

积极稳妥推进金融市场化改革

陈道富

一、金融改革需面对两个根本命题

改革总是在特定历史时期和发展阶段开展的,都有其需要解决的特定问题。我国当前的金融改革需面对系统转换和金融风险化解这两个根本命题。

首先,我国金融体系需要实现转型。金融体系是为实体经济服务的。我国原有的金融体系,是适应并服务于“集中资源办大事”的经济发展模式的。当经济发展更多依靠市场主体的原创力时,就显出原有金融体系的不足了。我国的金融体系需要从政府大量干预和保护,以间接融资为主、市场相对封闭分割,逐步转向直接和间接融资并重,市场有一定开放并相互交叉、融合和分层的,更加市场化的金融体系。

其次,我国金融改革需有效化解金融风险。一方面,不同类型的金融体系,其吸收和化解金融风险的方式是不一样的。在间接融资为主的机构型金融市场中,风险主要通过机构的资本吸收等方式管理并化解的;在间接融资为主的市场型金融市场中,风险主要通过市场波动及时释放和分散的。另一方面,我国金融改革伴随着经济增长阶段和模式的转换,金融体系吸收并反映着经济体系的风险。金融改革不仅要应对自身系统转换产生的风险,还需要承接经济体系转轨、经济泡沫等给金融体系带来的风险。当前,企业和地方政府债务率处于较高水平,以现金流衡量的资产回报率已低于社会平均融资成本,期限错配和资源错配日趋严重。金融内在联系增强,财政、金融、货币风险相互混淆,整个金融体系的系统性风险不断累积。

二、金融改革的基本方向是市场化

让市场在资源配置中发挥决定性作用也是金融改革的核心思想。十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》以下简称《决定》将金融改革放在“加快完善现代市场体系”一章中,表明中央将“完善现代市场体系”作为金融改革的重点。金融市场的改革,也应适用“建立公平开放透明的市场规则”和“完善主要由市场决定价格的机制”思想。这意味着,金融领域也应“实行统一准入制度,在制定负面清单基础上,各类市场主体可依法平等进入清单之外领域”,要“实行统一的市场监管……反对垄断和不正当竞争……健全优胜劣汰市场化退出机制……”。

市场化的本质是市场自主决策,是有效竞争,真正发挥市场约束。其含义是多方面的,既意味着价格由市场主体自主决定,也意味着市场成为开放系统,机构、产品、市场准入和退出

是相对自由的,还意味着微观主体的约束是有效的,市场结构是相对合理的,既不允许出现市场垄断和不正当竞争行为,也不存在不得不照顾的弱势群体和市场失败者。政策性和商业性的充分分离),甚至还意味着政府管理市场的方式也是尊重市场原则的。这一轮的金融改革,以准入和价格管制放开为重点,推动建立多层次市场化金融体系。

其中,准入管制的放开是全面的,是实现市场化最重要的内容。这既包括对内的准入放开,也包括对外的准入放开;对外的准入,既包括允许外资金融机构更自由地在境内提供金融服务,也包括跨境资金更自由地流动,上海自贸区改革中已有较详细的尝试;既有对银行等中小金融机构的准入放开,也有股票的注册制,丰富金融产品,涉及机构、市场和产品的准入放开。放松价格管制,是发挥市场约束的另一重要方面。利率和汇率的市场化是金融改革的重点,是完善我国金融市场的关键。推动政策性金融机构改革,完善普惠金融体制是实现市场化的有益补充。《决定》也在试探建立与市场化相适应的宏观调控、监管框架和体系。

近期,我国影子银行体系快速发展,引起了各方的高度关注和警觉。这是在仍存在相对严格行政管理环境下,市场主体出于赢利动机,通过各种方式绕开各种行政管制,响应市场需求。这是市场主体市场化的一次尝试,这也是政府学会管理市场化金融运行的一次机会,是渐进推进市场化过程中不得不学会的一课。在金融自由化过程中,金融市场对监管空白的反应是十分迅速的,人们迅速抓住监管套利机会,追求更高的回报率。金融监管、法律框架的改革(有助于形成有效的市场约束的条件)与金融的市场化速度不衔接,隐藏着巨大的失控风险。当然,影子银行的风险还高度依赖于其服务的实体经济的风险特征,在当前环境下具有巨大的特殊性。

