

中国金融市场化改革将进一步提速

周子勋

近期,央行负责人频繁释放推进利率市场化的信号。11月22日,央行副行长潘功胜在中国金融会计学会2013年年会上表示,目前我国利率市场化改革已行进至关键时期,央行已制定推进利率市场化进程整体改革方案,将坚持建立健全以市场为决定性因素的利率形成机制,建立健全自主定价机制,形成较为完善的市场利率体系、健全中央银行利率调控能力。20日,央行副行长胡晓炼在《财经》年会上演讲时说,利率市场化改革将有完善金融机构自主定价、转变货币政策调控方式和放开存款利率管制三步。在条件基本成熟时,将择机放开存款利率管制,这是利率市场化的最终一步。19日,央行行长周小川在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》辅导读本中撰文,也做了类似的表述。即近期着力健全“利率定价自律机制”,近中期“完善央行利率调控框架和利率传导机制”,中期“全面实现利率市场化”。

今年7月,中国全面放开了人民币贷款利率管制,这是近年来国内利率市场化改革取得的重要进展。某种意义上说,放松利率管制,意味着中国政府可能并不打算通过传统的货币政策刺激经济,取而代之的是改革与结构调整。这符合中国经济结构性失衡的现实,也将使中国经济获得长期受用的改革红利。

目前,中国货币市场利率、债券市场利率、外币存贷款利率已先后实现市场化,只有人民币存款利率有上限管理。也就是说,在利率市场化方面,今后改革剩下的问题在于如何推进存款利率市场化改革。由于放开存款利率管制的影响更为深远,所要求的条件相对更高,是利率市场化改革进程中最关键、也是风险最大的内容。因此,需要根据各项基础条件的成熟程度分步实施、有序推进。特别在其他相关基础制度,如存款保险和金融机构破产法还未建立起来时,存款利率的市场化需要更加谨慎。

令人关注的是,作为存款利率市场化的关键产品,酝酿许久的大额可转让存单(NCD)可能很快就试点发行。中国人民银行副行长潘功胜11月22日在中国金融会计学会2013年年会上表示,近年来我国利率市场化步伐明显加快,在前期放开贷款利率管制后,近期将在银行间市场推出大额可转让存单业务。NCD的试点将按照央行此前所定的“先同业、后企业和个人,先长期后短期”的思路推进试点。这考虑到了近年来同业融资市场发展迅速,同业融资利率已经市场化的现实。央行计划在同业存款取得成功经验后,再发行面向企业及个人的大额存单。所谓大额可转让存单,指的是存款人在商业银行的存款证明,一般金额较大,利率参照市场利率浮动,存款期限长于活期。与其他凭证相比,NCD在到期日之前允许转让。这样,存款

人能够以实际上的短期存款取得按长期存款利率计算的利息收入。从某种意义上说,NCD的试点是利率市场化中又一重要标志,其旨在给金融机构信贷产品定价提供参考。在近期推出银行间NCD业务的基础上,下一步还将扩大存款利率浮动区间,最终放开存款利率管制。

不过,正如中国社科院刘焯辉教授所言,实现利率市场化远非存款利率浮动和减小利差等形式问题,而在于支撑利率市场化的经济条件、市场条件、监管条件和体制条件。如果体制不改,在放开竞争之后,当某家银行出现竞争失败时,还会由政府出面兜底。当前的困局根植于政府主导的资源分配体制,如果这些条件不改,利率市场化改革等要素改革很难取得实质成效。也就是说,改革的关键是要实质性突破金融垄断,厘清金融与政府的关系。

当然,除利率市场化外,人民币汇率形成机制改革路线图也很清晰。在汇率市场化改革方面,周小川近日表示,有序扩大人民币利率浮动区间,增强人民币汇率双向浮动弹性,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定;进一步发挥市场汇率的作用,“央行基本退出常态化外汇市场干预”,建立以市场供求为基础,有管理的浮动汇率制度。

周小川这一表述引起了市场的好奇和关注:“基本”退出常态化外汇市场干预是什么意思?代表央行今后怎样的改革方向?虽然周小川的这篇指导性文章没有提供改革的细节及时间表,但急于进入中国资本市场

的投资者对他的言论迅速做出了回应。英国《金融时报》引述布朗兄弟哈里曼银行(BROWN BROTHERS HARRIMAN)的分析师的看法称,“从中国央行的视角看,目标已经明确了一段时间了”,但“尚未明确的是时间框架和中间步骤。这一切听上去给人以希望,令人鼓舞,但具体实施时间表仍不得而知”。交易员们相信,中国官方在推动经济再平衡、从出口驱动的增长转向消费拉动的模式之际,愿意容忍人民币汇率进一步走高。野村证券常驻新加坡的全球NDF主管斯图亚特·奥克利(STUART OAKLEY)表示,“中国央行不喜欢‘大爆炸’式的政策;他们的每一步都将是高度把握分寸和渐进的”。周小川文章所显示的政策调整,今后将会持续地影响市场。实际上,就在周小川的文章公布后,曾导致美元汇率短暂下跌,因为投资者猜测,如果中国要降低所积累的巨额外汇储备,美元这种储备货币可能会受到影响。分析人士认为,随着央行逐渐减少入市干预,市场供求对汇率形成作用的增强,人民币对美元的交投会更加活跃,人民币汇率波动和频率都会有相应的增加,2005年以来人民币汇率单边升值趋势有望终结。

