

未来金融改革的关键在于：构建市场化的基准价格体系，增加长期资金供给，发展普惠金融，健全风险管控机制，促进资本项目开放，提高金融监管效率

# 深水区的金融改革

李扬



## 提高资源配置效率是金融改革的根本目标

作为一份规划我国未来五年甚至更长时期改革之原则和方向的纲领性文献，十八届三中全会《关于全面深化改革若干重大问题的决定》（以下简称《决定》）一改传统的“机构、市场、工具、货币政策、金融监管、对外开放”这类面面俱到、四平八稳的顺序，而是将金融改革置于提高资源配置效率的总题目下加以阐述，令人耳目一新。

围绕金融在资源配置中的功能和作用来讨论金融改革，实际上也正面回答了一个自此次危机以来全球都在热议的话题——金融如何更好地服务实体经济。本轮国际金融危机以来，金融应当服务实体经济，几乎成为人必称之的箴言。然而，稍加思索就不难发现，这个命题并不那么简单，在它之上，其实笼罩着重重迷雾。一个重要的原因就在于，该命题中“金融”和“实体经济”这两个核心概念似乎很难清晰地划分，更遑论两者之间的关系。正因如此，当理论界有学者称“金融业是服务业，而服务业就是实体经济的一部分，所以‘金融要服务实体经济’这个命题本身是伪命题”时，很多人都陷入茫然。我以为，如果从金融的基本功能出发来展开分

析，便不会陷入上述逻辑困境。我们必须认识到：在市场经济条件下，一切社会经济活动都是通过交易来展开的，凡交易就需要有货币，货币有条件移转就会生发出金融活动，这就使货币金融活动渗透到社会的各个领域和各个层面。尽管金融活动纷繁复杂，但是，在这个水乳交融的过程中，其作用最终只是在资源配置过程中充当媒介。因此，所谓金融服务实体经济，根本上指的是其媒介资源配置的功能；而所谓更好地服务实体经济，无非只是要求降低流通成本，提高资源配置效率。离开这一点，无论是讨论金融的产业归属，还是去研究贷款的难易、利率之高低，都会误入歧途。

## 我国金融体系还缺什么

那么，经过35年不间断的改革，目前还存在怎样一些障碍和缺陷，使得我国的金融体系难以很好地发挥有效引导资源配置的功能呢？概言之，主要有六个方面：金融体系虽已现雏形，但引导市场得以有效配置资源的基准价格——利率、收益率曲线和汇率等——尚未完全市场化；中国总体而言已不是资金短缺国家，但长期资金尤其是股权资金的供给却严重不足；已有很多公民获得了较好的金融服务，但面向社会所有阶层和群体特别是弱势群体提供服务的普惠金融体系依然有待建立；金融业确已有了较大发展，但防范和化解金融风险依然主要依靠政府的潜在担保甚至直接出资，市场化管理风险的体制机制暂付阙如；对外开放已迈出重大步伐，但资本项目尚被管制，人民币尚不可兑换，这无疑阻碍了构建开放型经济体制的步伐；金融监管框架已经初立，但各领域监管的有效性、针对性、稳健性均有待改善，监管掣肘问题更是十分严重。克服以上六个方面的障碍，就是我国的金融体系2020年实现“各方面制度更加成熟更加定型”战略目标的关键环节，今后3~5年，我们在这些领域和环节上的改革必须取得决定性进展。

## 健全市场运行基准

经过30余年的改革，中国的金融体系发生了天翻地覆的变

化。如今,在全球前10名的超级大银行中,我们已占了3席;全球金融理事会圈定的29家“全球系统重要性银行”中,中国银行和中国工商银行也相继入围;若就资产来排名,中国的央行已在世界上名列前茅。以上成就足以说明,从外在指标看,中国的金融系统已堪与发达经济体相比。但是,在这令人欣喜的“金融上层建筑”之下,各类金融交易赖以进行的“基准”——利率、汇率以及无风险的债券收益率曲线等——如今还在相当程度上受到管制。这意味着,迄今为止我们所有的金融交易乃至宏观调控,一直都在由某种可能被扭曲的定价基准引导着。依据这些信号展开的资源配置过程,其效率大可存疑。

金融市场的核心基准是利率。利率市场化将构成下一阶段改革的核心内容,自不待言。然而,利率市场化绝不仅仅意味着“放开”,它至少包括三大要义:一是建立健全由市场供求决定利率的机制,使得利率的水平、风险结构和期限结构由资金供求双方在市场上通过反复博弈来决定;二是打破市场分割,建设完善的市场利率体系和有效的利率传导机制;三是中央银行要全面改造其调控理念、工具和机制,最终熟练掌握一套市场化的调控利率的手段。这样看来,我国利率市场化的任务还很繁重,市场上关注的“放开存款利率上限”,其实只是我们必须完成的并不具有决定性意义的任务之一。

