓝筹股率先实施T+0制度的条件已经成熟,结合上交所2014年重点工作部署中提到了差异化交易机制,因此,不少投资者推测,桂敏杰的建议是将T+0在沪市蓝筹股中试点,如上证50、上证180成分股中试点。若果真如此,则这种做法对深交所是非常不公平的,同时对深市的投资者也是非常不公平的。是深沪交易所之间非良性竞争的一种表现。在T+0推出问题上,以蓝筹股作为试点毫无意义,从保护投资者利益的角度来说,创业板、中小板更需要有T+0来保驾护航。由于T+0并不是中国股市的新鲜事物了,全面实施T+0并不存在技术性障碍。因此,一旦A股市场推出T+0,那就应

提供了极低成本的稳定资金来源,为银行创造了可观的利润。但余额宝深刻地改变了商业银行体系的存款结构,由活期存款向同业协议存款的转化,既降低了银行体系资金来源的稳定性,又提高了资金来源成本,使得商业银行利润空间有所缩小。

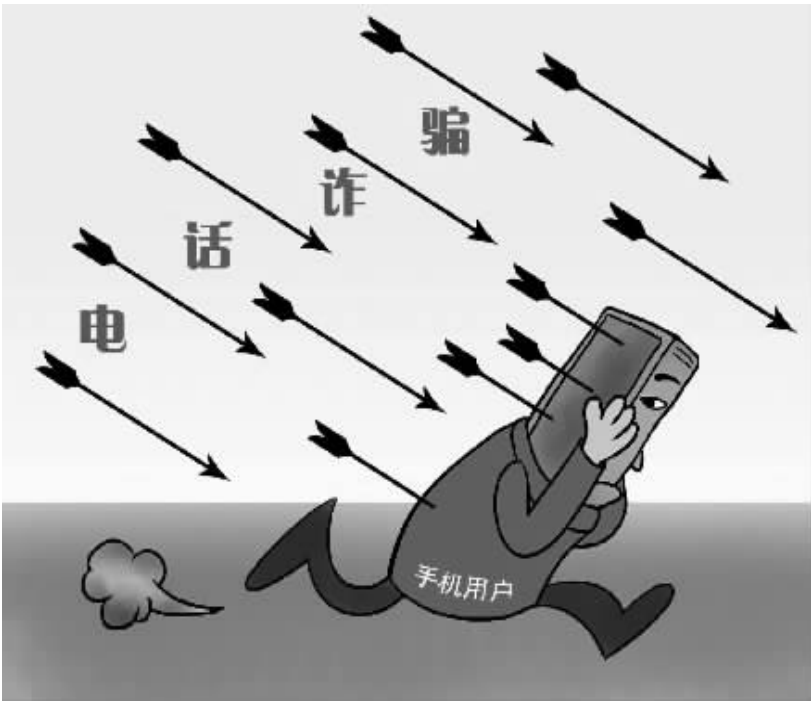
## 余额宝是实现普惠金融的重要路径

余额宝是实现普惠金融的重要路径。过去,相当规模小额活期存款长期趴在银行账上,与定期存款并无实质性差异,却只能享受极低的活期存款收益率。这本身或是制度设计上的缺陷,而余额宝只不过是现行制度设计上的弥补,但体现出普惠金融的重要特征。特别是余额宝将理财的门槛降低,使得更多的草根阶层可以享受更加公平的现代金融服务。

综合分析,余额宝也具有现实经济意义,是实现普惠金融的重要路径。考虑到余额宝等互联网金融的蓬勃发展趋势,尽快明确并出台互联网金融的监管,防范余额宝可能面临的技术、流动性等风险,其重要性日益显现。但与此同时,正视与包容以余额宝为代表的互联网金融的发展与存在,同样也非常重要。正如周小川回答记者提问时说到:不会取缔余额宝,将完善监管。这应该是促进我国互联网金融健康稳定发展的必然要求。

## 焦点评论

电信诈骗去年掠走100亿 运营商赚10亿



电信诈骗太嚣张,帮凶竟是运营商。台面合作无证据,暗地分成有名堂。宁要攫取昧心利,不愿构建防火墙。社会责任莫虚置,电信企业应担当。

赵顺清/图  
孙勇/诗

## 两会快评

## 新一轮改革如何行稳致远

张荣楠

新一届政府首份政府工作报告中一些措辞的改变和新提法,有着不同的深意,这也预示着新一届政府正在不断突破思维定式,以创新宏观调控和改革,不断化解风险的新思路。

正处于增长速度换挡期、结构调整阵痛期和前期政策消化期“三期叠加”的中国经济,新一轮改革如何才能做到行稳致远?当前中国经济面临的内外局势错综复杂远超想象,而地方融资平台偿债缺口、过剩产能、房地产泡沫、影子银行等几大风险相互联系,互为传导,只要某一环出现风吹草动,就很可能触发系统性问题。在这样的背景下,传统宏观调控方式在面对新问题、新矛盾的时候,可能会出现“调不动、调不转、调不灵”的情况。

中国经济面临大大小小的三类风险:一类是不改革的风险,一类是必须承担的风险,还有一类就是改革不当

的风险,特别是对于后者而言,更需要不断地对改革进行反思和调试,对既有改革的路径、手段和目标进行重新审视,如何才能降低改革的负面冲击。在改革和政策的取向上,在改革这一事关中国未来前途命运的关键战略上,既要坚持改革定力,也要未雨绸缪,保持宏观审慎;既要积极汲取发达国家应对危机的经验教训,更要创新性地找到符合中国经济现实困境的宏观调控模式,充分尊重经济演进和发展的客观规律。