总之,中国金融业市场化改革将会进一步提速,相关改革的路线图也日渐清晰。目前来看,存款利率市场化的改革可能将持续相当长的时间,以避免存款利率市场化所带来的风险。随着改革的推进,中国宏观经济的框架也将大幅调整,这将考验决策层把握改革节奏的能力。

从全球股市看“东西盛衰”之变

罗宁

股票市场一直以来都被视为经济运行的晴雨表,根据证券投资基本面分析理论,实体经济的发展状况对股票市场总体走势具有决定性影响,股票指数的涨跌大致上也能反映出宏观经济的运行状况。因此,通过全球主要经济体股指走势比较,在一定程度上可以窥得世界经济格局演变的走向。

2008年全球金融危机爆发后,在发达经济体金融市场遭受重创、实体经济陷入衰退的同时,新兴经济体率先复苏、增长迅速,“东盛西衰”一时成为世人热议的话题。从全球股指走势看,截至2009年6月末,摩根士丹利资本国际公司(MSCI)美国、欧元区和日本指数与2008年末相比较,仅分别上升了2.4%、4.3%和1.6%,MSCI新兴市场指数同期增幅却高达34.3%。

但经历了前期爆发式增长之后,近两年来新兴经济体增速明显放缓。特别是最近,在美联储退出

量化宽松(QE)预期强化的背景下,资金大幅撤离新兴市场,印度、印尼、泰国等经济体遭遇货币贬值、股市重挫,投资者恐慌情绪攀升,唱衰新兴市场的声音渐趋强烈。与此同时,美欧日发达经济体复苏加快,“东盛西衰”的格局似乎已经开始逆转。截至2013年9月末,MSCI美国、欧元区和日本指数分别较2008年末上升了18.3%、13.2%和22.3%,MSCI新兴市场指数同期却下跌了6.4%。

今年10月份以来,全球股市进一步呈现明显分化格局,美欧日经济数据总体向好推动发达市场股市普遍强势上行,新兴市场经济增速下滑、通胀风险攀升、跨境资本异动引发股市大幅震荡。而美联储主席继任人选耶伦在11月参议院金融委员会听证会上的“鸽派”论述也激发了市场热情。截至11月22日,MSCI美国、欧元区和日本指数分别上

升了6.1%、3.2%和1.6%。新兴市场股市呈现“倒V”型走势,美联储延迟退出QE使资金流出新兴市场趋势放缓,曾一度推动多数新兴经济体股市反弹,10月22日MSCI新兴市场指数较月初增长了4.8%,但新兴市场经济增速放缓、通胀风险持续攀升、跨境资本继续外流等问题仍较突出,其后的一个月股指又下跌了3.4%。

展望未来,虽然美国债务上限可能再起波澜,美联储货币政策仍存不确定性,欧洲主权债务、银行业危机尚未完全解除,日本亦面临全球经济复苏不稳定带来的下行风险,这些均可能引发股市回调,但总体上看,发达经济体已走出“衰”之泥潭,稳健的复苏趋势将给未来股市的进一步上行提供强力支持。而新兴市场面临的形势却不容乐观,受自身经济增长乏力、金融环境脆弱多变和国际资本大幅流动等因素影响,在未来可预见的一段时间内,新兴市场股市或将维持维持宽幅震荡。

值得注意的是,新兴市场股指的总体表现并不意味着本轮增长行将结束,简单称“东盛”趋势扭转也为时过早。近年来,全球崛起的新兴经济体在全球经济总量的占比持续上升,据IMF最新预测,2013年按照购买力平价测算,占全球GDP的份额将超越发达经济体升至50.4%,未来五年内实际GDP增速仍将明显高于发达经济体。当然,“东盛”之路绝非坦途,目前新兴市场所经历的,正是世界经济金融运行及政策应对从应急到调整阶段的转换过程而带来的阵痛,同时也是倒逼新兴市场加快结构调整、优化资源配置的重要信号。相信经历了阵痛蜕变的新兴市场能够重拾增势,成为21世纪全球经济发展的主旋律之一,新兴市场股市也将迎来新的一波上涨行情。

(作者系中国工商银行城市金融研究所宏观经济分析师)

需强化金融创新对城镇化建设的支撑作用

唐加文

当前城镇化进程中普遍面临金融难题,很多城镇由于缺乏融资能力,而且一些城市公共基础设施不完善,在设有多种途径、多种投资、融资体系的支持下,城镇建设步履维艰,相对严重的问题层出不穷,城镇化建设中必然会造成一部分农民失去土地,在没有一个健全、完善的金融体系以及社会保障机制的支持下,农民的基本生活无从保障会引发民生危机,进而造成矛盾,这在一定程度上使得城镇化失去了核心目的与根本意义。

