

深化利率市场化改革 为金融国际化铺路

王勇

11月4日,国务院总理李克强主持召开国务院常务会议,部署贯彻党的十八届五中全会精神,用新理念统领“十三五”规划编制,确定深化利率市场化改革,完善利率形成和调控机制。在笔者看来,当前中国正在加速人民币国际化和金融市场国际化进程,在这样的形势下,政府强调深化利率市场化改革,是在为中国的金融市场国际化铺路。

中国金融市场国际化步伐加快

伴随着中国致力于构建开放型经济新体制和加速实现人民币国际化,中国的金融市场开放以及国际化的步伐也在不断加快。中国国内金融市场与国际金融市场逐步联成一体,从而使国内金融市场越来越成为国际金融市场的组成部分,让国内资金以及国际资金能在包括中国金融市场在内的全球金融市场上交易、流动,形成资金优化配置,同时吸收利用国际资金,参与国际资金大循环。中国金融市场的开放和国际化的路径无外乎两种:一是请进来,二是走出去。

2014年,启动沪港通、阿里巴巴在纽交所上市以及英国发行以人民币计价的英国国债等,标志着中国的金融市场开始真正走向国际化,尤其是沪港通,加速了人民币的双向流动,使香港在中国

金融市场国际化中扮演重要角色。2015年以来,中国致力于构建开放型经济新体制,放宽市场准入,扩大内陆沿边开放。扩大金融市场的对外开放,稳步推进人民币资本项目可兑换。推出 QDII、RQDII、QFII 跨境金融投资机制,放宽跨境投资政策,鼓励合格的境内外投资者使用人民币开展跨境金融投资。中国央行在英国成功发行 50 亿元人民币央行票据,两国央行将双边本币互换规模从 2000 亿提高到 3500 亿元人民币。发布上海自贸区金融 40 条,进一步推进上海自贸区金融开放创新试点等,都是当前中国加快人民币国际化进程、扩大金融市场开放进而提高中国金融市场国际化程度的重要举措。接下来,中国将继续推进金融市场对外开放及改革相关政策,比如,争取尽早推出深港通,同时,积极研究沪伦通可行性;还要放宽额度限制和投资范围,打通个人跨境投资通道,推动离岸人民币建设。更具有战略意义的是,11月7日,两岸领导人习近平与马英九在新加坡的历史性会面,不仅有助于促进两岸和平发展,更会进一步促进两岸经济与金融合作,以此为契机,两岸或将进一步扩大金融市场开放。

利率市场化是金融市场国际化基础

中国金融市场国际化程度主要体现在资金能否参照国际金融市场的利率定

价机制,引导资金乃至资本品进行公开、公平的交易和结算,确保资金的高效流动、顺畅循环、科学避险和合理收益。换言之,利率的定价就是对风险的定价。而国际金融市场利率定价机制就是在无风险利率基础上,根据不同风险的金融工具有不同的利率层次,从而形成市场收益率曲线。当国际金融市场的利率与中国国内金融市场利率存在差距时,国际资本便会流入或流出,随之又会影响到中国的资本供给和利率。由于利差的经常存在,国际游资数额巨大,利差的传导渠道就不容低估。

鉴于利率与汇率以及通胀率之间的关联性,国际金融市场利率及其传导在金融全球化过程中会有力地影响着中国的利率水平,并且通过实际利率的变化影响中国经济的运行。所以,这就不难理解 11 月 3 日发布的中共中央关于制定“十三五”规划建议中再次提到推进利率市场化,因为利率市场化是一项改革。目前,尽管存款利率上限已经放开,但更大的挑战还在于在金融市场上形成能引导利率预期的利率信号。同时,中国利率形成、传导和调控还需要与国际金融市场利率体系接轨,所以,利率市场化改革这项工作还没有做完,“十三五”时期还要继续做。

11月4日的国务院常务会议强调深化利率市场化改革,其深刻意义就在于让中国金融市场利率与国际金融市场利率“接轨”,只有这样,才能为中国的金融市场国际化铺就一条宽阔、便利、高效、顺畅的价格形成、传导以及调控之路。

“十三五”期间要深化利率市场化改革

“十三五”时期深化利率市场化改革的着力点就是要放在建立健全与市场相适应的利率形成和调控机制。对于

利率形成机制,就是要坚持由市场供求决定的利率形成机制,市场利率根据资金供求状况和人民币与外币汇率波动状况而定,完全按市场行为决定资金配置,从而完善市场化的利率体系和传导机制。

