

5月10日中国央行在宣布降息的同时,也将存款基准利率的浮动区间上调到了1.5倍。此举预示着中国经过20多年的努力,极有可能在今年取消存款利率浮动上限,在形式上完成利率市场化。对于中国的金融体系,这将无疑是惊险的一跃。在利率市场化的情况下,中国央行对于货币政策的操控,流动性从金融体系到实体经济的传导,经济中融资成本的高低,都将发生根本性的变化。本文将就这些问题进行一些尝试性的探讨。

中国利率市场化的名与实

■ 胡伟俊 麦格理证券大中华区首席经济学家

贷款的数量管制

首先从改革的起点谈起。在过去很长一段时间,出于降低资金成本以支持投资的目的,中国的存款利率一直被政府大幅压低。另一方面,中国的银行业,由于行业的高壁垒以及主管部门的协调,多年以来成功地维持了一个类似卡特尔的结构:通过减少竞争保持了一个相对稳定的息差水平。

投资者都知道,如果拥有稳定的息差,最好的投资策略就是加杠杆。对于银行而言,加杠杆的办法就是通过大力吸储和放贷来做大资产负债表。为了避免银行贷款增速过快,中国政府不得不引入贷款额度以制约银行的放贷能力。换句话说,人为压低的利率,加上银行卡特尔所带来的稳定息差,其自然的结果就是对于贷款的数量管制。

正是因为信贷总量不是由市场而是由政府决定的,信贷市场长期供不应求,因此中国历来存在信贷配给的问题。之所以增加小微企业贷款的口号喊了很多年,但始终收效不大,就是因为银行在不愁放贷的情况下,出于利润和降低风险的考虑,更有动力向大企业特别是大型国企贷款。事实上,对于很多中国企业来说,贷款不是成本高低的问题,而是有和无的问题。同时,在信贷配给的情况下,银行拥有很强的议价能力。所以在中国降息往往不能相应降低企业的融资成本。因为即使贷款利率降下去了,银行仍然可以通过提高中间费用来获得补偿。

公开市场操作作用有限

对于中国的银行而言,从事贷款的回报远远比购买债券利润丰厚。因此,银行资金运用的首选总是贷款。而债券市场则成了贷款数量管制下银行摆放剩余资金的地方。对于企业而言,债券融资非常困难,虽然中国债券市场的整体规模已将近38万亿人民币,但其中70%左右都来自政府和银行,企业发行的债券只有10万亿,和60多万亿的企业贷款相比非常小。对于绝大多数民营企业而言,债券市场更是可望而不可及。

贷款管制和债市门槛加在一起,就导致了中国央行公开市场操作作用有限。因为在一开始,银行就已经在贷款额度内,尽可能多地放出了贷款。所以,即使中国央行通过公开市场操作使得债券收益率下降,银行并不会因此把资金从债券市场转移到贷款,所以贷款量并不能直接上升。而从企业的角度,即使债券的收益率下降,很多企业却发债无门,因此债券融资上升也有限。正是因为贷款和债

券这两条渠道是不太通畅的,所以即使公开市场操作导致银行间利率大幅下降,也很难传导到实体经济。

降息作用有限

不仅是中国央行公开市场操作的作用有限,在贷款的数量管制下,如果没有贷款数量的大幅上升加以配合,降息的作用也是很有有限的。当然,降息之后,存贷款利率确实会有一定下降。这时因为,虽然贷款基准利率已经放开了浮动的上下限,但实践中仍然是借贷双方一个重要的参照点;而中国银行体系高度国有的特点,也使得银行不会对中国央行发出的信号视若无睹。因此,降息的确可以在一定程度上缓解现有贷款人的融资成本。

但是,由于存在信贷管制和债市门槛,降息本身并不能直接影响实体经济流动性,所以实体经济的融资成本下降也非常有限。事实上,中国真正的货币放松,都伴随着信贷数量的大幅放松,比如说在上一轮的大规模刺激中,新增人民币贷款从2008年的4.9万亿一下子跳到了2009年的9.6万亿。

