

# 破解“不可能三角”关键是降低融资依赖

邴彬 孔令超

当前中国经济似乎陷入了一个“不可能三角”政策的困局,即现有格局下政府无法同时实现三个政策目标:经济保持中高速增长、货币不大幅扩张和资金成本(全社会加权融资成本)明显下降。

全社会加权融资成本最终取决于货币供给和融资需求之间的关系。根据政府制定的2020年GDP增长目标,如果保持中高速增长、货币不大幅扩张和资金成本(全社会加权融资成本)明显下降。全社会加权融资成本最终取决于货币供给和融资需求之间的关系。根据政府制定的2020年GDP增长目标,如果保持中高速增长、货币不大幅扩张和资金成本(全社会加权融资成本)明显下降。全社会加权融资成本最终取决于货币供给和融资需求之间的关系。根据政府制定的2020年GDP增长目标,如果保持中高速增长、货币不大幅扩张和资金成本(全社会加权融资成本)明显下降。

在现有框架下,要想降低利率水平必须采取舍弃某个政策目标:

第一种方式是放弃货币增长目标,加大货币投放力度。一种观点认为目前的定向货币宽松政策可以起到在保持总量稳定的前提下,达到降低实体经济利率的效果,但实际上如果货币总量保持稳定,那么对某些领域的定向支持必然会带来对其他领域融资的挤出效应,并不能达到降低整体社会利率水平的目的。因此如果真的依靠货币宽松来降低利率,最终仍然要回到总量宽松的旧路径,但长期看这种做法弊大于利,政府也

深知放水的弊端,因此当前环境下这一路径的可能性相对较小。

另一种方式就是舍弃经济增长目标,使GDP维持低速增长。社会总需求回落也可以带来利率水平的下行,但我们并不认为政府会主动选择这一路径,主要原因在于对维持就业水平的考虑。即使考虑经济结构调整使得未来单位GDP拉动的就业人数上升,但如果GDP增速降到5%左右的水平,也难以保证每年1000万人的新增城镇劳动力就业人数。维持GDP合理增速是保证就业的一个必要条件。

因此在现有的经济结构下,很难跳出“不可能三角”的框架的约束。如何破解利率困局?

融资体系改革可以降低资金成本,但治标不治本。降低融资成本的一种方式就是推进融资体系的改革。我们认为,过去的很多监管措施并没有起到很好的效果,反而抬高了社会的融资成本,比如过去几年中对贷款额度的限制使得贷款成了一种稀缺资源,贷款人为获取贷款而支付的隐性开支实际上也是一种融资成本,这反而催生了制度套利。而且,由于贷款额度越来越难以满足实体经济的融资需求,因此大量的融资需求通过信托、同业等银行表外的渠道来实现。过去几年贷款在整个社会融资总量中的占比持续下降。由于表外融资的融资链条更长,融资成本更高,因此实际上也是抬升了整体社会的融资成本。根据我们的估算,过去几年中整体社会的加权融资成本的提升速度要高于贷款利率的提升速度,这在表外融资发展迅猛的2012和2013年表现得更为明显。

目前政府正在进行的一系列以降低融资成本的政策措施,本质上属于融资体系的改革范畴,包括货币定向宽松、放松存贷比考核、允许地方政府自主发债、减少对房地产行业的融资限制、发展直接融资、发展多层次资本市场、缩短企业融资链条、降低资金中介的通道费用等等。

融资体系改革可以调整不同成本融资方式比重以降低资金成本,但这只能治标而非治本。关键路径在于通过降低经济增长对于融资的依赖度。

虽然通过金融改革来减少融资的中间成本有助于利率下行,但我们认为从根本上来说,要想跳出现有的“不可能三角”框架的约束,核心还是在于降低经济增长对于融资的依赖。过去几年单位新增GDP需要的社会融资规模整体上呈现出上升的趋势,显示出经济的增长越来越依赖于融资的支持。降低经济增长的融资依赖才是治本之策。

