

经济高质量增长是不发生系统性金融风险的基础

用高质量增长作为主动防范化解系统性金融风险的基础,要严把货币供应闸门,排除各方面对货币政策决策的干扰,坚持货币政策独立性。高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源,在实体部门体现为过度负债,在金融领域体现为信用过快扩张。



范建平

我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。

从经济发展的国际经验看,当一个国家经济发展水平达到中等偏上收

入阶段,往往会结束高速增长,转向中速增长。如果不切实际地继续盲目追求过高的增长速度,运用货币放水、信贷增速加快的金融加杠杆办法,虽然可能短期内有效推高经济增长速度,但经济增长质量下降,将会出现一批僵尸企业,资产价格虚高,房地产出现泡沫。这种经济发展路径下,货币政策调

控有再高的技艺也无济于事,最终会积累越来越多的金融风险隐患,甚至守不住发生系统性金融风险的底线。

在今年7月召开的第五次全国金融工作会议上,习近平总书记对金融工作作出了一系列重大判断、重要决策和明确要求:党的十八大以来,我国金融改革发展取得了新的重大成就。回顾改革

开放以来我国金融业发展历程,解决影响和制约金融业发展的难题必须深化改革。”不断扩大金融对外开放。通过竞争带来优化和繁荣。”防止发生系统性金融风险是金融工作的根本性任务,也是金融工作的永恒主题。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置”。应对系统性风险,主题是防范,关键是主动。改革开放是主动防范化解系统性金融风险的历史经验和未来抉择。

党的十九大明确提出,必须坚持质量第一、效益优先,以供给结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革,提高全要素生产率,着力加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系,着力构建市场机制有效、微观主体有活力、宏观调控有度的经济体制,不断增强我国经济创新力和竞争力。

用高质量增长作为主动防范化解系统性金融风险的基础,首先要严把货币供应闸门,排除各方面对货币政策决策的干扰,坚持货币政策独立性。高杠杆是宏观金融脆弱性的总根源,在实体部门体现为过度负债,在金融领域体现为信用过快扩张。

2016年末,我国宏观杠杆率为247%,其中企业部门杠杆率达到165%,高于国际警戒线,部分国有企业债务风险突出,僵尸企业”市场出清迟缓。一些地方政府也以各类”名股实债”和购买服务等方式加杠杆。2015年年中的股市异常波动,以及一些城市出现房地产价格泡沫化,就与场外配资、债券结构化嵌套和房地产信贷过快发展等加杠杆行为直接相关。

不可否认,我国宏观杠杆率过高,与过去片面追求高速度的方方面面压力下货币供应总闸门有关系。在宏观调控上,对货币”总闸门”的有效管控受到干扰。在风险酝酿期,行业和地方追求增长的积极性很高,客观上希望放松”银根”,金融活动总体偏活跃,货币和社会融资总量增长偏快容易使市场主体产生错误预期,滋生资产泡沫。当风险积累达到一定程度,金融机构和市场承受力接近临界点,各方又呼吁增加货币供应以救助。宏观调控很难有纠偏的时间窗口。

在监管体制机制上,在新业态、新机构、新产品快速发展,金融风险跨市场、跨行业、跨区域、跨境传递更为频繁形势下,监管协调机制不完善的问题更加突出。监管定位不准,偏重行业发展,忽视风险防控。系统重要性金融机构缺少统筹监管,金融控股公司存在监管真空。统计数据和基础设施尚未集中统一,加大了系统性风险研判难度。中央和地方金融监管职能不清晰,一些金融活动游离在金融监管之外。

加强党的领导,确保金融改革发展正确方向。党的十九大对金融改革开放和防范系统性风险明确了顶层设计。坚持党中央对金融工作的集中统一领导,增强”四个意识”,落实全面从严治党要求,确保国家金融安全。

加强和改进中央银行宏观调控职能,健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。随着我国金融体系的杠杆率、关联性和复杂性不断提升,要更好地将币值稳定和金融稳定结合起来。货币政策主要针对整体经济和总量问题,保