利差市场化下的 货币政策传导渠道

理想状态下,中国央行可以通过公开市场操作来影响金融体系内的流动性,从而改变短期的资金价格(例如美国的联邦隔夜利率)。而金融市场会基于此,通过交易产生对实体经济更重要的中长期利率,这样中国央行就可以通过货币政策来调控经济活动。

例如,如果中央银行希望采取宽松的货币政策,就可以向市场上注入更多资金,驱使短期的政策利率下降至新的目标位。这时,市场参与者开始预期政策将进一步宽松,中长期的债券收益率也会相应下降。面对下行的资金成本,企业就可能增加债券的发行。同时,如果债券的收益率相对于贷款的收益率下降,银行也会选择将更多的资金从债券市场转移到贷款,使得贷款的供给也相应上升。这时,通过债券和贷款两条渠道,流动性就从金融体系传导到了实体经济,而实体经济中融资成本也将相应下降。

显然,上面所说的在利率市场化条件下的降息,和中国式的降息有着本质的不同。在中国式的降息下,央行通过行政手段,直接决定了所有期限的存贷款利率。重要的是,这一过程并不一定伴随实体经济流动性的上升。就像刚刚过去的一季度,虽然也降了一次息,但M2的增速却进一步下降。换句话说,中国式降息,由于存在贷款数量管制以及债券市场的不足,两条出水口都不畅通。即使利率被行政性手段所降低,但实体经济的流动性不一

定改变。

中国式 QE

在中国的货币政策框架下,实体经济融资一般有几个渠道:除了上述的银行贷款和债券融资之外,其他主要还包括外汇占款和影子银行(股市融资量非常小)。目前,这几个渠道都多多少少遇到问题。中国高企的企业债务,使得监管层不愿再次大幅放松信贷,而影子银行由于其不透明性,受到了监管的打压,去年以来增速下降非常快。外汇占款受到全球资本向美国回流的影响,去年以来也一直很弱。

因此,剩下的办法,就是中国央行直接借钱给实体经济(当然可以使用金融机构作为通道,但性质一样)。需要注意的,央行直接贷款不是万能的。首先存在很大的坏账风险,毕竟,信贷风险的控制并非央行的本职。其次,这同信贷资源应更多由市场而非政府配置的大方向相悖。最后,央行再贷款规模有限,并非长久之计。根本性的解决办法,仍然是通过完善金融市场,打通银行间市场和实体经济的流动性通道。

最近中国式QE成为热门的话题。究其实质,中国的QE,无非就是上述的,在传统的流动性通道堵塞的情况下,由央行直接借钱给实体经济。需要指出的是,无论在形式和实质上,这都和欧美的量化宽松QE有着本质的区别。

形式上看,欧美由于短期利率已经下降到了0,降无可降,因此央行需要购买其他债券(MBS或者中长期国债)来压低中长期利率。中国的政策利率并不为0,因此并不需要做西方意义上的QE。实质上,欧美由于实体经济低迷导致融资需求不振,导致大量资金停留在银行体系内部。而中国的经济增长仍在7%左右,实体经济仍有很大的融资需求,只是因为金融市场不完善,导致实体经济融资需求得不到满足。因此,欧美和中国虽然症状相似,但病因却完全不同。

所以,中国式QE和欧美QE大不相同,也许并称之为QE有误导之嫌。事实上,中国央行即使真的大幅压低中长期债券的收益率,作用也有限,因为中国从金融体系到实体经济的传导渠道不畅。中国央行需要做的是自己操刀,绕开银行间市场,将实体经济注入流动性。和欧美QE由于周期性的原因不同,这是中国金融体系的制度性缺陷导致的。可以说,制度不改,中国式QE不止。中国最需要的,不是结构性的货币政策,而是对金融市场进行结构性改革。而这,正是利率市场化应有之义。