需要注意的是,市场化形成机制的关键是要建立和完善市场基准利率。从某种意义上讲,市场基准利率是利率市场化机制形成的核心。当前,我国已建立起 Shibor 和 LPR 的基本市场利率体系。接下来,需要进一步完善 Shibor 和贷款基准利率(LPR),使 Shibor 能更为真实反映资金供求关系,着力发挥其基准利率的作用,将 LPR 集中报价机制由货币市场向中长期信贷市场延伸,使金融机构享有充分的自主定价权,进而建立起既适应国际金融市场定价规则、又符合中国实际的利率定价模型。

对于调控机制,要积极推动和完善央行政策利率体系,以此引导和调控包括市场基准利率和收益率曲线在内的整个市场利率,以实现货币政策目标。

对于传导机制,短期内还要继续发挥存贷款基准利率的参考和指引作用,用好短期回购利率、再贷款、中期借贷便利等工具,理顺政策利率向债券、信贷等市场利率传导渠道,形成市场收益率曲线。同时要加强对非理性定价行为的监督管理,采取差别存款准备金率等方式,激励约束利率定价行为。总之,“十三五”时期深化利率市场化改革就是要真正实现利率对金融资源的配置作用,为中国金融市场国际化奠定良好的定价基础。

(作者系中国人民银行郑州培训学院教授)

央行货币政策思路有新调整

周子勋

央行最新公布的三季度货币政策报告称,下一阶段,中国人民银行将按照党中央、国务院的战略部署,坚持稳中求进工作总基调,主动适应经济发展新常态,继续实施稳健的货币政策,保持政策的连续性和稳定性,保持松紧适度,适时预调微调,既要防止结构调整过程中出现总需求的惯性下滑,同时又不能过度放水、妨碍市场的有效出清,为经济结构调整与转型升级营造中性适度的货币金融环境。

值得关注的是,央行提出“要防止结构调整过程中出现总需求的惯性下滑”的同时,首次做出了“不能过度放水、妨碍市场的有效出清”的表态。这是一个新的提法。在该报告中,央行对此进一步作了解读,“上述理论(指中国面临通货紧缩时需要更多货币宽松政策)一定程度上仍属于短期需求分析和局部均衡,从全部均衡和更长期的视角看,在未进行有效的结构调整和市场调节情况下简单推行大规模刺激政策,虽然短期有助于弥补需求缺口和保持物价基本稳定,但这些扩张性投资很快会转化为产能和供给,可能导致更加严重的产能过剩和债务累积,从而产生更大的物价下行压力。”由此,“防止结构调整过程中出现总需求的过快下滑,又要注意保持定力,避免过度放水”,“守住不发生区域性系统性金融风险的底线”。

央行对于通缩背景下的货币宽松政策的理性看法值得肯定。金融理论中有个著名的不可能三角,说的是一个国家难以同时实现以下三个目标:固定汇率制度、资本自由流动与独立的货币政策。通常而言,一个国家只能在这三个目标中选择两个,而不得不放弃另一个。

当前,中国央行实际上面临着一个新的“三难选择”:稳增长、国际化与控风险,区别于老三难的三选二,新三难只能三选一,即选择其中一个目标,必须放弃另两个目标。具体情况为:第一,为了稳增长,央行既需要进一步降息降准,又需要人民币兑美元汇率适度贬值。然而,继续降息降准可能导致短期资本加剧外流,这可能影响到控风险。此外,人民币兑美元汇率贬值又可能遭致美国反对,从而影响到国际化;第二,为了促进人民币国际化,央行一方面需要改革汇率形成机制,另一方面需要稳定即期汇率,这两方面诉求意味着央行在当前必须持续大规模干预外汇率,从而影响到保增长;又会进一步导致中国外汇储备不断缩水,从而降低防范风险的能力;第三,为了防风险,如果央行加大对短期资本流动的监测与管理,这似乎与自己承诺的资本账户加快开放背道而驰;如果央行试图抑制人民币兑美元汇率的贬值幅度,这意味着人民币汇率形成机制改革可能再度停滞,也可能与央行保增长的职能发生冲突。如何在新三难中进行权衡着实考验着央行。

在当前的关键时刻,稳增长与控风险的重要性要远大于国际化。用中国社会科学院世界经济与政治研究所张明教授的话说,人民币最终能否成功国际化,归根结底要看未来十年中国经济能否继续保持较快增长、中国金融体系能否做深做强、中国能否避免系统性金融危机的爆发。中国经济稳增长压力依然不减。如何应对经济下行压力,是当

前中国宏观经济政策要考虑的重要问题。在货币政策上,除了为今年的相对,也为明年经济增长创造一个相对宽松的货币环境。而且,“十三五”期间,中国经济年均增速的底线将是 6.5%。数据显示,今年三季度,中国国内生产总值同比增长 6.9%,为 2009 年以来首度“破 7”。这意味着,持续多年的中国经济增速下行空间已经不大。因此,需要货币政策有所作为。