持经济稳定增长和物价水平基本稳定,把好货币供应总闸门,在处理僵尸企业过程中必然会有方方面面喊紧的压力,货币政策必须要顶住压力才能完成供给侧结构性改革。宏观审慎政策则直接和集中作用于金融体系,着力减缓因金融体系顺周期波动和跨市场风险传染所导致的系统性金融风险。

建立国务院金融稳定发展委员会,强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责,有利于切实落实部门监管职责。需要充分利用人民银行的机构和力量,统筹系统性风险防控与重要金融机构监管,对综合经营的金融控股公司、跨市场跨业态跨区域金融产品,明确监管主体,落实监管责任,统筹监管重要金融基础设施,统筹金融业综合统计,全面建立功能监管和行为监管框架,强化综合监管。还需要统筹政策力度和节奏,防止叠加共振。此外,中央和地方金融管理要统筹协调,发挥中央和地方两个积极性,全国一盘棋,监管无死角。

统计数据显示,我国65岁及以上人口占总人口比重在2000年已超过10%,预计2027年超过14%,从而进入地地道道的老龄社会。在2027年前,中国仍然具备中速增长的潜力,如果这个中速增长的质量较高,化解过去积累的不良资产的能力较强,更好地利用股权融资来降低杠杆率,引导资金真正投资到科技创新能力较强的企业,我国的质量变革、效率变革、动力变革的金融支持得到保证,中国在新时代的经济将以优质的中速增长继续引领全球。(作者系国家信息中心研究员)

金融行业该如何更好地服务实体经济

陈道富

金融与实体经济本相辅相成,金融并不只是被动反映实体经济,而是会在反映和引导实体经济过程中加剧经济资源的坍塌(解构)和聚集(重构),进而实现资源按照金融体系的认知和标准优化配置。

金融要更好地服务实体经济,本质上是重新”归位”和”融合”的过程,就是要顺畅实体——金融循环,关键是要提高金融价格发现的准确性和效率。

金融服务实体经济中存在的合意现象

在经济转型的关键战略期,我国金融发展迅速,实现深度转型,但也出现了变异和乱象。从金融服务实体经济的不合意角度看,以下三个现象值得关注:

第一是信用高速扩张。在间接融资为主的市场经济下的信用高速扩张,直接表现为我国宏观杠杆率的快速上升。如果考虑到大量的”明股实债”,杠杆率的上升更迅速。这是经济发展内在信任下降的外部表现。在信用超常规增长的过程,带来了财富的迅速转移。

虽然以CPI(居民消费价格指数)、PPI(生产价格指数)衡量的价格增长缓慢甚至负增长,但资产泡沫、各类管制引发了大家对货币真实价值贬值的担忧,在行为上表现为对实物资产如黄金、房子的追捧,对外币、比特币等的关注。此外,我国金融增加值占比快速上升,2017年上半年达到8.8%,显著高于英美日德等发达国家同期水平。这在一定程度上反映了我国经济增长陷入”信用扩张推动型”的增长,信用成为增长中的相对短缺和重要因素,获得相对较高的增加值。

第二是在”有偏”信号引导下出现了信用投放的集中化和影子化。

从央行的资产负债表看,我国主要基于外汇占款和各种借贷便利(对其他存款机构的债权)投放基础货币,持有的国债规模甚至低于政府在央行的存款。考虑到升值环境中外汇储备运用的负收益,国家和私人使用外汇之间的巨大差异,我国基础货币的创造成本高昂。我国的基础货币和内含的铸币税,没有很好发挥支持国内基础设施(包括公共服务和福利)建设的

作用。从更广的金融资产负债表看,M₂(广义货币)以及更广义的信用货币,其创造的信用基础主要是房地产、政府项目和个人。以金融机构贷款投向为例,2014年~2016年新增贷款中,分别有28%、29%和45%投向房地产,其中2014年、2015年投向制造业的仅有4%和5%。2016年则出现净减少。