债券市场 是实现利率市场化的关键

行文至此,可见大力发展直接融资,推动利率市场化,已经刻不容缓。中国央行最近刚刚推出面向企业和个人大额存单,标志着大额存款利率已经市场化。也许在几个月后的一次降息中,中国央行就会宣布取消存款利率浮动的上限,从而在形式上完成利率市场化。但是,由于贷款数量管制和不发达的债市,即使存款利率上限取消,央行面对的问题和调控的手法 and 以前并不会有很大区别。所以,这只能说在形式上完成了利率市场化。

几乎每个人都同意,利率市场化并非是中国央行对于利率完全放弃不管,而是通过市场化的办法形成而已。但是,这一切只有在贷款市场和债券市场相互联通的情况下才有可能发生。如果仍然像目前一样,债券市场只是银行在用完信贷额度后存放剩余资金的地方,中国央行很难通过调控债券市场的流动性来影响存实体经济的融资成本的。这时,即使央行完全取消对于存款利率的控制,也无法把控实体经济的流动性状况,最后可能不得不回到数量控制的老路上。

目前可以采取的政策,首先是提高银行的贷款供给,比如逐步废除贷存比的约束,以及通过资产证券化和地方债置换来释放贷款额度。其次,从中长期看,需要放松银行业的准入门槛,从而通过银行之间的竞争来压缩信贷利差,从而降低贷款利率。第三,大幅放开债券融资的难度。如果这个过程中债券市场利率上升过快,中国央行还可以通过大幅度降准,来保持银行间市场流动性的充裕。

这一系列政策的最终结果,是打通债券市场和贷款市场。而这里最关键是迅速发展债券市场,使之成为能与银行贷款一样,成为中国经济另一条融资渠道。这里可以做的事很多,最重要的是允许更多的企业发债;其次,可以逐步以高收益债的方式,将影子银行活动纳入债券市场;第三,发展大型机构投资者,使得债市成为老百姓另外一种配置资产的手段。而且这些大型投资者也可以成为银行资产证券化的主要买家,从而释放银行的信贷能力。

而这一切的目的,就是打破旧的基于数量控制的流动性框架。以中国储蓄率之高,而融资却如此之难,表明目前的金融体系在配置资源上存在很严重的问题。这就回到利率市场化的本质,人类为什么需要市场,原因是市场是发现信息的最佳工具。在中国真正实现利率市场化之前,没有人知道中国的均衡利率是多少。利率之所以要市场化,关键在于我们希望看到资金可以根据市场信号来配置。做到这一点,前面还有许多路要走,即使取消存款利率上限,也只是刚刚开始。

“中等收入陷阱”并不存在

■ 朱天 中欧国际工商学院经济学教授

(上接O1版)

“东亚奇迹”或源自东亚文化

那么,日本和东亚四小龙究竟凭什么能够成功跨越中等收入阶段呢?这个问题的答案很可能是“东亚文化”。关于东亚奇迹的文化派解释,1980年代在人文和社会学界颇为流行。文化派认为儒家文化的一些特征如强烈的成就动机、勤俭节约、重视教育等是东亚经济成功发展的一个关键因素。或许正是由于东亚地区人民的这些共同文化,使得东亚在物质资本,尤其是人力资本的积累速度上、在学习西方先进技术的能力上超过了其他发展中国家。传统的文化派学者的软肋不在其基本观点有什么不对,而在其严谨的理论和定量分析不足。可喜的是,过去十几年来,国际上一些主流经济学家已经开始通过更加严谨的定量方法来研究历史文化传统对经济发展的影响。

1960年以来,只有中国大陆、新加坡、韩国、中国台湾、博茨瓦纳和安曼出现过人均GDP三十年平均增长率超过6.5%的发展速度。其中博茨瓦纳和安曼属于资源型经济体,博茨瓦纳是非洲最富的国家之一,但其经济增长很大程度上依赖于钻石,过去20年的发展速度大大放缓,而安曼则依赖于石油,经济增长受石油价格的影响很大。所以,能够保持三十年快速增长的非资源型经济体都来自东亚,最终都顺利加入高收入国家和地区行列。作为东亚文明发源地的中国也不会例外!中国在今后15年里面临的最大的挑战不是如何跨越中等收入阶段,而是在发展经济的同时如何有效地缓解巨大的环境负债、贫富悬殊和社会不公,逐步建立一个更加公正、廉洁、民主和法治的社会。(完)

