

利率市场化对实体经济 的负面影响与对策选择

[陆岷峰 王婷婷]

当前,金融企业存在较为严重的“脱实向虚”倾象,而利率市场化在促进实体经济发展的同时,也从根本上改变着实体经济的生存环境,既有积极的一面,也有消极的一面。准确把握利率市场化情况下金融企业运行的新特征,研究利率市场化对实体经济的负面影响,变实体经济由利率市场化的被动影响为应对利率市场化负面影响对策的主动作为,从而有效缓冲利率市场化对实体经济的负面影响程度,保持实体经济在新的金融环境下更好、更快的发展。

利率市场化本质上是充分发挥市场在资源配置中的基础作用,形成由供需双方自主决定的资金定价机制,有效实现资金最优化配置的过程。从世界大多数国家金融改革的历史来看,虽然各国改革切入点有所不同,但通过利率市场化,建立有效的金融市场,完善现代金融体系的基本路径与基本目标趋同。我国货币政策当局一直坚持着渐进式改革模式,在全面推进市场

化建设的进程中,利率市场化改革一直贯穿于我国金融市场培育和发展的全过程。自1993年党的十四届三中全会提出利率市场化基本设想以来,经过20多年的发展历程,目前我国贷款利率已经基本放开,存款利率浮动范围逐步扩大。特别是2012年6月将存款利率上限放宽至基准利率1.1倍。可以说贷款端的利率市场化已基本完成,存款端的利率市场化正稳步推进。利率

市场化最直接影响的是各家金融机构,而最终影响的是实体经济。因此,在充分利用利率市场化正能量促进实体经济发展的同时,也要冷静分析利率市场化对实体经济的负面影响,从而有针对性地采取应对措施,从而使实体经济在新的金融环境下得到更好的发展。

一、利率市场化对实体经济的负面影响

1. 利率水平先高后平的趋势对实体经济的消极影响

(1)对经济增长的影响。①影响社会融资增速。2014年一季度社会融资规模为5.60万亿元,比去年同期少5612亿元,其中3月份当月社会融资规模为2.07万亿元,比去年同期少4794亿元,明显低于预期。②削弱投资能力。受到投资瓶颈的约束,以制造业为中心的物质生产和资本迅速转移和外迁,企业投资意愿减弱,投资接续能力偏弱。③加剧经济下行。除了一些产能过剩、能耗以及污染比较大的原材料工业的淘汰退出的结构调整原因,本轮经济增长反复下落、反复微刺激,以利率市场化为代表的金融改革虽在酝酿,但却始终无法激发实体经济活力基因。

(2)对融资企业的影响。①加重企业特别是中小企业借贷成本。调查显示,2014年一季度小微工业企业中,银行平均借款年利息及费用率为8.3%,高于现行银行一年期贷款年利率2.1个百分点。②加剧高利贷盛行程度。外循环性民间金融资金对自由利率具有不完全性和逐利性,据统计调查数据显示,2014年一季度,民间借款平均月利息为2.2%,相当于年利率26.4%。受到市

场利率中枢上升的影响,民间借贷成本随同资金面的紧张度同步正向攀升。

(3)对债务资产质量的影响。①企业非金融债务总额居高不下。我国非金融部门的债务比率已经远超90%的国际警戒线;截至2013年底,我国非金融类公司的债务总额共有12万亿美元,为GDP的120%;2014年又将迎来企业偿债高峰期,预计非金融企业持债规模将为13.8万亿美元,超过美国的13.7万亿美元。②商业银行资产质量下行。利率市场化同步弱化的息差收窄挤压商业银行利润空间,易产生“逆向选择效应”和“风险激励效应”,产生质量风险压力。

2. 利率市场化改革进程中会出现改革不确定性风险

(1)经济结构扭曲诱发利率市场化负面效应扩大。利率市场化对实体经济的正面影响是以经济结构合理为前提,经济结构的严重扭曲会致使利率市场化调节的失向。当前,相对于房地产业和政府融资平台投资项目等一类利率不敏感企业,实体经济企业对利率则较为敏感,基本没有承担利率上涨的能力;对于平均盈利水平大致为6%的实体经济部门,高贷款利率将使其经营难以为继。另一方面,存款利率的提高进一步扭曲了利息率与股息率的比例关系,对股价产生较大的下行压力,引发企业直接融资与间接融资的比例失衡,增加实体经济部门财务成本,对实体经济部门产生挤出效应,造成产业空心化。