网络金融是我国推进金融市场化另一个机会。当前,网络金融发展迅速,是社会网络化、金融转型和交易价值等共同推动的。这个时期,很容易将现实世界的金融监管延伸到网络金融领域。但这就丧失了重新思考货币、金融、监管本源的机会,丧失了重新设计更有效的金融调控和监管的机会,也不利于金融与网络社会更充分、更有效的融合。

三、金融改革的核心是重塑政府和市场关系

金融市场具有内在的脆弱性。市场化并不是仅仅放松管制,并不意味着不需要管理。金融体系能够市场化的程度,高度受制于给金融体系赋予的功能,以及政府管理金融的能力。现代社会的发展,就是分工不断拓展和深化的过程。市场化的过程,既是现金

流的风险和收益不断划分和重新组合的过程,也是管理要素不断细分和重新组合的过程。

首先,我国需要准确界定金融体系的功能。在相当长时期内,我国金融体系事实上承担着除资源优化配置外的宏观调控、产业政策的功能,“窗口指导”、行业目录“广泛存在。为此,我国有必要适当弱化金融的产业政策功能,合理划分金融和财政政策之间的关系,进一步区分政策性和商业性金融。

其次,有必要进一步理顺政府(中央和地方、一行三会、监管部门和行业协 会、投资者保护机构)在金融领域的职责和管理架构,特别是要合理确定政府和不同市场主体在风险管理和风险承担方面的界线。政府在金融领域中,所有者、监管者、行业促进者、经营者的职责交错,甚者承担了部分社会安全网的职能,中央政府和地方政府,权责(利)并不能基本匹配,大量的金融风险最终转化为财政风险和货币风险。为了使金融体系的管理更加有效,我国有必要将管理的不同要素进行细分,分离不同职责,并由合适的机构承担相应的职责。监管部门应从微观金融风险中解放出来,更多关注行业风险和系统性风险。需要发挥行业协会在促进行业发展中的作用。强化政府在平衡市场力量(消费者、投资者保护;反垄断和不正当竞争方面)的职责。充分发挥市场服务机构的作用,推动服务中介的去行政化进程。加强一行三会、中央和地方在监管方面的分工合作。

最后还应分离实体经济的经营风险和金融领域的金融风险,理顺金融机构和企业之间的关系。金融机构应在风险管理方面有一定的自主性并因此承担相应的风险损失,获取必要的风险收益。在这种背景下,企业可以将主要精力放在实体经济的经营上,而不是不得不对流动性风险(资金使用的期限,与金融体系真正提供的资金期限不匹配,不得 不从事期限匹配的流动性风险),甚至卷入金融操作(杠杆率不断提高,通过委托贷款等方式,为其他企业提供资金支持,乃至进入国外被归入金融业的房地产业和地下金融行业)。

四、金融改革需有效化解金融风险

金融的处理对象是不确定性,因此存在并处理金融风险是金融体系的特征之一。金融体系通过吸收、合理分配和分散、及时释放等方式,积极应对金融风险。但由于我国特殊的经济发展阶段,加上体制机制上的一些缺陷,导致系统性风险不断累积,甚至将分散的个别风险,不断转化为集中的系统性风险的倾向。在推进金融改革的过程中,我国需要高度关注并适时调整这类风险形成机制,以提高我国金融体系的稳健性。

首先,我们应该看到,当前金融体系存在的风险,相当部分是实体经济转型风险的反映。金融是服务于实体经济的,同时也集中反映了实体经济风险。我国的处理对象是不确定性,因此存在并处理金融风险是金融体系的特征之一。金融体系通过吸收、合理分配和分散、及时释放等方式,积极应对金融风险。但由于我国特殊的经济发展阶段,加上体制机制上的一些缺陷,导致系统性风险不断累积,甚至将分散的个别风险,不断转化为集中的系统性风险的倾向。在推进金融改革的过程中,我国需要高度关注并适时调整这类风险形成机制,以提高我国金融体系的稳健性。