但政策着力点需要调整方向。在十八届三中全会至五中全会确定好中国的发展框架之后,政策着力点不应该再着眼于宏大的规划目标和政策目标,而是从宏观转向微观,关注微观经济环境改善和企业的发展。政策着力点从宏观走向微观对当前的中国市场有重要意义:一是将政府资源从宏观的议事层面上下沉到实际的市场层面,避免很多事议而不决,流于空谈。如果决策仅仅停留在空中漫步,它会产生极大的政策成本和机会成本。二是改变政策关注的重点和着力点。政府政策对于资源配置仍具有决定性的影响,如果政策很“虚”,资源配置的效果就肯定“实”不了,即使按政策执行了也可能是一种低效配置甚至错误配置。如果政策从天上落到地上,经济资源和政策资源也会更多地落到现实的市场中。三是能够切实地推动市场化改革。十八届三中全会提出的市场化改革战略之所以落实不好,与政策的虚实就虚有很大关系。在笔者看来,衡量市场化改革有无成就,就是要看企业发展环境是否改善,如果企业觉得经营环境比过去自由了、宽松了,更愿意加大投资和创新,市场化改革就是向良性发展;否则就是空谈。

基于这样的逻辑,当前,货币政策要对中国经济稳增长做出更大的贡献,不能再局限于不断释放流动性,当务之急是改变金融资源错配的格局,从系统上来解决资金沉淀的问题,提高资金的利用效率。政府仍需通过放松相应监管限制和大力发展国内资本市场等扶持中小企业。

最近,国务院要求加快建设市场化的利率调控机制;此前的 10 月 23 日,中国人民银行决定放开存款利率上限。放开存款利率上限,是利率市场化的重要里程碑,但还不是利率市场化进程的全部。利率市场化进程中的另外两项重要任务,是强化金融机构的市场化定价能力和进一步疏通利率传导机制。要让金融市场和机构更多地使用诸如 SHIBOR、短期回购利率、国债收益率、基础利率等市场利率作为产品定价的基础,逐步弱化对央行基准贷款利率的依赖;同时,要通过一系列改革来疏通利率传导机制,让短期利率的变化(和未来的政策利率)能够有效地影响各种存贷款利率和债券收益率。这两个领域的实质性进展是向新的货币政策框架转型的重要基础。

当然,需要注意,货币政策过度宽松也将带来风险。过度的宽松政策能够给经济增长带来实际益处不多,强化原有缺陷和问题的情况倒是不少。这主要是因为中国经济结构缺陷没有解决的情况下搞的任何量化宽松,都是对缺陷的错误放大。

从这层意义上看,在去年 11 月以来的宽松货币政策通道中,央行关于不过度放水的看法是一种值得肯定的理性调整。未来央行政策可能在稳增长和防风险上加以权衡,不会以过度宽松的货币政策来降低结构性调整企业的违约风险。

劳动密集型产品出口下滑不可避免

闻一言

海关总署最新统计数据显示,10月份,我国进出口总值 2.06 万亿元,下降 9%。其中出口总额 1.23 万亿元,较上月下降 5.7%,这是外贸出口总额 7 个月以来首次出现环比下降。其中,多类劳动密集型产品出口下滑明显。

10 月份外贸出口总额 7 个月以来首次出现环比下降,特别是劳动密集型产品的出口下降得最厉害,再一次证明了“人口红利”在中国经济发展中的优势基本结束,中国经济结构性矛盾再一次凸显,经济结构与发展必须转型升级的要求比任何时候都来得迫在眉睫。然而,左右着“中国制造”的出口市场走势,是劳动力成本上涨所形成的挤压效应,很多以劳动密集型为主的出口加工企业迎来了“低利润”、“零利润”时期,这种态势在几年前就反复呈现出来,当时的中国企业虽说意识到了这一点,但是,并没有痛下决心改变“贴牌人品牌,拿人家图纸、替人家生产”的生产模式,原因是当时国际市场并没有糟糕到今天这样,人们总是乐观地看待中国劳动密集型出口产品的优势仍在,一时半会儿不至于被别人所替代,而当东南亚一些国家以劳动力价格低廉挤压中国劳动密集型出口产品的利润空间时,这种在预料之中的“不利局面”以一种非常显眼的方式呈现出来。

中国劳动密集型产品出口下滑明显而悲观。

显,是中国经济结构在调整中“慢一拍”的具体反应。近年来,中国产业结构调整喊声震天,可真正落实到产品升级、产业转型上来,无论是政府还是企业,总是决心不大,动力不强,积极性不高,原因是固有的劳动密集型出口产品是地区经济发展中的“支柱”,在没有新的出口产品替代的情况下,无论如何也不愿、不肯、不想将业以形成产业链条的加工出口产品进行转型升级,正是这种“安于现状”的侥幸心理,导致了劳动密集型出口产品总是在“低成本竞争,低权益生产,低端化生存,定价话语权微弱,盈利能力低下”的恶性循环之中“苟且偷生”着。中国劳动密集型出口产品在外贸结构中节节下滑正是成为主因,佐证了经济结构调整的机遇稍纵即逝,不及时并牢牢抓住就会被动。