制度演进解码

■ 何帆

(上接O1版)

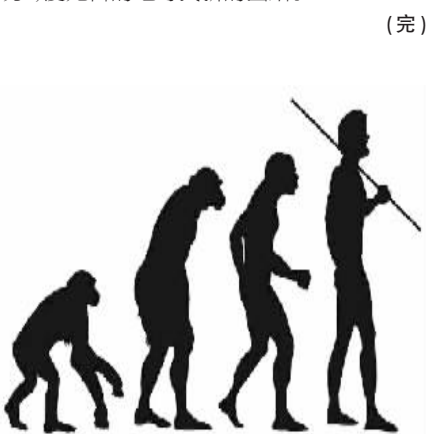
国家兴衰和物种存亡之间的相似程度,很容易引发人们的想象。假如借鉴进化论,尤其是分子生物学对进化论的“进化”,不妨提出若干假说,以激发学者们的讨论。

首先,物种之间的外表差异极大,但基因的重合程度超过人们的想象。人类和黑猩猩之间的基因重合程度高达99%,和猴子的基因重合程度达到90%,和香蕉的基因重合程度都有50%。同理,各种制度,万变不离其宗,政治体制和经济体制需要完成的基本功能都是相似的,内在的逻辑也一以贯之。从表象来看,制度的区别很大,从内在的基因来看,可能相似程度极高。如果仅以制度的外在形式判断其绩效差异,恐怕很容易谬以千里。

其次,基因会出现变异,制度会出现变革。基因的变异往往是随机的、大部分是中性,甚至有害的,只有少部分是有益的。同理,大部分政策都不过是为了官员为了显示自己没有闲着,而是有所作为才出台的。政策变革很少有深思熟虑的长期安排。盲目的变革、随意的调整占了大多数。这些“制度变迁”大部分是瞎折腾,不少会带来极大的负面影响,只有极少数才能带来巨大的社会进步。

再次,正如地球上已有的物种,99%都已经灭绝了一样,人类社会所尝试过的大部分政治、经济制度都会失败。我们看到幸存下来的制度,可能会自然而然地得出结论,这就是最适合人类的制度,但这是一种典型的“幸存者偏差”,被淘汰掉的制度很可能仅仅是因为运气不好。假如亚历山大大帝没有英年早逝,假如1588年英国在海战中输给了西班牙,假如美国没有打赢独立战争,假如希特勒没有出兵苏联,而是占领了英伦三岛,这个世界是什么样子的?我们又该如何解释这个世界?

最后,不是所有的制度都是完美的。正如生物学家古尔德讲过的一个故事,熊猫的拇指其实不是拇指,而是“桡侧腕骨”,只能凑合着用。人类的阑尾到底有什么用,谁也不知道。海星和海胆早期已经有了脑的雏形,但进化着进化着反而把脑弄没了。我们的眼睛构造极其笨拙,完全装反了,之所以还能读书、看电影,是因为我们的大脑发达,能够把看到的零星碎片重新编码、整合。政治、经济制度恐怕亦然。一个国家所经历的全部历史都是它的遗产,我们往往只能背负着所有的“传统”,漫无目的地寻找新的出路。(完)



“经济处方”难解决中国老龄化问题

■ 聂芳义

本月初,北京大学中国经济研究中心主任姚洋在英国《金融时报》中文网发表《中国老龄化问题的解决之道》一文,对于中国老龄化的问题,他给出的“药方”是——建议中国政府放弃计划生育政策,延迟退休年龄尤其是女性退休年龄,提高年轻人教育水平,和加大研发支出。