其次,我们应该看到,当前金融体系存在的风险,相当部分是实体经济转型风险的反映。金融是服务于实体经济的,同时也集中反映了实体经济风险。我国的处理对象是不确定性,因此存在并处理金融风险是金融体系的特征之一。金融体系通过吸收、合理分配和分散、及时释放等方式,积极应对金融风险。但由于我国特殊的经济发展阶段,加上体制机制上的一些缺陷,导致系统性风险不断累积,甚至将分散的个别风险,不断转化为集中的系统性风险的倾向。在推进金融改革的过程中,我国需要高度关注并适时调整这类风险形成机制,以提高我国金融体系的稳健性。

其次,我们应该看到,当前金融体系存在的风险,相当部分是实体经济转型风险的反映。金融是服务于实体经济的,同时也集中反映了实体经济风险。我国的处理对象是不确定性,因此存在并处理金融风险是金融体系的特征之一。金融体系通过吸收、合理分配和分散、及时释放等方式,积极应对金融风险。但由于我国特殊的经济发展阶段,加上体制机制上的一些缺陷,导致系统性风险不断累积,甚至将分散的个别风险,不断转化为集中的系统性风险的倾向。在推进金融改革的过程中,我国需要高度关注并适时调整这类风险形成机制,以提高我国金融体系的稳健性。

国经济正处于从高速增长向中高速增长的阶段转换时期,增长动力和经济结构将发生重大变化。与此相似,资源配置将发生重大变化,增长速度、模式调整,也将引起资产价格的重估。实体经济的去产能、产业结构调整 and 运行模式转换,都将在金融体系中有所反映,表现为银行不良贷款的增加,股票和房地产市场的震荡和分化。在实体经济充分调整之前,尤其是实体经济运行机制转变之前,实体经济风险在金融领域还表现为,金融体系通过各种方式过长时间、过度规模维持实体经济原有结构。转型过程中,政府过度介入,产生了隐性担保,给金融体系发出了扭曲了价格信号,加重了金融体系支持原有结构的倾向。

其次,我们还需要认识到,金融改革和转轨过程中的不协调,加剧了金融体系的脆弱性。我国仍是发展中国家,金融的广度和广度仍不足,市场缺乏分层和融合,为实体经济提供服务的创新仍受到一定的制约。但这主要影响金融效率。虽然这最终也会影响金融安全,但从风险角度,我国更大的金融风险来源于金融改革和转型过程中的不协调。

我国当前的金融体系,是适应于原有经济增长和管理模式的。随着经济转型,金融体系也在改革和转型。但由于改革和转轨的内在不协调性,金融体系的脆弱性更加突出。脆弱性的本质,是权责利的不一致,导致行为的持续扭曲。集中表现为以下几个方面:一是金融市场化转型与行政化管理手段之间的矛盾。金融机构和市场已在相当程度上市场化运行,但我国的宏观调控和金融监管却仍保留了大量的行政性、数量型手段,两者出现一定的冲突,如有管理的浮动汇率制度、资本账户管制、严格的准入限制、事实上的贷款规模控制、存贷比、较高的法定存款准备金率、投资的行业限制等,规避这些管制的创新活跃。二是分业监管和混业经营之间的矛盾。我国的不同金融市场开始融合,金融领域已事实上混业经营,但我国仍采取分业监管的管理框架。不同监管部门在主管行业利益等推动下,存在一些不利于金融整体稳定发展的监管竞争行为,给监管套利提供空间。在泛资产管理领域,表现得较为突出。监管框架已不适应金融实践的发展,监管有效性下降。三是民间金融快速发展,但缺乏有效的调控和监管框架。民间借贷、网络金融快速发展,金融机构的表外业务创新活跃。我国以M₂为目标的数量型货币调控,越来越不适应金融的发展,调控的有效性下降。这些金融业务还缺乏基本的法律界定,存在监管真空,无序发展的特征较为明显。四是其他领域改革与现有的金融管理体制不协调。如上公司的治理受制于国有企业改革;财税体制改革滞后,使得地方政府混淆政策性和商业性融资,过度介入金融市场等等。

三是不合理的损失承担机制,导致系统性风险不断累积。不合理的损失承担机制,是导致我国金融系统性风险不断累积的根本原因。首先,我国金融体系广泛存在道德风险,且国家信用被滥用。