(2)创新的金融产品反而加大了为实体经济服务的距离。利率市场化过程中涌现出包括市场、机构、产品、工具等各方面的

金融创新,多数创新活动偏离实体经济需求,成了金融机构规避监管以及体系内资金自我循环、谋取利润的工具。例如,网络经济催生的互联网金融、第三方支付等在内的低成本、低门槛新型金融产品,通过高于银行存款的收益率募集社会资金,委托银行做资产管理或拆借给银行将原本一般性存款转化为同业存款,使得相当部分的资金游离于银行体系之外。本质上,此类金融创新却是一种金融资源的体系内循环的表现,并一定程度是制造金融资金空转,间接推高全社会实体经济的融资成本。

(3)信用扩展加大了金融体系的系统性风险。由于政策的力度和空间的局限性,利率市场化的政策措施反而在进一步拉长资金投放的链条,过度的展开信用扩张,导致金融对实体经济的支持效率下降,虽说影子银行的资金定价上完全由市场供求关系决定,但在资金市场流通渠道尚未完全建立的情况下,影子银行以少量资金高杠杆运作大量社会闲散资金,拉大民间借贷利率与金融机构基准利率距离,形成利率双轨制。实体经济处于资金供求失衡的市场环境中,生产经营运作的成本高,资金周转运作的市场风险大,增加整个金融体系的风险。

(4)国际金融风险的传染性和国内不敏感行业风险并存。一方面,利率市场化及其催生的金融市场创新,使得国内金融更加依赖全球金融市场,金融市场全球性、系统性风险问题将会凸显。另一方面,相对利率不敏感的政府融资与房地产融资项目,实体经济企业的偿债资金多局限于其主营业务收入、资本市场直接融资、银行借新还旧

等,资金来源不稳定,债务风险不可控。资金供给主体在此过程中面临的“逆向选择”和“道德风险”突出,必然提出相应的风险补偿要求,增加实体经济融资成本。

(5)国内宏观调控的利率规则推进过程中的不确定风险。欧美成熟市场国家以“货币市场隔夜拆借利率”等作为调控的基准利率,此基准利率是通过标准化的宏观变量模式精细计算出的宏观变量,是一种反映金融市场的均衡价格,间接引导整个金融市场价格变化。而国内基准利率完全不同于国际市场,是“一年期银行存贷款利率”,只是一种针对银行体系的一种直接微观定价,是其它金融市场的定价基准,市场均衡利率价格无从谈起,无形中推高利率水平,加剧利率波动。

3. 直接加大企业管理风险

(1)利率管理风险。利率市场化条件下,市场对利率起决定作用,随着市场资金的变化,则会产生相应的利率风险。利率风险实际上就是利率变动带来的风险。企业融资或投资后,利率一旦变动将对企业的偿债、投资效益、经营策略等诸多方面产生影响。诸如企业在高利率环境下融资,当还清贷款之前这段时间利率下降的话,则企业会面临利率下降的风险。

(2)财务成本不确定性风险。利率市场化以后,以浮动利率短期融资可能面临市场利率升高的风险,以固定利率长期融资,可能会面临融资后市场利率降低的风险,这些都会增加融资成本的不确定性。同时,利率的非预期变化可能对企业资产价值造成不利影响,如利率升高会造成股价下跌,增加股份制企业股权再融资成本,同时抵

押资产价值降低还可能减少债务融资规模。而企业自身的实力、资质和信用状况也会加大融资成本的分化。资质好的企业将会成为各家银行争夺的重点客户,其获得的贷款也将享受到优惠利率;而资质比较差的企业可能必须支付比现在更高的贷款利息才能获得贷款。

