

2020中国金融战略选择： 充分市场化加有限全球化

夏斌 陈道富

中国经济未来四大机遇

金融战略服务于经济。中国经济的未来是什么?从哲学意义上讲,当今存在的一切只是客观现实,对未来而言,并不是绝对的机遇,也不是绝对的挑战。机遇与挑战,只是从人们眼前出发,相对于有局限的认知水平而作出的一种判断。当今判断的机遇,最终在多大程度上成为机遇,判断的挑战,又会在多大程度上构成挑战,取决于一国政府的战略构想及各国政府间的政策博弈结果。

归纳国人目前的判断,多数学者都承认,中国未来经济仍能保持相对较高速度的稳定增长,但对增长机遇的分析,仍有不同的看法。我们认为,中国未来经济增长,存在以下四个主要的机遇:

一是高储蓄率。纵观人类历史,大国的经济崛起,往往是与高储蓄率相联系。尽管中国的人口在老龄化,但从人口平均年龄看,我国正从20世纪80年代的28岁逐步提高到2050年的46岁左右,该年龄段正处于收入—储蓄较高的时期。因此中国整体储蓄率仍处于相对高峰阶段。

二是工业化、城镇化。世界经济史上,一国的工业化高速增长时期,往往都与工业化、城镇化或全球化相伴。我国的重化工业过程尚未最终完成,服务业等第三产业发展空间更是甚大。城镇化率仍低于东南亚平均水平,仅相当于日本上世纪60年代初的水平。

三是全球化。人类千年经济史上的两次全球化,明显推动了全球经济增长。但在第一次(1870-1913)中,中国几乎是全球化的被抛弃者,导致中国在全球经济中的份额直线下降。从1820年的32.9%占全球最高,下降到1900年仅占6.8%。在第二次全球化的前30年(1950-1980),也没有享受到全球化的好处。1979年改革开放,又加上“人口红利”因素,充分分享了全球化的收益,中国占全球贸易和GDP的份额,分别由1978年的0.8%和1.7%,上升到2007年的7.7%和6%。目前,世界上尽管在美国危机后出现了全球化的反对声和“杂音”,但在世界民主力量逐渐上升的历史时期,主导世界经济周期的主要发达国家仍是经济全球化的利益享受者和推动者,加上一批正在崛起的新生市场国家同样是这轮全球化利益的享受者和推动者,决定了经济全球化趋势仍可维持一个相当长的历史时期。这对于目前积极投身于全球化的中国经济来说,正是谋发展的大好机遇。

四是体制改革的空间。30年的改革“奇迹”,制度、体制的改进对经济增长的贡献,表现为全要素生产率(TEP)上的明显提高。今后政府管理职能、财税及金融等方面改革压力和空间仍然巨大,制度与体制的深入改革,将成为推动中国经济进一步增长的动力。

中国经济未来四大挑战

同样,中国经济未来要继续保持相对较高速度的增长,也面临各种严峻的挑战。广泛而言,挑战来自于各个方向,如大国地缘政治问题,领土统一与主权

安全问题,气候变化与碳排放问题、国内收入分配不公和腐败问题,民主政治改革和软实力问题,以及其他一系列内外经济、政治和社会问题。这里,如果就纯经济增长的长趋势分析,关键性的挑战可以概括为以下四个方面:

一是人口老龄化。过去30年经济奇迹的取得,与我国的人口结构相对较年轻有相当大的关系。目前该优势正出现消退势头,未来会构成增长的约束与潜在的负担。而且中国人口结构变化之快,跳过了西方国家曾经经历的建立庞大中产阶层的漫长过程,带来了西方不曾遇到过的挑战。

二是资源、环境制约。此问题的严重性已无需更多的阐述与数据例证。

三是经济结构的失衡。也是人们常说的中国经济深层次的体制、机制问题。结构问题,有影响总量增长的出口与消费结构问题,有产业结构、地区结构等投资结构问题,也有收入分配结构等问题。体制与机制问题是以各种扭曲的经济结构形式得以表现。解决好此问题,将涉及中国发展中的一系列政治、经济改革,特别是在国民经济从过去高速增长转向未来相对次高速增长的过程中,集中表现为艰难的发展方式的转变问题。