降低增长对融资的依赖包括两个方面。一是降低经济增长对于投资的依赖。从历史上看,单位GDP增长需要的社会融资总量与投资对GDP增长的贡献率有较强的正相关关系。如果未来GDP增长中资本形成总额的贡献率能够由目前的54.4%回落至48.0%,那么相应的每单位GDP增长所需要的新增社会融资总量水平也有望从目前的3.5回落至3.0左右。

这样,未来保证年均6.7%的GDP增速所需要的年均社融余额增速将由目前经济结构下的14.0%回落至12.6%左右,这种情况下,利率中枢将不会再面临目前这种易上难下的压力。

另一个方面是提升投资的效率。目前贷款加权利率为7%左右,而多数企业的投入资本回报率(ROIC)均难以达

到这一水平,政府融资平台的投入回报率可能更低,这就意味着大量的利息需要通过新增融资来偿还。目前我国非金融企业与地方政府融资平台的总负债约160万亿元,如果未来能够引导资金从传统产业和地方政府投入新兴产业等投资回报率更高的部门,假设能够使整体ROIC提升1个百分点,那么每年利息对融资的挤占就可以减少约1.6万亿元,对应也可以使未来所需要的年均社融余额增速下降至13.4%左右。

而要实现这一目标,关键在于从根本上限制地方政府和传统产业等投资效率低下的部门无序扩张,鼓励资金更多进入新兴产业等投入回报率更高的行业以及提升消费和服务业等对融资需求较少的部门对经济的贡献。

限制低效部门的无序扩张要从资金需求和供给两方面着手。从需求方来看,可以通过改变融资需求方“软约束”为“硬约束”来实现。目前我国非金融企业部门资产负债率较高,而政府部门的杠杆率虽然相对可控,但过去几年也存在增长过快,投资效率较低的问题。未来可以通过预算法等制度来约束这些部门的融资冲动。而从供给方来看,需要提高资金供给方的风险回报要求,这需要打破目前的刚性兑付格局。今年以来,以超日债事件为代表,各种风险事件开始逐渐频发。但目前刚性兑付预期尚未明显打破。未来如何有序打破刚性兑付预期来建立市场化的风险定价机制,又不致引发全社会系统性的信用冲击危机,则是改革的迫切任务。

(作者单位:国信证券)

# 沪版新国九条 助力多层次资本市场建设

周子勋

9月16日,上海市金融办就“新国九条”出台(上海市关于进一步促进资本市场健康发展的实施意见)的最大特色是将上海资本市场发展与上海自由贸易试验区建设、人民币加速国际化、上海国际金融中心建设和金融服务业实体经济理念紧密结合,同时让人耳目一新的亮点是,从深化资本市场改革、加强金融监管、完善监管体系三方面入手推动上海资本市场发展。

资本市场的改革是全面深化改革的一场重头戏,如何让更广泛的人群包括投资者能够享受该政策的红利,也是考验政策公平性的表现,推动资本市场的改革,进行A股价值重估,对于推动实体经济并购并降低财务高杠杆,减轻实体经济对商业银行的融资压力,推动中国经济转型升级意义显著。种种迹象显示,中国多层次资本市场建设的路径逐渐清晰。从目前透露的信息来看,笔者认为有以下改革方向值得重视。

第一,市场化和法治化的提法意味着先修改《证券法》再推动IPO注册制改革的主张得到认可。金融是最需要法治规范的领域,这已经在债市、股市、银行信贷和民间借贷诸多弊案中得到了证实。因此,如何有序建设多层次资本市场的建设,发展和完善中国金融体系,防范区域性和系统性金融风险,都需要金融法律法规的系统配套,通过立法修法对金融调控、金融监管和金融交易行为起到引领作用。

第二,未来有可能推出高收益债券,并大力发展中小企业短期融资券和集合债。从某种程度上说,作为去年年中十八届三中全会提出的多层次资本市场建设的两大重要内容之一,债券市场改革的着力点不在一级市场而在二级市场,原因在于二级市场才是风险跟踪和定价的关键所在。只有广泛的做市商群体参与,才能带动二级市场的流动性予以实现,继而通过对一级市场的反馈约束债券的发行,包括约束城投债和地方政府债务的无序扩张。