近些年我国出现较为明显的”财政金融化”和”金融财政化”。除政策性银行以外的政策性金融业务大幅膨胀,如地方融资平台、PPP(政府和资本合作)、PSL(抵押补充贷款)、产业基金等。隐性担保和刚性兑付也使得商业性金融业务带有财政色彩,对金融机构的贷款投向要求,如三农、小微等,也是金融和财政的融合。

此外,由于产业政策和监管要求等原因,我国信用扩张越来越表外、表外化”、影子银行系统快速膨胀,投资方向更是偏向房地产和政府项目。不透明、链条拉长带来额外的信任和交易成本,最终增加了实体经济的融资成本。

第三是我国金融系统的激励约束机制扭曲带来对市场信号的”有偏”反应。

这集中体现为金融系统出现短期化、泡沫化和劣币驱逐良币等现象。我国倾向于采取”问题导向”型解决思路,这可以提高政策和制度的针对性,但也导致政策甚至制度频繁变化,规则缺乏一致性。在这种背景下,落袋为安”成为合理选择,市场行为出现普遍的短期化。

此外,常言道”太大不能倒”,而在我国更是”大小也不能倒”,政府隐性担保加上仅共享收益,不分担损失的激励,破坏了激励约束机制的平衡性,市场快速膨胀且过度投机。在这种市场氛围下,稳健的投资行为被市场淘汰,市场自我强化了投机氛围。政府出于稳定、促进经济增长和公平等非市场化目标,干预市场甚至修改市场规则,从市场效率的角度出现了较为普遍的”劣币驱逐良币”现象。

提高金融服务实体经济效率的策略思考

金融”脱实向虚”是结果,存在即合理。有金融发展的成果,有经济、金融转型的反映,也有我国制度选择的必然,是金融运行中实际遵循的标准

和适应这种标准优胜劣汰的结果。一套标准的运行结果会强化这套标准,进而凸显这套标准的局限性。如果仅仅用行政手段使金融”脱虚向实”,不但缺乏现实基础,当前的实体经济也接纳不了如此庞大的金融资源。资产荒和资产泡沫就已显示出某种无奈,而且可能再次扭曲,造成新的产能过剩、僵尸企业等。

因此,提高金融服务实体经济效率,关键是要改变造成这种结果的体制和机制,营造适宜的生态,用”势”而不是用”力”,让金融和实体经济各归其位,寻找新动能重新平衡两者力量,形成基于真实认知的良性循环。具体而言,从以下三大问题进行探讨:

1.关于隐性担保和刚性兑付问题。

我国目前普遍存在的隐性担保和刚性兑付,本质上是信用的增级和转换,将直接融资(市场)转换为部分的间接融资(机构)。

如果提供隐性担保和刚性兑付的是市场化的金融机构,那么可以按照实质重于形式,按照间接融资的资本、人员、制度等就能进行有效管理。当金融机构提供隐性担保和刚性兑付,那么这种行为已不是投资者自负盈亏的直接融资行为,而是带有间接融资特性的市场行为。

只要保证提供隐性担保和刚性兑付的机构有足够的资本、专业能力和制度约束,同时保证市场参与者有必要辨别能力,就会区分真实的直接融资和带有间接融资性质的直接融资。为此,政府只要保证参与者限于有专业辨别能力的投资者(合格投资者),并要求提供隐性担保和刚性兑付的机构有必要的资本、专业人员和制度就可以了。

如果提供隐性担保和刚性兑付的机构并非完全的市场机构,例如政府或银行等带有国家安全网的金融机构,那么隐性担保和刚性兑付就变成了准财政问题,涉及政府行为的管理。在这种情况下,要么打破刚性兑付,改变市场对隐性担保的预期,回归正常的市场关系;要么承认提供隐性担保和刚性兑付,但加强对政府财力和行为的管理,使得担保得到合理规范且有财力保证。总之,需加强政府隐性担保管理,防止国家安全网被滥用,产生道德风险。

2.关于政府的管理和干预问题。

我国政府以所有者、监管者、参与者和调控者等不同身份介入金融活动。不仅制定规则,维护市场秩序,还采取多种手段干预和管理市场主体及其行为。干预和管理手段包括财政、货币、产业、汇率利率和股指、收入等。这使得金融市场