四是国际金融秩序重建中的动荡。2008年美国金融危机,本质上是过去一个时期世界经济不平衡的一次强制调整,表示了一个新的历史时期的开始,以美国为主导的世界金融制度正在逐步积累、孕育着相反的力量。从历史趋势看,国势趋于式微的美国,为继续保持过去的荣光与地位,肯定会以更大的力量,运用美元其特殊地位,维护从自身利益出发的美元政策意图,必将引起美元主导地位衰落后的、多元国际货币体系的更加不稳定、大国货币汇率更趋动荡的不确定性,全球化趋势噪音增多、贸易投资摩擦加大,这对绝大多数发展中国家、新兴国家的稳定发展,将产生不可低估的负面影响。

中国金融应尽快实现有限全球化

四大机遇与挑战,对金融意味着什么?

从机遇看,在未来一个历史时期内,高增长的动力并没有发生根本的改变,仍是工业化、城镇化、全球化及中国改革的“制度红利”(不过人口红利因素在减弱),高储蓄率又为未来的增长提供了坚实的资金基础。这一切,既给中国金融的进一步发展与创新,提供了巨大的空间,又要求现实的中国金融,必须加快推进全球化和市场化进程,以进一步降低社会交易成本,提高金融在全社会资源配置中的效率。一句话,要求中国金融应尽快全球化。

从挑战看,作为已成为世界第二大经济体的中国,巨大体能的进一步发展,渴望资源、原材料,渴望全球市场,从而渴望最大限度地减弱资源、原材料对未来增长的约束;随人口结构老龄化和养老资金的逐步积聚,在下一轮经济趋于次高速增长下,未来全球第一的庞大的中产阶层巨大的养老金池和金融资产,需要在全球范围内寻找高投资利益;

同时经济结构的再平衡,需要金融的进一步催化等等。这一切,同样迫切要求发加快展新型金融机制,加快金融全球化进程,以提高金融在全球范围内的配置效率。

但是,中国经济进一步崛起之机,不同于“四小龙”甚至是德、日两国经济崛起之时。2008年美国金融危机的爆发,标志着世界经济一个新历史时期的开始。在面对国内上述一系列挑战的同时,将国际金融秩序重建中一系列新的不稳定因素,尽管世界经济事务的协调机制已被迫由G7过渡到G20。客观而言,当今世界还没有出现二战后取代英国的那样的国家,没有出现一个与美国综合实力相当的国家和集团替代美国,来主持重建公正的国际货币体系规则。因此不稳定的世界金融秩序,对新兴市场国家特别是对已是巨大经济体,同时资本账户又未彻底开放、本国货币还不为世界所接受的中国而言,想经济全球化,又必须时刻防范金融全球化中的风险传递。陷于外部负面效与正面效应并存、且有时前者大于后者的窘境,特别是随第二大经济体国际影响力的不断扩展,随之而来的负面“反作用力”可能会更大。

这意味着,面对外部并不稳定的环境,只要在本国金融体系未充分发展和完善之前,金融的全球化绝对不能操之过急,仍需要保持必要的“风险隔离”和“减震”装置。

这进而也意味着,汇总未来的各种环境因素,对中国金融的客观需求不得不矛盾的:既要金融的全球化,又必须是有限的金融全球化。

“金融滞后”和“金融弱国”

以上针对中国经济未来环境对金融发展的分析,是需求分析。如果能进一步指出实现中国金融是什么,对未来发展又能供给什么,再综合需求与供给两方面的因素,未来中国金融战略的应有指向就更容易明确。

30年的中国金融如同中国的经济,同样取得了较快的发展。同时,相对于中国经济目前和未来的需求,中国金融的现实供给,其不足之处也是世人公认的。这些不足可以概括为“金融滞后”与“金融弱国”两大特征现象。对于前者,人们还容易接受;对于后者,也许有些人不赞成。