另一个重要的市场基准就是国债收益率曲线。众所周知,收益率曲线是固定收益市场的主要收益率指标,它反映无风险收益率基准在各个期限上的分布。基于这条曲线,其他固定收益产品才能根据各自的风险溢价来有效定价。在我国,国债收益率曲线已在上世纪开始编制,但囿于各种条件,其缺陷依然明显,使之日臻完善将是下一步改革的任务。在这方面,我们需要做好以下功课:完善国债发行制度,优化国债期限结构;完善债券做市支持机制,提高市场流动性;改善投资者结构,增加交易需求;完善国债收益率曲线的编制技术;适时引进境外投资者;等等。

第三个市场基准就是人民币汇率。为了提高国内国外两种资源的配置效率,促进国际收支长期基本平衡,我们必须完善人民币汇率的市场化形成机制。为达此目标,必须大力发展外汇市场,增加外汇市场的参与者,有序扩大人民币汇率的浮动空间。尤为重要的是,央行必须逐步减少直至摒弃对市场的常态化干预。

除了以上三项机制性改革,我们还须加强金融基础设施建设,其中包括登记、托管、交易、清算、结算等方面的一整套制度以及规范并保护这些制度运行的法律法规。

## 致力于筹集长期资本

经过30多年的金融改革,我国金融体系动员储蓄的能力已经相当强大。统计显示,从1994年开始,我国的外汇储备呈现

逐年净额增长,总体上已经摆脱了储蓄短缺的困境,成为一个储蓄过剩的国家。但是,在资金供给方面,以银行为绝对主导的金融结构所动员起来的资金,在期限上偏短;而在资金需求方面,由于工业化深入发展和城镇化不断推进,社会对长期资金的需求甚殷。这种“期限错配”,是中国各类系统性金融风险的根源之一。不仅如此,以银行为主的金融体系,只能以增加债务的方式向实体经济提供资金,导致我国非金融企业获取股权性资金的渠道相当狭窄。这种“权益错配”,在推高微观主体负债率的同时,也为我国经济和金融体系带来了债务率提高和杠杆率飙升的风险。我国银行资产中的中长期贷款目前已达到60%左右的危险水平,地方政府融资平台问题逐步凸显,都与金融体系上述结构性缺陷密切相关。毫无疑问,在下一步改革中,增加长期资金的供给,特别是增加股权性资金供给,是又一项极为紧迫的任务。

有鉴于此,我们必须未雨绸缪,尽快制定改变我国金融体系期限错配和权益错配的方略。一是进一步发展多层次资本市场。这一目标提出甚久,但长期以来,由于我们始终未能摆脱由政府掌控资本市场这一发展思路,多层次资本市场建设迄今成效甚微。今后,我们必须拓宽思路,加快完善以机构为主、公开转让的中小企业股权市场;健全做市商、定向发行、并购重组等制度安排;引导私募股权投资基金、风险投资基金健康发展;支持创新型、成长型企业通过公募和私募的方式进行股权融资;建立健全不同层次市场间的差别制度安排和统一的登记结算平台。二是给区域性资本市场“正名”,允许市场存在区域差别,建立不同层级、服务不同区域、服务“草根企业”的资本市场。三是进一步推行股票发行注册制改革,根除我国股票主板市场的痼疾。四是规范发展债券市场,其中最重要的工作有两项——允许发行市政债券,大力推行资产证券化。五是发展类似国家开发银行这样的长期信用机构,从机构层面全面增加长期资本和股权资本供给。建立透明规范的服务城市化建设的投融资机制;研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构;在沿边地区,建立开发性金融机构等等。

## 发展普惠金融

经过我国金融业几十年的不懈努力,不少企业和个人都已获得了充分甚至有时是过度的金融服务,但同时也有很多普通居民目前仅能获得有限的金融服务,部分弱势群体甚至还得不到最基本的金融服务。2006年诺贝尔和平奖得主、孟加拉乡村银行总裁尤努斯教授曾明确指出:获得信贷是最基本的人权。遗憾的是,这种人权,在我们这里并没有受到应有的尊重。

支持服务地方的小型金融机构发展,大力发展小额信贷,鼓励金融创新,不断扩大金融服务的覆盖面和渗透率,优化小微企业金融服务生态环境,加强消费者保护,等等,

这些都是普惠金融的应有之义。发展普惠金融，我们尤其需要关注两个领域的改革。一是打破长期以来实行的禁止非金融机构之间发生信用关系的桎梏，放开民间信用，普惠金融才会获得茁壮成长的沃土。二是大力发展互联网金融。实践告诉我们，普惠金融之所以难以发展，客观上存在着成本高和结构化信息不易获取等难以逾越的技术障碍。现代互联网金融的发展，恰恰提供了有效解决这些问题的渠道和手段。通过改变交易的基础设施，互联网使得交易成本大大降低，人们可以更加方便、快捷、低成本地进行交易；同时，互联网金融还突出了个体特有的需求，有效实现了所谓“私人定制化”；另外，大数据、云计算、社交网络、搜索引擎等现代手段的运用，极大地丰富了金融业获取大众有效信息的渠道。