对国际投资者而言,资本项下的可兑换与资本账户的开放对其意义之重大是不可同日而语的。资金退出的自由固然极端重要,但更具现实意义的是中国资本市场的开放,没有资本市场的充分开放,就没有他们分享中国高成长的机会,因而也就根本不再存在退出问题。但目前人民币在岸市场利率仍然比离岸市场要高,当境内资本收益率扣除交易成本后仍比境外高的情况下,资本账户的全面开放无疑会导致热钱的大规模涌入,推高资产泡沫并引发金融泡沫的崩溃。因此,对国际投资者而言,单纯的资本项下的可兑换是没有意义的,有意义的是资本市场外的开放。

对中国政府决策者而言,为促进有能力在海外实现高效率资源配置的企业和金融机构更自由地实现全球化的投资和

缺乏存款保险制度的、以国有为主的银行体系,加上由于我国的社会保障体系尚不完善,出于维护社会和金融体系稳定的考虑,我国几乎不计代价的维护金融稳定。这使得我国正规金融体系几乎等同于国家信用。在资本市场等市场化盈利要求压力下,金融机构过度扩张,滥用了国家的隐性安全网。其次,政府干预经济,参与市场融资(地方融资平台等),混淆了财政和金融的界限,扭曲了实体经济的价格信号,使得金融体系将资源过多的配置到财政领域,金融和财政风险相互融合和转化。再次,政府将金融稳定理解为不出现风险事件,不断介入风险事件。在经济处于上升周期时,风险事件还仅仅是期限错配的流动性风险,这种集中有助于消化风险。但一旦经济处于下降周期,风险事件超出期限错配类的流动性风险,这种集中就将分散的个别风险,转化为集中的系统性风险,破坏了金融系统通过及时释放风险的方式维护系统稳定的功能。整个金融体系呈现出“钢化玻璃”特征。

五、金融改革成功的关键是处理好改革、发展和稳定三者关系

改革总是在处理“破”和“立”的对立统一关系。我国当前的金融改革不是在资源已优化配置的基础上实现系统转换。改革不得不对原有的资源错配,不得不面对新旧机制转换过程中可能产生的失控风险。市场化的金融改革,意味着将更加透明,原有的错配将不得不有所暴露,意味着原有运行体制一定程度的破坏,需要及时建立起适应于市场化运行的体制机制。金融改革实施的关键,是处理好改革、发展和稳定三者关系,需要合理设计改革的顺序、时机和力度,需要及时应对这个过程可能引发的风险,设计好相应的配套措施。

1、改革共识问题。

要对金融改革的未来远景(“立”)的部分达成共识,并非易事。不同参与主体,还会据此设立各自的目标,并进行转型和改进。或者说,每个主体都会对改革的进程和后果进行辨别和选择。一方面,容易延迟风险的暴露,将风险不断累积,从而增加系统风险。另一方面,改革的结果可能与最初的设想有所偏差,容易引起各个参与主体与改革共识的割裂,重新凝聚共识将贯穿改革的整个过程。相当多时候,改革是环境和意愿的产物,需要将环境和意愿相互结合起来,应充分借助市场带来的压力和利益格局的调整。利率汇率等金融价格形成机制的市场化,和金融市场对内外准入管制的放松,具有这方面的效果。

2、宏观环境问题。

首先,金融改革需充分考虑我国经济社会的发展阶段。一方面,国民经济的发展阶段、人均财富水平等决定着金融结构的选择。我国仍处于工业化中后期,是发展中、转轨、非中心货币大国。因此,金融改革的选择仍需要直接融资

和间接融资并重,仍需要坚持金融服务实体经济的功能,仍需要与国际金融市场有必要的分割。另一方面,如果宏观经济的风险加大(社会杠杆率上升,社会保障体系不健全,或者缺乏新的增长动力,社会对政府的信任程度下降等),将可能影响对金融改革可能产生成本和风险的承受度。

其次,金融改革需要充分认识我国现存金融体系运行的客观基础。存在总是合理的。虽然从价格角度,金融市场并不出清,但通过数量配给、双轨制等方式,实现着事后的均衡。当转向更加市场化的金融体系时,有必要充分考虑到这些均衡力量遭到破坏后可能引发的市场震动。只有充分理解了市场上各种实现均衡的真实力量和机制后,才能找到一条可靠的改革路径。这一方面意味着不能从国外某些现成的模式出发推动改革,改革必须扎根于中国金融运行的实际。另一方面也意味着既要重视正规可见的金融体系,还要关注影子金融系统,关注现有管理措施的部分合理性(出于寻租的部门利益除外)。当为了控制金融风险而加强对某个领域控制时,要考虑到市场可能产生的规避行为,创造出新的产品和服务,使得控制失效。事实上,市场化往往是伴随着原有行政管理手段失效,不得不承认现实而出现的。