关于“金融滞后”,可以从多视角分析。学术界更多地是从比较成熟市场经济体的金融结构指标进行阐述。如金融市场的发展(市值/GDP)、企业融资结构(直接融资与间接融资之比)、产品多样化程度(信贷、证券、衍生工具之结构比)、机构多样化程度(银行、非银行机构之比),等等。这些分析有其合理之处。然而,中国正处于改革的艰难过程之中。正因为如此,我们不想简单从金融改革的“结果”层面,而是从金融应发挥的“机理”层面,寻找改革的轨迹与内容,以推动改革。如果由此分析中国金融相对于实体经济的关系,可以发现,中国金融的滞后现象很多,集中归纳,表现为三大矛盾特征。一是投资不足与产能过剩并存,金融优化配置功能明显不健全。一方面表现为产能过剩,另一方面“三

农”、中小企业、创新企业发展中的资金需求,嗷嗷待哺。二是货币供应过多、货币“迷失”与资本化不足、金融抑制严重并存。中国M2/GDP高达151%(2008年),明显列世界前茅,流动性严重过剩,但同时企业外部融资占GDP之比始终很低,长期徘徊在17-18%左右,内部发展基金积累缓慢,非国有企业的资本化问题长期难以解决。三是对外巨额金融投资(外汇投资)与较高水平FDI的严重并存。直接表现是我国对外净资产收入占对外净资产之比仅为1.8%,日本和德国分别是6.4%和3.9%。意味着在国际资金大循环中,中国总体金融效率是严重的低下。

关于“金融弱国”的提法,我们是在2007年提出的。关于中国作为一个经济大国,同时又是一个“金融弱国”的思想,主要是基于在国际比较中,一国金融制度及其运行机制是否在国际金融市场上占“上风”,即是影响本国还是被外国所影响进行的思考。若就此出发,毫无疑问,可列举一系列特征性现象:人民币汇率不敢自由浮动;人民币远不是可自由兑换的国际货币,这是“金融弱国”的主要标志;以及由此产生的一系列如一国宏观调控受制于他国的“原罪”现象等弱国机制问题;在国家层面存在严重的“货币错配”;从大宗原材料、能源定价的话语权看,中国第二大经济体还只是一个“跛足巨人”;金融市场的国际化深度与广度,仍属刚刚起步,海外资金尚不敢让其自由进出;加上国内金融的一系列行政管制,导致中国表面热热闹闹的“金融的发展”、骄人的成绩,还只能属于初步的、浅层次的“自娱自乐”阶段。

能否对中国金融目前阶段的“金融滞后”和“金融弱国”有一个深刻的认识,是直接事关中国金融未来一个历史时期战略方面能否正确的选择。

充分的市场化加有限的全球化

基于以上四大机遇与四大挑战对金融的需求分析,同时基于“金融滞后”和“金融弱国”对金融的供给分析,理论逻辑和现实决定了,当今中国没有其他选择。在未来一个历史时期内,或者说在到2020年前后的战略过渡期内,作为金融的总体战略方向,只能选择国内金融的充分市场化和涉外金融的有限全球化。

所谓国内金融的充分市场化是指,中国经济面对稳定增长的挑战,中国金融必须在尽可能短的时间,从市场准入、资金价格、微观治理到金融运行,实现以市场机制为导向的资源要素配置。所谓涉外金融的有限全球化是指,在汇率、资本管理、一国货币国际化等核心问题上,未必能一步到位,按成熟、发达经济体的惯例或主导的制度运行。如果过快打开“金融国门”,全面融入金融全球化,不仅在方向上是错误的,而且是极其危险的。

今天的中国既不是在上世纪40年代后期,国内战火纷飞,经济、金融实力地位刚刚确立、美国经济正处鼎盛时期研究中国金融战略。而是在中国经济以市场为导向,雄心勃勃迈入世界第二大

经济体,崛起“国运”正旺、美国经济以这轮危机为标志,开始出现衰落之征兆、同时美国不管从国际政治、军事、经济、技术与金融等方面看,又仍处于绝对大国地位的时期,研究中国金融战略。因此,面对不同的时代特征,决定了要制定一个好的金融发展战略,必须顺势而为,要有新的思维。