(3)投融资及运营的风险。创新的金融产品如衍生产品本身借助高杠杆,聚集更大风险,对整个金融市场甚至体系的影响显著。而在复杂的结构性金融产品交易中,企业和金融机构的信息和知识强烈不对称,因此企业在风险防范、操作技术和时机等各方面明显处于劣势。同时,在信息和数据缺失的情况下,所面临的挑战则更多。

(4)破产重组风险。利率市场化的本质在于通过资金约束的硬化来对实体经济中的企业和项目形成筛选,从而让回报率低于贷款基准利率的企业因得不到资金而破产或被重组。

二、实体经济应对利率市场化的对策选择

根据德勤中国利率市场化调查结果显示,69%的企业认为应对利率市场化最重要的措施是通过增强企业的增长潜力与实力,提升品牌知名度,增强核心竞争力,来增加资金的可得性,并提高议价能力。47%的企业会积极地拓展其融资渠道,不断优化资产配置和资本结构以期达到财务成本、收益以及风险的平衡。另外,企业将会加强对金融市场信息和产品的研究、分析相应的风险管理,同时通过建立规范的企业财务管理制度和良好的银行合作与沟通,来应对利率市场化带来的挑战。因此,

利率市场化虽然对实体经济有较大的负面影响,但实体经济不应被动地受制于利率市场化的负面影响,而应采取措施,积极化解,将利率市场化的负能量转化为实体经济发展的正能量。

1. 加快发展:提升应对利率市场化的内在能力

(1)推动转型升级。近年来,在国内产业结构调整、投资政策相对宽松的宏观经济背景下,实体经济紧随经济高速增长的轨道粗放式地进行业务规模扩张,与市场经济改革相匹配的经营模式并未实现同步升级,惯性经营模式下的发展扩张与管理能力矛盾不断深化,所以实体经济部门首先要做的就是突破固步自封的经营管理模式,谋求转型与发展。一方面,调整经营管理模式。转变长期沿用的盲目追求规模与速度惯性经营思维,摒弃简单通过铺摊子、抢市场拉动产品营销的经营模式,紧盯市场需求与消费市场新动向,提升企业对外部环境变化与对自身能力判断的准确度,创新可复制的绿色经济模式。另一方面,调整生产要素投入。在国内“三期叠加”的窗口期,原本支撑实体经济部门自身发展的生产要素条件发生已深刻变化,加快调整产能过剩行业,逐步从“两高一低”行业退出,尤其是处于低端产业链与狭小市场中的小企业更需要以最快的速度、最低的成本转向国家政策支持临近产业,积极应对来自市场竞争的多方面挑战。

(2)在竞争中加强同业合作。网络经济时代,生产力与生产关系的生态化高度融合促进行业间的相互渗透,催生实体经济之间互联的新生合作模式,加剧同业与跨

业的市场竞争。实体经济部门首先要摆正市场竞争姿态,寻求合作共赢。一方面,利率市场化进程的不断加快,大企业、大项目等群体对商业银行贷款的需求明显减弱,处于同一链条或相近链条的小企业对于资金的渴望却有增无减,此时,通过向核心企业或供应链上游企业寻求担保或有偿资助,是其快速获得资金支持、打通销售渠道、赢得市场份额的可选择路径。另一方面,处于同一产业链的众多小企业实体经济部门既是竞争对手又是合作伙伴。尽管商业银行等金融机构对联保联贷融资保持谨慎态度,但在充足保证金与高额利差的条件下,协作将风险置于可控范围之内,寻求银行信贷支持也是可取路径。

(3)创新商业模式。客户基础与客户结构决定企业的利润水平与收益结构,创新营销模式,拓展客户基础也是实体经济部门降本增效,应对利率市场化的策略。第一,锁定目标客户。在利率市场化的压力下,实体经济部门要充分发挥产业自身优势,根据自身实力瞄准目标市场,以客户和市场需求为导向,创新产品研发,突出“特色经营”的战略定位。第二,转变营销模式。在夯实标准化有形营销模式的基础上,建立个性化无形销售渠道,通过互联网营销手段,联合大型网络企业,做强电子营销渠道,增强客户体验,抢占网络零售营销制、平台批量营销的制高点。第三,培养非价格竞争。随着利率市场化的完全放开,利率高位的状况还将持续,高额的借贷成本需要高额的利润水平覆盖。迎合客户消费理念的转变,避开同业市场白热化竞争,增强产品功能、服务质量、配送效率等非价格竞争