### 市场化的风险处置机制

经过30余年的不懈努力，我国的金融市场已经有了长足的发展，但各类风险也随之而来。虽然我们的金融体系正向着更为市场化的方向发展，但我们的风险处置机制却依然停留在政府大包大揽的框架下。这意味着，在金融体系进一步改革的进程中，我们需要创造一个市场化的风险管控机制，需要用市场化的手段来防范和化解金融风险。

建立市场化的风险管理和处置机制，涉及方方面面。《决定》中特别强调的改革内容有三项。一是完善商业性保险制度。近年来，保险业在中国发展很快，但是，很多保险机构不安心于从事保险的本业，忽略了提供经济补偿的基本功能，而是热衷于从事金融活动，热衷于去进行投资，有时还热衷于从事所谓“社会公益”活动。我们看到，此轮国际金融危机中若干国际一流保险机构涉险，主要缘于其对本业的忽视和对金融衍生品的迷恋。《决定》要求保险强化经济补偿功能，其意图就是促使保险业回归正途。二是建立存款保险制度。加快建设功能完善、权责统一、运作有效的存款保险制度，形成市场化的金融风险防范和处置机制，是关乎我国金融业特别是银行业健康发展的重大举措。这种存款保险机制，要与现有金融稳定机制有效衔接，应能及时防范和化解金融风险，维护金融稳定。三是明确金融机构经营失败时的退出规则，包括风险补偿和分担机制；进一步厘清政府和市场的边界，加强市场约束，防范道德风险，从根本上防止金融体系风险积累；明确地方政府对地方性金融机构和地方性金融市场的监管职责以及在地方金融风险处置中的责任；在处理金融风险的过程中，切实加强对存款人的保护，有效防止银行挤兑。

### 加快实现人民币资本项目可兑换

中国的对外开放已经进行多年，党的十八届三中全会更确

立了“构建开放型经济新体制”的未来发展目标。但是，我们的对外开放，无论是走出去还是请进来，都还存在重重障碍，其中最突出者，就是资本项目管制和人民币不可兑换。中国要想成为在国际事务中发挥更大作用的负责任大国，就必须破除这些障碍。

在我国金融对外开放已经取得相当进展的基础上，进一步改革的重点将置于：转变跨境资本流动管理方式，便利企业走出去；推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度；同时，建立健全宏观审慎管理框架下的外债和资本流动管理体系，提高可兑换条件下的风险管理水平，保障国家金融安全。

### 加强金融监管

经过持续不断的机构改革和功能调整，我国已在本世纪初确立了“货币政策与金融监管分设，银行、证券、保险分业监管”的金融监管和调控格局。然而，不仅银行、证券、保险、信托等领域的纵向监管需要更新理念，不断提高监管的有效性、针对性和稳健性，而且监管当局横向之间相互掣肘，致使出现监管真空、监管重复等问题的局面也亟待改变。若无有效的协调，整个监管体系就很难发挥出正能量。

加强金融监管的措施，主要涉及三个方面。首先，按照功能监管的要求，重整我国金融监管体系。其次，需要提高银行、证券、保险、信托各业的监管标准和监管质量。具体内容包括：建立健全逆周期资本要求和系统重要性银行附加资本要求，适时引进国际银行业流动性和杠杆率监管新规，提高银行业稳健性标准；根据我国金融市场结构和特点，细化金融机构分类标准，统一监管政策，减少监管套利，弥补监管真空；优化金融资源配置，明确对交叉性金融业务和金融控股公司的监管职责和规则，增强监管的针对性、有效性。再次，要加强监管协调，充分发挥金融监管协调部际联席会议制度功能，不断提升监管协调工作规范化和制度化水平，形成监管合力。

特别需要指出的是，近年来，我国金融业发展的一个极为重要的现象，就是银行、证券、保险、信托等金融领域已经在产品层面上大规模混业经营了。在微观层面混业经营已既成事实的情况下，宏观层面仍然坚持分业监管，势必导致监管部门难以把握信用总量的规模、结构和动态变化，从而弱化监管效率。更有甚者，它会导致大量金融活动处于无人监管的境地，使得监管套利如鱼得水。借鉴欧美监管框架从分业重归一统的最新实践，我们需要尽快从体制上改革目前事倍功半、心劳日拙的分业监管格局。

作者系中国社会科学院副院长

(责任编辑 张林)