再次,改革往往发生在与稳健宏观环境要求相违背的时期。条件都具备的时期,往往也是缺乏改革动力的时期。接受变化是需要一定的勇气和压力的。因此,应不完全受宏观环境的制约,甚至制造一定的市场压力,择机推动金融改革。

3、与其他领域改革的协调问题。

金融改革除了要充分考虑到不同改革措施、政策之间的搭配和时间顺序,尤其是市场发展 and 调控、监管之间协调的问题,还要充分考虑与其他领域改革的协调问题。

一是财政支持问题。相当方面的金融改革,都将涉及改革成本(风险暴露、市场退出),都可能需要公共基金的投入。而事实上,制约当前金融市场化的部分原因,也是财政投入不足,社会安全网不健全导致的。如地方债务以及信用债券等正常违约,金融机构从事的政策性业务,包括三农和小微企业贷款等。二是宏观调控框架。宏观调控框架也制约着金融体系功能的设定。只要我国仍坚持产业政策,虽然可以让财政补贴发挥更大作用,但对金融资源一定程度的政府管控就不可避免。三是地方政府和国有企业的管理体制。市场约束要发挥作用,需要借助微观主体的治理机制。实体经济层面如果存在预算软约束(政府隐性担保或者其他因素),则可能扭曲实体经济向金融体系发出的信号,从而发生系统性的资源错配。金融体系越市场化,这种错配将越严重。四是社会保障体系的建设问题。只要“社会政策托了底”,金融改革才能更加深入开展,才能对经济流动有更大的容忍度,能承受更大的社会紧张情绪。

(作者系国务院发展研究中心金融所综合研究室主任)

我国金融改革开放路径初探

徐蓉

本月初,《关于金融支持中国(上海)自贸区建设的意见》发布。时隔不到一周,《同业存单管理暂行办法》公告,标志着暂停了16年的同业存单发行的重新启动,引起强烈反响。自贸区与同业存单,这看似不太相关的两事项相继出台,深刻展示了党中央、国务院以开放促改革的勇气、智慧和决心,及其对稳妥开放金融次序、途径的科学探索与实践。

金融创新改革和突破是自贸区运行成功的关键,而自由金融贸易又是其核心,也是风险之所在。当资本大幅流出或热钱大量涌入,会造成金融市场震荡,大量的资金套利外逃。因此,以自贸区为棋眼,推进人民币国际化并以此促进我国金融改革的成熟与深入,必须要利率市场化改革、汇率改革三者稳步有序地协调进行。

一、“吸储大战”背景下继续深化利率市场化改革。

随着资本项目的有序开放以及人

民币国际化的不断深入,必然会使中国政府增加宏观调控难度。比如当前,人民币资本项目并未完全放开,便已出现了离岸市场与在岸市场的高利差。利用较低的债务成本在香港离岸市场发行人民币债券,已在事实上构成了对宏观调控政策的冲击。再如,由于境外人民币数量增多,人民币现金和流动性需求都会难以监控,央行通过公开市场冲销过剩流动性的难度大大增强。

由此,市场上“先内后外的金融改革开放次序”的呼声强烈再起。其实,国际经验表明,金融改革开放并没有严格的先后顺序。部分国家选择先实行利率市场化,例如泰国;部分国家选择先进行资本账户开放,例如美国;还有部分国家选择二者同时放在一揽子综合改革计划的框架内进行,例如韩国。

我国应协调推进利率、汇率改革与资本账户的开放,而且金融自由化的顺序也应该是动态地而非静态地进行的。这是金融改革开放的内在要求。资本账户开放允许国内外投资者自由进入国内金融市场,由此形成的利率、汇率能充分反映资金的内在和外在在成