# 撤销假日办 促进带薪休假回归

王传涛

运行14年后,全国假日旅游部际协调会议于15日正式撤销,其全部职能并入新设机构国务院旅游工作部际联席会议制度之中。分析认为,这将意味着,放假政策将从假日旅游转向带薪休假。

遭受无数骂名的全国假日办终于退出了历史舞台。对于近几十年来,一直处于风口浪尖的全国假日办工作人员而言,相信这是一种释放和解脱,毕竟,被网友和网友质疑为什么事也不干一年到头就研究如何挪周末放假的日子不好过。

我一直认为,全国假日办只是一个“中国式放假”的替罪羊。一方面,全国假日办不是一个机构,没有固定的编制和额外的工资发放,或者说,全国假日办只是一种工作方式和工作方法,因此,“全国假日办还招人,我想考这个部门”的调侃也并不靠谱;另一方面,全国假日办只是一个发文机构,真正能够决定如何放假的,其实是长期以来已经固化的假日旅游思维。

起源于上世纪90年代的“旅游黄金周”,在内需不振的历史时期,起到过重要的历史作用。但不可否认的是,连节带堵的“中国式旅游”已经让国人痛苦不堪,“中国式放假”早已在刺激经济发展的功利思维下与惬意、休闲、舒适等美好的词汇走得越来越远,也与休闲社会南辕北辙。

2008年开始实施的《职工带薪休假条例》和2013年通过的《国民旅游休闲纲要(2013-2020年)》都在淡化“黄金周”概念的同时,多次强调“带薪休假”的重要性。上个月发布的《关于促进旅游业改革发展的若干意见》,也认为以往的放假方式容易出现旅游资源使用不均衡的情况。应该说,落实带薪休假这一基本权利已经成为政府下一步将要重点完成的任务之一。这是一种价值的回归。

# 严格落实官员“禁读”EMBA

江德斌

一个多月前,中组部发文严禁领导干部参加高收费的培训项目,EMBA、后EMBA、总裁班等被明确列为高收费社会化培训项目,“领导干部一律不得参加”。这引发领导干部退学EMBA风潮。与收入相比,这些培训收费高昂,参与官员需要支付其数年甚至数十年的工资。“天价学费”容易滋生腐败,或有企业给官员“送学费”。

中组部发布的领导“禁读令”,非常明确具体,直接堵住了官员参加高收费培训的口子,令官员与EMBA等培训项目无缘。而从实际效果来看,部分商学院开始清理“下架”官员学员名单,部分商学院则严格审核学员身份,显示“禁读令”发挥出了一定的效力。但也有部分商学院对“禁读令”视若无睹,仍然在招收官员学员,说明“禁读令”只是对官员有效,需要严格把控住官员这关。

就读EMBA等高收费培训项目,均需要耗费大量金钱,动辄就是几十万元的学费,远远超出官员的正常收入范围,却偏偏有那么多官员趋之若鹜,显然不符合现实逻辑。从具体情况来看,部分官员是用公款报销学费,部分官员则是依靠企业出钱,真正由官员自费的几乎没有。