城镇化建设更加需要一个有力的财力后盾的支撑,然而,从现今的城镇化建设来看,许多城镇地区仍未建立一套健全、完善的金融创新,区域商业银行数量少,其他类型的金融机构也有待建立与开发,在没有这些金融创新的积极支持下,城镇化建设就缺少有效的融资渠道,城镇化建设无法持续进行。

有效解决城镇化金融难题的建议:

1、加强与城镇化建设相配套的金融基础设施建设,扩大金融服务范围。
要不断创新金融系统服务模式,建立政策性金融、商业性金融等各种金融组织形式,持续扩大金融服务城镇建设的范围。积极开拓新型金融组织,例如:股份制银行、小额贷款机构等等。对于经济发展相对欠佳的地区则可以尝试引入大型商业银

行、保险或证券企业等多种金融部门,在它们的协作互助之间打造多元化融资渠道,确保为落后乡镇地区提供更多方便、快捷又安全的融资渠道。

2、积极完善有利于推进城镇化进程的金融创新扶持政策。

积极支持民营企业投资改制的金融机构。积极完善产业发展规划,促进城镇产业集聚发展,全面提高民营企业的经营水平与经济效益,以此来使更多的金融资金前来集中支持城镇化。

极力扶持民营企业,并在税收政策、人力资源与经营管理等方面给予更多优惠支持,积极引进更多的金融企业,调动各种金融手段来为民营企业提供资金,通过这种方式来促进城镇地区经济的发展。

积极吸引业务经验丰富的金融部门来入驻。可以在税收等方面给予特殊优惠支持,使其能够为所建设城镇地区提供资金支持,进而带动这一地区经济的繁荣发展。

积极强化国家行政管理部门的监督管理,要根据不同地区的经济状况来集中研讨编制具体的城镇化建设方案。国家行政管理部门要积极主动组织促进城镇化发展的交流座谈会。利用政策与税收等措施来积极支持金融部门创新发展,积极研发涉农金融服务模式,支持实体经济的金融产品。随着金融创新的健全发展来拓宽直接融资比例,

以此来促进城镇化建设进程的飞速发展。

积极发挥财政的支持力度。积极优化财政分配制度,加大在一些建设周期长、收益慢项目的投资力度,积极调动预算资金引导作用的发挥,也可以通过贷款贴息以及税收减免等措施来弥补信贷风险。积极支持与吸引各种类型的资本资金,例如:中外合资、外商独资等经济形式前来投资,推动城镇化建设。

加强行政办事效率,为城镇化建设提供支持。国家行政管理部门需要在农业土地流转以及审批方面给予更多的便利,减少繁琐的程序与费用支出,以此来为投资创造良好机会,积极支持城镇化建设。

3、积极发挥城镇化本身形成的市场调节作用,适当减少国家的干预。
城镇化的过程本身就是市场化的过程,也就是要将乡村、城镇地区建设成为一个市场经济繁荣发展、各种城市化设施齐全的现代化城市。城镇化的背后自然隐藏着一只看不见的手,那就是市场调节的作用,它能够有效调节资源的优化配置,提高各个经济行业竞争力,自然会提高整个城镇地区的经济水平。

4、积极发挥城镇化所对应地域性金融部门的作用。

城镇地区的地方金融机构作为一种珍贵的金融资源,其作用必须得到充分的发挥,特别是一些区域性商业银行,要鼓励其吸引更多的民营资本与外商资本前来投资,并积极建立具有成熟业务能力、健全功能体制的

现代金融机构,通过增资扩股的方式来提高其影响力,采用法人治理的现代经营管理制度,不断优化股权结构,提高金融机构的管理水平。

当前,推进城镇化已经成为我国经济发展的重大战略,其核心是要以人为本,重点是通过信息化和工业化的深度融合、工业化和城镇化的良性互动、城镇化和现代农业的相互协调,来实现工业化、信息化、城镇化、农业现代化同步发展。从现实来看,城镇化是一个长期的、复杂的过程,涉及面广、影响因素多,要实现上述目标,必须解决好该过程中存在的布局不合理、环境生态危机、城市公共基础设施不完善、失地农民权益保障、农民市民化以及住房、教育等问题。在这种形势下就需要充足的资金、财力的支持,也就是需要一套健全完善的金融系统的支持,因此,加强针对城镇化的金融创新,对于加快城镇化进程具有十分重要的意义。

城镇化作为我国未来经济社会发展的重大战略,关系到我国产业结构的转型升级、扩大内需和全面建成小康社会目标的实现。加快金融创新,充分发挥金融市场的调节功能,来促进资金资源的优化配置和金融系统与城镇化建设的直接对接,强化金融创新对城镇化的支撑力,这既是中国城镇化的需要,又是中国推进经济发展方式转变和全面建设小康社会的内在要求。

(作者系清华大学教师)

国泰君安证券股份有限公司
GUOTAI JUNAN SECURITIES CO., LTD.

诚信 亲和 专业 创新

热烈祝贺证券时报创刊20周年