面对的是经政府调整后的实体经济信号。为减少实体经济信号扭曲引致资源错配,有必要认真审视政府对经济信号的调整,减少非必要干预。具体措施有如下两点:

一是,降低汇率制度对我国宏观经济政策和经济运行的制约。为此,可考虑放宽外汇市场的主体准入和交易限制,特别是根据跨境交易的发展,不断调整外汇交易的”按需原则”内涵,完善汇率的市场化形成机制,提高汇率波动弹性,为提高本国货币政策独立性创造条件,形成真正独立的货币区。

二是,区分财政和金融功能。对于处于纯粹财政性和商业性中间的政策性金融业务,应有严格的制度安排,尽量减少财政性要求对金融行为带来的扭曲。根据金融工作会议精神,金融服务实体经济,当前主要是要服务于三农、小微等普惠金融、绿色金融和科技金融,服务于国家的战略性项目。这本质上是在政府主导和引导下的资源配置,政府判断的准确性、作用的合理发挥成为至关重要的因素。

这也意味着,将有大量的政策性金融业务,更有必要设计好可持续的财政与金融合作机制。考虑到我国尚未充分发挥基础货币的支持作用,可考虑由基础货币更大力度支持国内基础设施的长

期非市场化融资——国债(央行持有国债或公开市场操作),在政策性金融业务中适当提高财政支持力度,更好平衡财政和金融关系。

3.关于金融的供给侧改革问题。

资源配置是影响金融服务实体经济效率的主要方面,金融在特定资源配置要求下的实施效率,则是影响金融服务实体经济效率的重要方面。具体来看,有如下三个方面:

一是完善宏观调控框架、目标和手段。转型期的宏观调控不同于常规环境中的宏观调控,需要及时调整宏观调控的框架、目标和工具。

当前可考虑进一步加强并完善MPA等宏观审慎管理体系;修改M₂等传统货币指标,将货币市场基金尤其是具有支付功能的余额宝、财付通等纳入M₂统计并缴纳流动性准备;适当降低法定存款准备金率替换高额的公开市场操作余额(各种借贷便利),减轻流动性供给压力、降低金融体系流动性成本的前提下,使得法定存款准备金率和借贷便利均具有实际的市场影响力。

在不明显扩张资产负债表的情况下,逐步用国债替代外汇占款,平衡借贷便利、持有国债和高额的法定存款准备金率,通过调整资产结构以低成本支持实体经济基础设施建设。当然,这需要在汇率

提高金融服务实体经济效率,关键是要改变造成这种结果的体制和机制,营造适宜的生态,用”势”而不是用”力”,让金融和实体经济各归其位,寻找新动能重新平衡两者力量,形成基于真实认知的良性循环。

制度、外汇市场建设、国债发行和财政政策等方面进行相应的调整。

二是改善基础设施和金融监管,维护合理的市场秩序。完善金融基础设施,例如非标资产的登记、确权,建立有效和完备的征信和支付系统等,发展与市场相容的统一监管理念和有差异的监管技术,保护中小投资者和消费者权益,维护市场秩序。

三是强化反洗钱等制度,为金融”无因”交易创造条件,提高金融交易效率。一方面,区分意识形态、犯罪和监管的不同边界。另一方,集中清算和托管、破产隔离和”无因交易”原则等金融制度安排,为降低金融交易成本提供了重要的制度保证,除非必要,需为金融发展提供一个相对独立的价格发现、风险分担的环境。

四是推动经济转型,提高政策和制度的稳定性和可预期性。当前改革和宏观政策成为影响市场波动的主要因素。过度强调保密和解决当前问题,不利于预期管理和时间上的公平,不利于增量知识的有效扩散,不利于宏观意图的实现,也降低了价格发现的准确性。平衡好决策的保密性和改革方向、主要措施的市场沟通,是降低改革成本、提高金融效率的重要方面。(作者系国务院发展研究中心金融所副所长)