# 京津冀协同发展需要突破地方利益约束

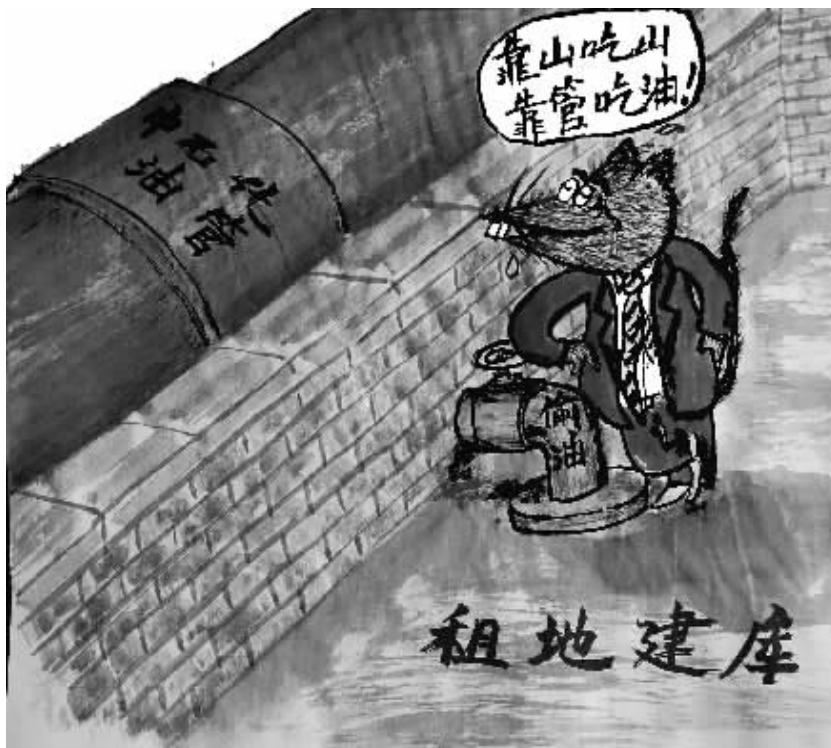
京津冀一体化协同发展将成为十三五期间区域发展的重大战略之一,政府高层的强力推动也使得今年以来京津冀三地的互动合作步伐明显加快。但当前的协同发展讨论更多集中在政府层面,市场只是作为被动参与者等待政策落地,这种“政热经冷”的局面使得京津冀在重新配置资源方面进展并不大。在中央推动下引发的三地政府匆忙应对,不应该忽视了合作的主轴,促进产业升级。

围绕产业升级,目前在交通方面京津冀协调发展的空间较大。据统计,京津冀三地之间的“断头路”多达2300公里。如河北燕郊与北京通州虽然只有一河之隔,却无法顺畅联通。“断头路”不通,要素流通明显受阻,市场隔绝。这也使得打通三地,尤其是北京与河北之间的交通阻碍迫在眉睫。尽管交通直接影响三地的资源

流动,从而对各自的产业升级产生重要影响,但受限于地方利益很多交通项目难以落地。例如,燕郊住了十几万人,很多都是从北京来的,但是北京的轻轨就不往那里修。有一种担心认为,如果把轻轨修到外省,北京市的房价就会下降,土地出让收入也会下降。这些利益矛盾需要中央的协调统筹、顶层设计来解决。

在具体产业方面,天津和河北都是以制造业为主,只是所处的产业链位置不同,而北京则以服务业为主,对就业的吸附能力明显要强于津冀,产业结构的差异决定各自产业升级将沿着不同方向展开。虽然当前北京在强调疏解首都非核心功能以缓解城市的巨大压力,但是这很难改变北京在吸引外来人口方面是市场容量的扩张,这对津冀而言意味着机会。但当前像“动批”这类由政府

# 中石化员工租地盗接输油管线偷油4亿元私卖



郭喜忠/漫画 孙勇/诗

硕鼠盯上中石化,演绎新版大家拿。几个内鬼挖暗道,万吨石油进私家。输油环节缺监管,销售终端少督查。问责整改难治本,产权改革快出发。

行政力量推动的市场转移实际上无视北京的巨大市场潜力,考虑更多的是完成政治任务。从政府的角度来看,“动批”是合理的。此前北京市西城区区委书记就曾透露,2万多名“动批”商户每年给西城经济贡献6000万元的税收,而政府却需要为“动批”附近的交通、环境等管理费用支付1亿元。看上去“动批”迁移在经济方面合算,但是如果考虑动物园批发市场带动的就业以及周边商业规模,以及“动批”给商户带来的潜在损失,“动批”的社会收益和成本比较结果很可能就不支持大规模搬迁。产业发展给社会带来的负外部性过大,可以通过淘汰落后部门,升级相关产业来纠正负外部性,整体大规模搬迁不是上策。而当前京津冀三地产业协同发展方面的相对滞后就表明政府在考虑产业升级方面仍然没有从市场发展的角度出发,更多是基于政

(安邦咨询供稿)