优势,挖掘非主流客户市场,营销非主流业务产品,是率先寻到盈利平衡点的重要路径。

(4)加强成本费用管理。随着利率市场化的实质性推进,实体经济部门的融资资金成本相应增加,企业必须从短期和长期两个方面加强成本和费用管理。长期上,采用相应的成本控制措施,在成本预算管理内,规划利用好有限的营销费用,提高资金利用效率,灵活多变地进行生产升级与转型投入。一方面,加强资金统筹管理。合理匹配支持生产与营销资金的来源与运用,拓宽多元化的融资渠道,鼓励低成本的营销活动,有效控制资金成本,提高资金使用效率和效益。另一方面,严格成本费用管理。全面启动企业内外部各项业务活动成本分摊的评价与运用,开发多任务委托代理模型,开展综合经营模拟利润测试,增强业务营销与内部管理的正向效应,避免资金分配利用结构扭曲造成的低质低效。

(5)培育企业的核心竞争力。利率对汇率和外贸肯定会起到积极作用,在热钱方面可能会更加凶猛,投机性更强。央行在处理市场货币流动方面的难度也会加大,这类类似于简政放权,基础工具的“去杠杆化”将从这些改革中逐渐得以体现。去杠杆化,只会对实体经济的处境更加艰难。所以企业从粗放模式转变为以“创新”为导向,通过自主研发、与研究机构、高等院校联合开发和技术引进等方式形成一定的技术储备,积极打造有技术含量、有品牌、有核心竞争力的产品。要实施品牌战略,建立品牌发展战略管理体制,完善品牌发展的市场环境,抢占市场占有率。

2. 科学化解:采取有效措施化解利率市场化后的负面影响

(1)不断增强金融产品的议价能力。贷款利率下限放开后,企业与商业银行自主协商定价的空间进一步扩大,促使金融机构采取差异化的定价策略,降低企业融资成本,进一步加大对企业、居民的金融支持力度。因此,利率管制放开后,企业无论是存款,还是贷款,或者是其他金融产品,企业获得金融产品的价格空间有了进一步扩大,好的企业融资成本将会大幅降低,存款有了更高的回报,因此,从根本上来说,企业要不断增强公司实力,增加资金可得性,无论哪一种融资渠道,企业要想以合理的价格获得所需的资金支持,公司的实力以及信用等级状况都至关重要。

(2)提升企业财务管理水平。利率管制让企业的融资成本相对固定,财务管理在大部分公司只是一个辅助功能。随着利率市场化的稳步推进,将会促使企业的资金运营绩效具有更大的不确定性,从而对企业的财务管理水平特别是资金经营策略提出更高要求。因此,现在企业要完善财务管理制度的功能和建立相应的信息管理系统来应对利率市场化进程,要不断加速资金流转,逐步完善内部资金调剂制度,加强资金管理,健全财务收支计划制度、工程结算反馈制度、绩效考核制度等。在资金使用之前,应该对资金的需要予以明确,对自由资金进行充分利用,在此基础上适当运用负债经营,确保资金收支平衡,对资金的投资方向进行周密研究,并对资金投放时间加以控制,不断提升资金的使用效果。

(3)拓宽融资渠道。企业应根据自身条

件选择不同的融资渠道,提高小微企业的信贷可获得性。企业应该选择更为多样化、交易成本更低廉的融资工具。积极探索“中小企业私募债”和“新三板”等场外融资方式,改变过去融资渠道单一的窘境,不仅有利于发展直接融资市场,促进社会融资的多元化,也为金融机构增加小微企业贷款留出更大的空间。最重要的是可以降低企业自身的融资成本。