诚然,这些建议与其说是中国老龄化问题的解决之道,不如说是中国经济增长长期趋缓问题的解决或缓解之道,其隐含的逻辑假设是:经济增长问题解决好,老龄化问题自然迎刃而解,经济发展固然重要,但是姚主任开出的“经济处方”之于中国老龄化问题而言,显然是片面不足的。

面对老龄化问题的严峻挑战,中国亟需更加系统的解决方案,需要从国家和政府、社会、企业或单位、家庭和个人各个层面通盘思考、全面筹划,方有可能在2050年左右——当中国达到重度老龄社会(届时中国大约每三人中就有一位60岁以上老年人)时,避免普遍发生老年人“夕阳不红”、凄苦度日、自杀高发的社会悲剧。

对于上述问题,我们首先要改变的就是,凡事从党、国角度出发寻求解决方案的思路,更应该从最根本的个人和家庭的角度开始谈起,随后谈企业和社会的责任,最后再谈国家和政府的对策。

对于个人和家庭而言,老龄化社会的到来,往往伴随着两大类风险——长寿风险和年老多病以致需要长期护理的风险,俗称“老不死”的风险和“久病床前无孝子”的风险。

长寿风险这个学术名词指的是,退休前按预期的寿命准备养老金,但是活得比长寿超过预期,以致没有足够多的钱按自己预期的方式生活,拖累子女导致子女不孝敬,老年生活质量大幅下降的一种风险。中国人均寿命从1949年建国以来的43岁大幅提升到目前的75岁,随着医疗技术和经济社会的发展,人均寿命延长将是大势所趋;然而中国“未富先老”的状况早已不是什么新闻,这提醒人们

需要根据自身的实际情况做出合理的退休规划,以及储蓄和投资计划,慎重考虑何时退休、如何养老、在哪养老等人生重大问题。

在这一点上,个人与其依靠国家和政府,不如更多承担个体责任、多多依靠自己。从1985年“只生一个好,国家来养老”,到1995年“只生一个好,国家帮养老”,到2005年“养老不能全靠政府”,到2012年“推迟退休好,自己来养老”,再到现如今“以房养老”,你认为这些口号靠得住吗?要想有一个绚丽的“夕阳红”,可能唯一行之有效的个人对策是“自求多福”,根据自己的情况早日规划,尽早着手准备。

在一个重度老龄化的社会,年老失去生活自理能力而需要他人长期护理的个人风险,将被急剧放大,成为一个显著的社会问题。美国长期护理专家Peter Kemper教授的报告显示,美国65岁男性余生内需要长期护理的比例为58%,65岁女性余生内需要长期护理的比例更高达79%。对于中国独生子女家庭而言,他们如何为失去生活自理能力的老人提供长期护理,更是一个需要根据自家情况提前预备、早日规划的大概率事件。

家庭和个人知晓和重视老年人生活风险,对于避免人间悲剧是非常重要的。数据显示,中国老年人的自杀率大大高于其他年龄段的自杀率。例如,根据《2013中国卫生和计划生育统计年鉴》,2012年中国城市居民自杀率平均为每十万人中有4.82人,而70岁老人的自杀率则是这一平均自杀率的3到7倍。根据世界卫生组织的数据,每1起自杀案例的背后大约有20起自杀未遂的案例,由此可见老年生活极端不幸福或境况欠佳是非常普遍的,这提醒人们要慎重对待退休和退休规划,要为退休生活做好足够和全面的准备。

对于企业或单位而言,它们需要将应对老龄化危机提高到企业社会责任的高度。一方面,企业应为自己的员工提供企业年金,将提供丰厚养老金福利作为吸引和留住人才的重要手段,向员工提供具有弹性的退休时点选择权。另一方面,企业还需要为自己的员工提供相关的养老资讯、培训和讲座,如波音等美