中国经济既需要摆脱旧引擎,更需要摆脱旧的宏观调控的思维定式,特别是对待地方债、影子银行、产能过剩以及流动性风险等难题更要辨证施治,分类处置,差别化调控,避免“一刀切”和“大一统”的政策倾向,要在挤泡沫、去杠杆与维护金融稳定之间取得政策平衡,化解风险需要改革新举措。比如,当前,在解决地方债务问题

## 利率市场化还需配套银行反垄断机制

周俊生

央行行长周小川3月11日在全国两会的记者会上表示,人民币利率市场化很可能在最近一两年内就能够实现。周小川的话说得很委婉,其实,在人民币贷款利率已经于去年7月放开管制后,人民币存款利率的放开已经是大势所趋,而且,从目前各家商业银行为吸收存款而普遍利用央行所允许的存款利率有限浮动政策来看,人民币存款利率放开的条件也已经成熟。因此,人民币存款利率市场化的到来,完全有可能早于周小川预计的时间。

人民币存款利率市场化是我国金融市场改革最重要的一跃。它将对我国居民的储蓄理财发生重要影响,其中最为明显的,在一定期间内出现利率上行的可能性,从而增加储蓄的利息收入。正是由于这种可能性的存在,民众对人民币存款利率市场化改革是充满期待的。

但是,利率市场化改革所产生的这种市场机会需要一定的条件才能出现,这就是在市场化环境之下产生的市场竞争。只有当各家银行纷纷祭出竞争手段的时候,它们的存款利率才会出现比较大的差别,而储户也就有了选择的空间,从而收获到市场化改革带来的好处。但是,在贷款利率也已实现市场化的条件下,银行又会面临贷款客户的博弈,提高贷款利率基本没有空间。因此,当储户得到了利率市场化的好处的时候,就意味着银行的息差收益将减少,如果形成趋势,它甚至可能会从“最赚钱行业”这个宝座上跌落下来。虽然这正是利率市场化改革希望达到的目标,但也决定了银行必然会利用自己的优势与市场对抗,一个很可能选择的路径便是多家银行联合起来确定共同的存款利

时,我们的思路是过度盯住负债端,但如果我国以一个新的角度去思考,也许地方债务难题并非不可解决,其主要解决的逻辑就是将债务与资产进行置换。第一种思路是可以考虑将部分城投债转为市政收益债,将公用事业类的城投债定位为市政收益债,并在地方政府预算中设立特别账户,进而从根本上降低政府融资对社会融资,特别是实体部门融资需求的挤出。第二种思路是可以建立基础设施产权交易市场,完善地方政府投资项目的退出机制,以便于地方退出部分国有股权,盘活地方政府融资平台资产,通过资产证券化等金融运作手段为新项目筹集资金。第三种思路是以股权融资替代债务融资。比如降低政府部门的杠杆率,可以将政府的经营性资产通过市场转让,转让收入用于偿还到期债务,将债权转换为资本收益,从而降低全社会的杠杆率的目的。

再比如,中国影子银行问题的确隐患重重,但也不能“一压了之”。一定程度而言,中国式影子银行体系承担了提供直接融资、服务实体经济融资需求的功能。影子银行实质上承担了一个连接货币市场和存贷款市场的中介作用,是对传统银行信用扩张渠道的变相替代或补充,这明显不同于欧美等国通过金融衍生产品无限放大杠杆的影子银行体系。监管当局应该基于“有益于完善融资体系、服务于实体经济”的原则,有区别地采取以鼓励和引导为主、适度监管和规制式监管三种不同模式,实施分类化和差异化管理。

可见,随着中国经济改革进入深水区,推进什么样的改革更有利于中国经济效率的提升,如何推进改革更有利于短期乃至长期风险的化解,可能是对新一届政府国家经济治理能力 and 政策智慧的更大考验。(作者系中国国际经济交流中心副研究员)

率,或者采取协同手段对付可能出现的挑战者。

很显然,银行之间可能达成的这种合作是一种市场垄断。长期以来,我国的银行得益于政府的特殊照顾,其竞争因子并不是很发达,它们对市场的分工更多是由计划经济时期的政府分配来完成,尽管这种分工现在已经打破,但各大银行之间仍然表现得很默契,缺乏市场经济之下应该具备的竞争精神。在近期由余额宝等互联网金融产品对银行产生压力后,各大银行之间,甚至银行业协会出现了利用市场垄断优势来击退余额宝的想法。银行业协会准备制订银行存款自律规范措施,用相关的自律规范文件规范存款利息,要求各行严格遵守相关监管规定,这无疑已经构成同业之间的横向垄断。日前,又传出3家国有银行总行不接受各自分行与各类货币市场基金进行协议存款交易的消息,尽管银行有权力这样做,但几家银行在相同时间作出相同决定,其串通垄断市场的嫌疑也很大。如果各大银行将目前对付互联网金融的这种做派用到未来利率市场化后的市场经营中,势必将会使利率市场化应该达到的效果打一个不小的折扣。

利率市场化改革将在很大程度上改变我国金融市场的业态,为了让改革能够顺利推进,还需要建立一系列配套制度。目前,管理部门正在积极研究建立存款保险制度、银行破产制度,民资资本投资建立自负盈亏的民资银行的工作也在抓紧推进。但除此以外,为了适应利率市场化改革后的新的市场格局,还应建立有效的银行业反垄断机制。在这方面,央行、银监会作为行业主管机构,对此必须有清醒的认识,并且针对实际情况尽早银行业建立起反垄断机制,以此来推动市场竞争机制的发育和成熟,而国家反垄断部门更应该对此高度关注。