(4)加强利率风险管理。利率市场化运行以后,利率期限结构的复杂性增加了利率风险的识别和管理的难度,因此,企业要成立专业的利率风险管理机构,通过开发适用于自身经营环境的模型及识别方法,增强对利率风险的预测和对冲能力,强化利率风险管理。同时,要提高利率风险管理人才储备,制定利率风险管理人才培养计划,增加与银行的利率风险管理学术交流,加强高级利率风险管理人才海外培训的力度。

(5)建立风险管理机制。企业要建立相应的风险管理机制,来应对利率浮动、金融市场波动和金融创新产品带来的风险。企业要扩大谨慎性原则在相应财务信息披露的应用,披露所购买金融服务和产品的金额、风险、回报、特殊条款和条件,采用 VaR (Value at Risk) 风险管理技术,并通过计算未来现金流、时间以及相关的市场信息,根据市场价值计提公允价值变动损益。建立金融产品风险评估、操作及管理机制和流程。企业应当建立专门、独立的金融市场和产品风险评估和计量部门,负责评估企业所采用或将采用的金融产品和服务,尤其是金融衍生产品的规模、收益或损失情况、

风险积聚程度。同时通过一系列的制度和流程进行金融服务和产品的购买及后续操作,并积极采取措施减少或规避相应风险。

(6)加强债务风险管理。要采取综合性金融措施有序地“去杠杆”,减低实体经济债务风险。首先,运用市场方式降低企业债务负担,也可以注资方式盘活存量资金,提高资金的利用效益;或以股权融资替代债务融资降低企业融资成本,或以并购和重组方式摆脱债务困境,化解企业部分债务。第二,建立实体经济部门资金补充机制。调整实体经济部门资产负债表,通过留存利润、权益融资、私募基金、股权转让等市场化方式补充企业资本金,减轻企业沉重的债务负担。第三,拓展实体经济部门社会融资渠道。创新金融工具,全面开放民间资本市场,提高社会资金支持实体经济的积极性。

(7)构建良好的银企业关系。企业发展过程中,要处理好不同时期、不同环境下和银行之间的关系。企业和银行的合作模式来看,企业已经开始不局限于仅和一家银行保持金融服务关系,而是有意识地根据自身的金融业务需求、银行的服务水平以及融资成本和便捷度对各个银行进行比较和选择。在金融服务机构选择方面,企业应考虑银行服务手段的创新能力和一站式、全程化的综合金融服务能力。要根据银行关系集中和分散的利弊来选择适合自己发展的合作模式,一般来说,企业与一家银行建立长期、稳定的合作关系,可降低银行信息成本,也可持续获得相关的贷款、投资、金融政策、市场动态、财务咨询投融资帮助等金融服务。而略微松散的银行合作

模式在一定程度上能够提升企业的议价能力,促进银行服务水平的改进和提高。当然,商业银行在利率市场化过程中的合并、重组、破产的风险,也会对企业的发展带来资金损失和声誉风险,因此,企业在选择银行过程中,选择实力强、管理水平高的银行也是必须考虑的因素。

3. 创造环境:提供应对利率市场化冲击的政策保障

利率平稳是金融稳定关键,也是利率市场化改革中去杠杆化的关键,制定差异化的金融支持政策,是实体经济应对利率市场化冲击的有效外部政策保障。

(1)建立政策缓冲地带。利率市场化改革并不可能一蹴而就,实体经济需要一定的适应过程,适时建立利率改革缓冲地带。有针对性地选择部分地区、部分金融机构取消信贷规模控制,以利率定价自主权与流动性管理约束信贷规模扩张。

(2)盘活存量金融资源。平衡货币存量,改变金融资源的低效配置现状,最终通过金融机构超额准备金和超储率来影响信贷利率以及市场整体流动性,提高实体经济融资可获得性。

(3)实施定向的“点对点”金融服务方案,支持实体经济发展。商业银行等金融机构主体应继续加快金融工具和手段的创新。针对战略性新兴产业、绿色经济实体、科技文化产业等重点领域实施定向宽松和单列信贷资源的措施,切实降低不断攀升的实体融资成本。

(作者单位:南京财经大学金融学院,南京 210046;上海财经大学经济学院,上海 200433)