国公司,它们为高级员工或全体员工提供退休规划和咨询服务,提高员工对退休后老年人生风险的认知度,目的是帮助员工更好地应对退休后的各种人生风险。

相对于慈善捐款、捐资助学等履行企业社会责任的方式而言,为员工提供应对老龄化社会危机和风险的相关福利、资讯和服务,也许看上去并没有那么具有广告效益,但这是一个真正具有远见和社会责任感、真心关心员工、关心社会的企业或单位最大的社会责任。

对于社会而言,它需要有更多的包括人力资源和财务资本等社会资源,投入到为老龄化社会服务、为众多老年人服务中去;需要有更多具有远见和企业家精神的商业领袖,开创更具普惠性质而非“高端养老”性质的养老服务和产品;需要更多满怀人文关怀和科学精神的学者,对中国老龄化问题进行更为深入和全面的研究;需要有更多的资本家,投入更多的资本为老龄化社会带来的挑战和机遇融资;需要有更多受到良好老年服务培训的人们,投入到为中国老年人服务这个巨大的市场中。中国保险业除了圈地建高端养老社区以外,也需要开发更多更好的养老年金和长期护理保险产品,为社会提供规避和管理老年人生风险的高品质金融工具。

对于国家和政府而言,最好的应对之策应是要尊重客观规律,真正做到依法治国,利用所掌控的经济资源保住“社保”的底,利用所掌控的政治资源更好地引导全社会积极应对老龄化危机与风险。

尊重客观规律,首先要尊重人口发展的客观规律,修订或废止任何不科学的人口政策,其次要尊重市场规律,加大对政府自身的改革力度,切实利用市场的力量释放中国经济发展的潜力。诸如“提高年轻人教育水平”、“加大研发支出”乃至确定退休年龄等工作。国家和政府大可为而治,放开对高等教育的行政管制,放手让企业自己去决定该如何加大研发力度,放手让企事业单位根据自己实际情况在一定的年龄范围内自主选择何时退休,这应该比国家和政府事事操心效果更好。

国家和政府切实“依法治国”对于应对老

龄化危机也是非常重要的。一方面要加大对老年人这一弱势群体的立法保护力度,另一方面要切实加大执法力度,“有法必依”、“执法必严”地保障老年人权益,打击针对老年人的诈骗和其他犯罪行为。

根据美国成人保护服务处资料显示,美国每年有50至100万件老人受虐待的举报电话,而这些只是冰上一角,因为平均发生13件虐待事件中只有1件会被举报,大部分老人因为害怕报复、担心日后无人照顾、或顾于面子而没有举报。为了从法律层面保护老年人的权益,美国专门制定了联邦老人法案、老人受虐正义法、护理之家改革法案等法律法规,确保老年人尤其是那些丧失自理能力需要长期护理的老人免于言语、精神和身体上的虐待。中国在这方面的立法和保护工作还有待大力完善。

国家和政府利用所掌控的经济资源保住“社保”的底,对于应对老龄化危机而言也是非常迫切的。一方面政府可以将部分国企的股份和分红划归社保基金,让所有老年人的日常基本生活有保障,另一方面其可以向新加坡、韩国、日本等亚洲邻国学习,设立社会长期护理保险制度,让社会在应对失能老人长期护理的风险上有最基本的保障,让失能老人享有最基本、最起码的照料和尊严。

最后,国家和政府还可以利用所掌控的政治资源大力引导社会和人民关注老年人生风险,关注老龄化社会的问题;通过加大养老金保险的税收减免或税收延期等手段,助推社会大众为应对长寿风险早作打算、早日行动起来;国家和政府还可以从文化上大力倡导传统的孝道和家庭观念,倡导社区养老的理念,增强子女、老人和社区的连接和互动,减少“空巢老人”孤苦无依的现象。

总而言之,中国未富先老、快速变老的现状和重度变老的趋势,使得中国的老龄化问题异常严峻,解决如此严峻的问题,需要国家和政府、社会、企业或单位、家庭和个人都正视老龄化风险的所在,以人为本地共同采取多种措施,为必将到来的重度老龄化社会尽早做好准备。