在这一时期,美国的财政、货币政策以及美元仍主导着世界经济的周期。近五、六十年的世界金融史表明,不受国际社会硬性约束的美元这一“中心货币”和其他“非中心货币”交织而成的世界货币体系,影响着世界各国货币间汇率的起伏跌宕。过去几十年的相关国家金融危机史已证明,在美国等“金融强国”的制度优势惯性下,对小国、转轨中国以及发展中国家而言,若全面、过快地参与金融全球化,放松各项金融管制,收益与风险明显并存。弄得不好,将招惹金融危机或经济动荡(若加入美元货币区,则另需分析)。同时当前中国,既不是不被人关注的小国经济体,也不是对世界经济无所作为的经济体,但是,作为世界第二大经济体,其国内结构等问题又甚为严重,这决定了可以有所作为,又不能太有所作为。

在自身未做好充分的制度准备情况下,全面放松国内的一切金融管制,一时间也许会享受金融全球化的好处,但也会难免发生有些国家曾经经历的“灾祸之灾”。难免形成中国只能被迫为国际市场价格调节的对象,难以实现“以我为主”地引导世界资源配置为我所用的局面。特别是今后国际金融秩序重建中现在难以预料的矛盾与冲突,往往会引致“中心货币”国家为了维护自身利益可能采取过激政策,引致世界新的不稳定因素,更容易对全面、过快融入金融全球化的国家带来不必要的外部冲击。同时又需看到,在中国未来一个历史时期,完全有可能出现的事实是,如果自身加快市场导向的国内金融改革,充分利用好城镇化、工业化、国内高储蓄率以及合理利用好经济全球化的动力源,中国经济在尽可能趋向市场可能性边界及外移边界本身的过程中,仍存在巨大的潜在空间。

因此,如何抓住自身发展机遇,在参与金融全球化、享有金融全球化好处的同时,力避因自身条件不具备而可能引致的金融全球化中的风险?如何“鱼与熊掌”兼得?在认清世界时局大势,亚洲、“金砖四国”为代表的新兴国家经济的“国运”正旺、美国经济“国运”正衰,世界力量和经济格局发生重大变化之期,维护好这个势头,发展好这一势头,在不使历史趋势突然中断的过程中,获得中国经济持续稳定发展的利益,这正是确立中国金融战略核心意图的出发点。

具体分析,中国金融战略的核心内容有四:人民币汇率、资本账户管理、人民币国际化和国内金融改革。在这四项内容中,国内改革是其他三项的基础和条件。缺乏国内金融(包括经济)的进一步改革,一切金融开放活动都难以推

进。因为要与全球化金融全面接轨,基本条件是国内金融充分的市场化。人民币国际化,是大国经济崛起的显著标志,因此也是中国金融战略所谋求的核心内容。只有围绕人民币国际化程度的渐次推进,人民币汇率的弹性和资本管制的放开,才存在不偏离中国经济利益的最后追求。但是人民币国际化需要资本管制的基本放开为前提。而资本管制是汇率政策的一种配合,汇率政策既是推动国内经济结构改革和稳定发展的杠杆,又是国内经济、金融逐步改革的结果体现,是一个不断演变的适应过程,同样离不开其他三项内容因素的制约。因此,整个战略的实施,关键是要处理好上述核心内容在政策操作上力度搭配和先后次序。例如,人民币国际化的推进,需要有国内改革汇率进一步趋于弹性和资本管制的加快配合,同时人民币国际化的加快推进,又可减轻汇率弹性的要求压力。汇率的逐趋弹性,既需要国内改革的配合,又给放松资本管制减轻了压力,给人民币进一步国际化创造了条件,等等。由此可见,“有限的全球化”,是指在汇率、资本管理、人民币国际和国内改革方面,分别逐步推进、相互配合促进中的一种交错发展,是一个逐步逼近全面参与金融全球化的动态过程。

“退一步”是为了“进两步”。可以说,“有限的全球化”是战略过渡期内的无奈选择。是为了趋利避害,在保护自己的同时,发展自己,打好金融强国的基础,为金融更大的开放作好充分的准备。如果用近似中国中医学的语言来表述该“充分市场化”和“有限全球化”战略的核心意图,即为:“与虚避邪,以虚固本、固本扶虚,以虚制虚”。这里的“虚”字,更多的喻义为“金融”,“本”字更多的喻义为“实体经济”。