本,为利率、汇率改革提供有效的价格信息。反过来,利率、汇率改革能消除或减弱金融市场上存在的扭曲现象,减少套利行为,缓解资本账户开放可能带来的资金流入或流出压力。故此,此次同业存单的开启,其实意为大额可转让存单奠定基础,解决“钱荒”时的资金断链问题,为资本项目开放后可能面临的风险准备有效的管理工具,完美体现出我国对这三者的设计是一个有机的整体,相互促进、相互依赖、互为前提。

二、资本项目逐步有序开放。

资本项目的放开,是自贸区金融改革最核心的问题。如何放开?当前流行一种普遍的误解,认为资本项下可兑换便意味着资本账户的放开,这是极其危险的。其次,随着货币互换协议的频频签订,国人强烈感受到的新鲜与振奋也促使其认为人民币国际化已是指日可待。此种构建在空中楼阁之上的美丽热望令人极为担忧。

加拿大专门致力于经济自由化程度评估的Fraser独立研究所对已实现了资本项下货币完全可兑换的国家进行了测试。其关于各国资本市场自由度的评估指标E

项满分为10分,超过5分的主要发达国家排名是从高到低依次为英国8.2分、法国6.6分、瑞士5.9分、德国5.6分、美国5.1分。可见,这些显然都已实现了资本项下完全可兑换的国家,其资本市场开放度却没有一个达到满分。不难看出,资本项下可兑换与资本账户开放是完全不同的。

对国际投资者而言,资本项下的可兑换与资本账户的开放对其意义之重大是不可同日而语的。资金退出的自由固然极端重要,但更具现实意义的是中国资本市场的开放,没有资本市场的充分开放,就没有他们分享中国高成长的机会,因而也就根本不再存在退出问题。但目前人民币在岸市场利率仍然比离岸市场要高,当境内资本收益率扣除交易成本后仍比境外高的情况下,资本账户的全面开放无疑会导致热钱的大规模涌入,推高资产泡沫并引发金融泡沫的崩溃。因此,对国际投资者而言,单纯的资本项下的可兑换是没有意义的,有意义的是资本市场外的开放。

对中国政府决策者而言,为促进有能力在海外实现高效率资源配置的企业和金融机构更自由地实现全球化的投资和

经营及人民币国际化的战略,需要中国资本的输出和国内资本市场的有限有序开放。当前,中国对资本项目自由化,采取了审慎而积极的态度,具体来看:一是跨境直接投资(FDI&ODI)。金融危机以来,对外投资流量已达到全球流量的5.2%,位居全球第五。二是跨境证券类投资(QFII和QDII)。今年以来,QFII开户热情高涨,截止12月初,QFII新开A股账户已经达到216个,表明其对中国经济发展和证券市场具有长期看好的投资信心。而QDII的扩张也极大地促进了离岸人民币向国内回流,加强离岸人民币的吸引力。

为了实现对资本市场开放的有效、审慎和科学管理,未来在有资本大量流动的时候,建议不妨通过税收来调控,如对流出的资金加以征税,从而控制热钱的流出人对金融和汇率稳定的负面影响,使可控的开放资本账户为风险提供排气阀和风向标。

三、推进富有弹性汇率制度改革。

伴随着资本项目开放以及人民币国际化推进,市场供需对于人民币汇率影响显著增大。如果资本项目开放速度加快,境外人民币需求增大,人民币汇率升

值压力将会增强。同样,由于人民币利率的输出和国内资本市场的有限有序开放,则出现资金净流出可能性增大,人民币汇率将难以维持升值趋势。但目前我国实行的是有管理的盯住美元的汇率机制,因此,改革人民币汇率形成机制十分必要与紧迫。

20世纪80年代的“广场协议”教训仍让人记忆犹新。很多专家学者认为广场协议之后日元大幅升值,迫使资本流出以及出口增速放缓,最后导致日本经济几乎20年停滞不前,这其实是一个极大的误解。其背后真正的原因是当年日本政府为了抵制日元升值而对内采取了极度宽松的货币政策,并由此促成了举世罕见的资产泡沫,直至资产泡沫的崩溃导致经济增长乏力。

由是观之,伴随着资本项目不断开放,政府宏观调控措施的有效性会大幅下降,短期资本流动以及人民币币值稳定都难以再靠过去的行政手段及时地调整。这些相关风险,特别是配套金融改革所带来的潜在风险都不能小觑。

(作者系斯坦福大学资深经济学家,现任职于汉口银行)