随着中国劳动力价格不断攀升,劳动密集型出口产业在中国外贸份额中出现下滑将不可避免,这倒逼中国劳动密集型出口企业必须主动地进行产业转型升级,必须由低端制造业变为高技术含量的制造业。“中国制造 2025”为中国制造转型升级规划了时间表和路线图,为劳动密集型出口企业指明了方向,也为劳动密集型出口企业创造了转型升级的巨大空间。只有不失时机地抓住机遇,才能创造出属于中国劳动密集型出口企业的巨大商机和未来。对此,我们不必对眼下劳动密集型产品出口下滑明显而悲观。



电子商务进农村,市场广阔易扎根。产业融合有缺漏,政策扶持求稳准。新思维是摇钱树,互联网藏聚宝盆。瞄准农业现代化,机遇留给聪明人。

赵乃育/漫画 孙勇诗

停牌新规有利于增强市场活力

谭浩俊

日前,上交所发布了《关于进一步规范上市公司停复牌及相关信息披露的通知(征求意见稿)》,并对外公开征求意见。《通知》将筹划重大资产重组的停牌期限规定为最长不超过 5 个月,拟延期复牌的,须详细披露前期工作具体进展、延期复牌的具体原因和后续工作计划进度。

申请股票停牌不仅是上市公司的一项权利,也是股市最常见的一种行为。特别是今年以来,不仅筹划重大资产重组事项、非公开发行股份等因素停牌的公司很多,而且在股市出现震荡时,还有一大批公司为避险而停牌。

除避险而停牌的特殊情形之外,在正常停牌的公司中,也存在停牌时间长短不一,短者 3 个月内复牌,长者超过 5 个月也不复牌的现象。以筹划重大资产

重组停牌为例,从 2014 年至今,沪市共有 164 家公司停牌,停牌时间超过 5 个月的约有 20 家。

就目前股市的实际情况而言,停牌、特别是筹划重大资产重组事项的停牌,似乎都属于市场的“利好”消息,对投资者有利。但这必须建立在各项基础工作十分充分、停牌时间不要过长、停牌期间信息披露准确可靠的基础上。如果停牌时间过长,且在反复延长停牌时间,没有及时披露相关信息,不仅对投资者不利,对市场也会产生不利影响。

停牌也等于资金冻结,停牌的公司越多,不能流动的资金就越多,停牌的时间越长,不能流动的资金时也就越长。自然,也会影响整个市场的资金流动,影响对其他公司的投资。特别是流通市值较大的公司,一旦停牌,将有大量资金难以流动。所以,限制上市公司股票停牌时

间,一定程度上也是减少市场资金被“冻结”,增强市场交易活力。

在新一轮国企改革全面启动、多数企业把整体上市和引入战略投资者作为改革的主要抓手的情况下,如果不对拟停牌公司的停牌时间作出限制,那么,在接下来的时间里,因停牌而形成的资金“冻结”现象将十分严重。一方面,规模原本就很大、吸引资金很多的上市公司,一旦停牌,就会引发大量资金无法流动;另一方面,拟参与国企改革的其他所有制上市公司,在参与国企改革时,也需要通过停牌来处理。所以,缩短停牌时间,对增强市场活力是有帮助的。

在间接融资成本过高、其他融资渠道又不够宽敞的大背景下,希望通过上市来融资的企业也越来越多。这也意味着,上市的门槛必须放低、大门必须敞开。这对市场资金供应也提出更高的要

求。除了鼓励社会资金、国内外投资者、机构等投资股市之外,增强股市自身的资金流动性,减少因上市公司行为不规范或批准程序过于复杂等形成的资金流动性被堵塞、“冻结”现象严重等问题,也是不可忽视的重要方面。很显然,通过限定上市公司停牌期限,就是减少资金“冻结”,增强市场活力非常重要的方面。

停牌新规的出台,也会形成一种倒逼机制,迫使上市公司的上级主管部门、企业等能够加快审批步伐、简化审批程序,避免给上市公司停牌过长时间,避免对投资者和市场产生伤害。

总之,停牌新规有利于增强市场活力,有利于保护投资者尤其是中小投资者的利益。同时,还能督促上市公司加大信息披露力度,及时准确地将信息披露给投资者,以便投资者做出更加准确、理性的判断。

联系我们

本版文章如无特别说明,纯属作者个人观点,不代表本报立场,也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论,请打电话给 0755-83501640; 发电子邮箱至 ppl18@126.com。