与虚避邪。中国过去30年的发展,既是经济全球化的参与者、推动者,又是受益者。中国未来要进一步享受经济全球化的好处,必须参与金融全球化。但是在以美元为主导的有欠缺的国际货币体系下,国际金融市场风险多端,在参与金融全球化过程中,又要尽可能避开、防范市场动荡对我国金融稳定的冲击,即参与金融全球化是有一定的“防火墙”隔离的,是有限金融全球化。

以虚固本。通过有限的金融全球化,提高我国的金融体系效率,以支持经济结构的调整,壮大实体经济实力与竞争力。

固本扶虚。在壮大实体经济实力与竞争力的过程中,进一步给金融体系的发展创造出更多的需求,也可给金融体系的发展提供更多的支持,以扶植、培育中国金融体系的整体竞争力。

以虚制虚。在通过参与金融全球化,壮大中国实体经济发展的过程中,提高中国金融体系的整体竞争力,实现更大范围的金融开放,逐步形成“金融强国”实力,以更积极的姿态,参与改善国际经济、金融的新秩序。

(本系列内容摘编自人民出版社即将出版的《中国金融战略》,2020))

中国金融战略思考|系列(1)

长城基金关于增加深圳农村商业银行旗下开放式基金代销机构并开通定期定额投资及基金转换业务的公告

根据长城基金管理有限公司(以下简称“长城基金”)与深圳农村商业银行股份有限公司(以下简称“深圳农村商业银行”)签署的销售代理主协议及补充协议,从2010年12月17日起,深圳农村商业银行开始代理销售长城久恒平衡型证券投资基金(前端代码200001)、长城久泰中债标普300指数证券投资基金(前端代码200002)、长城货币市场证券投资基金(000003)、长城消费增值股票型证券投资基金(000006)、长城安心回报混合型证券投资基金(000007)、长城品牌优选股票型证券投资基金(000008)、长城稳健增利债券型证券投资基金(000009)、长城双动力股票型证券投资基金(000010)、长城景气行业龙头灵活配置混合型证券投资基金(000011)。

投资者可在深圳农村商业银行全国各指定网点办理基金的开户、申购、赎回等业务,具体办理流程应遵循深圳农村商业银行相关规定。

长城基金将同时在深圳农村商业银行开通上述基金的定期

定额投资业务及上述基金之间的转换业务,相关费率及业务规则请查阅各基金最新的《招募说明书》、相关公告及长城基金网站。重要提示:投资人可在深圳农村商业银行申请开办定期定额投资业务并约定每期固定的投资金额,该投资金额即为申购金额,上述基金每期定期定额申购金额不低于人民币100元(含100元),并不设金额级差。本业务不受日常申购的最低金额限制。

投资者也可通过以下途径咨询有关详情:
1、深圳农村商业银行股份有限公司
客服电话:4001961200
公司网站:www.961200.net
2、长城基金管理有限公司
客服电话:400-8868-666
公司网站:www.ccfund.com.cn
特此公告

长城基金管理有限公司
2010年12月15日

关于鹏华基金管理有限公司旗下部分基金申购永辉超市股份有限公司首次公开发行A股的公告

鹏华基金管理有限公司(以下简称“本公司”)所管理的普惠证券投资基金、普丰证券投资基金、鹏华动力增长混合型证券投资基金(LOF)、普天债券投资基金、鹏华精选成长股票型证券投资基金、鹏华行业成长证券投资基金、鹏华丰收债券型证券投资基金依据相关公告文件依法参与了永辉超市股份有限公司首次公开发行A股(证券代码:601933)的申购。此次发行A股的分销商国信证券股份有限公司是本公司控股股东。

永辉超市股份有限公司已发布《永辉超市股份有限公司首次公开发行A股定价、网下发行公告结果及网上中签率公告》,根据中国证监会《证券投资基金信息披露管理办法》等有关规定,本公司将旗下基金获配数量公告如下:

基金名称	获配数量(股)
普惠证券投资基金	108,825
普丰证券投资基金	108,825
鹏华动力增长混合型证券投资基金(LOF)	108,825
普天债券投资基金	24,732
鹏华精选成长股票型证券投资基金	14,839
鹏华行业成长证券投资基金	9,893
鹏华丰收债券型证券投资基金	9,893

特此公告。

鹏华基金管理有限公司
2010年12月15日