

## 全面深化金改仍任重道远

王国刚；《中国外汇》2015年1期

随着2014年即将过去，又到辞旧迎新之时。在2013年11月的十八届三中全会“决定”的推动下，2014年被社会各界普遍称为“全面深化金融改革之年”。2013年12月，中央经济工作会议强调：2014年金融工作中“要保持货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构，提高直接融资比重，推进利率市场化和人民币汇率形成机制改革，增强金融运行效率和服务实体经济能力”。2014年3月，国务院的《政府工作报告》提出了深化金融体制改革的10项任务，即“继续推进利率市场化，扩大金融机构利率自主定价权。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，扩大汇率双向浮动区间，推进人民币资本项目可兑换。稳步推进由民间资本发起设立中小型银行等金融机构，引导民间资本参股、投资金融机构及融资中介服务机构。建立存款保险制度，健全金融机构风险处置机制。实施政策性金融机构改革。加快发展多层次资本市场，推进股票发行注册制改革，规范发展债券市场。积极发展农业保险，探索建立巨灾保险制度。发展普惠金融。促进互联网金融健康发展。完善金融监管协调机制，密切监测跨境资本流动，守住不发生系统性和区域性金融风险的底线”。一年来，国务院及相关部门出台了一系列金措施，积极推进金融改革全面深化，主要表现在：

第一，货币政策调控的针对性和灵活性明显增强。为了支持实体经济发展，2014年国务院出台了一系列降低企业融资成本、缓解流动性不足的措施，在此背景下，央行密切关注经济和金融运行的动态，在坚持稳健的货币政策总基调条件下，先后采取了两次定向降准和多次运用常备借贷便利的措施（同时，将常备借贷便利从1-3个月的短期向3年的中期扩展），及时调控流动性，有效缓解了流动性紧张的状况，提高了货币政策操作的灵活性。2014年7-8月间，实体企业的短期贷款净减少3046亿元和金融运行中流动性吃紧状况加重，使2013年“6.20”事件再度发生的可能性大大提高，有鉴于此，央行紧急出手，释放出了5000亿元的中期常备借贷便利，保证了经济和金融运行的平稳。

第二，金融市场价格浮动空间进一步扩大。2014年3月17日起，人民币与美元的汇率浮动区间由每日的1%扩大到2%，由此，人民币汇价形成中市场机制发挥的作用空间进一步扩大，受各种供求因素（包括美国退出量化宽松、美元升值和国际贸易条件变化、国际资本流动等）影响，与2013年相比，人民币汇价的双向波动幅度有所扩大。2014年11月22日，根据经济运行状况

的要求，继 2012 年 7 月以后，再次下调了人民币存贷款基准利率，且选择了非对称调整的方式，不仅为降低实体企业的贷款融资成本创造了条件，而且扩大了各家存贷款金融机构在吸收存款方面的差别利率水平，提高了它们在存款定价方面的竞争程度。在一系列改革措施逐步落实到位的背景下，从 7 月下旬开始，A 股市场的交易价格持续走高，上证指数从 2200 点左右上行到 12 月 5 日的 2937.65 点，日成交金额达到 1.07 万亿元（超过了 1996 年 A 股全年总成交金额），创下了全球股市有史以来的单日交易金额新高。

第三，按照建立负面清单的要求，取消或公开行政审批事项。2014 年 2 月 19 日，中国人民银行公开了行政审批事项目录，将行政审批事项界定在 21 项以内。继 2013 年 11 月 14 日，中国银监会对外公布修订后的《中资商业银行行政许可事项实施办法》，取消中资商业银行开办证券投资基金托管业务和合格境外机构投资者境内证券投资托管业务行政审批等事项之后，2014 年 6 月 23 日，中国银监会又发布了《关于推进简政放权改进市场准入工作有关事项的通知》，变“机构筹建延期和开业延期审批”等 7 项行政审批为报告制管理。2014 年 2 月 18 日，在前期工作的基础上，中国证监会再次取消了 3 项行政审批事项，同时，公布了尚存的 63 项行政审批事项目录，并计划在未来 3 年内再取消 18 项行政审批事项。2014 年 2 月 27 日，中国保监会出台了《关于取消行政审批项目的通知》，取消行政审批事项 2 项，并公布了尚存的行政审批事项。这一系列行政审批事项的取消和公开，都表明了金融监管部门贯彻十八届三中全会“决定”的总取向，提高了市场机制在配置金融资源方面的决定性作用程度。

此外，也还有诸多可圈可点的金融改革措施出台，其中包括存款保险制度的征求意见、银监会对建立民营银行的支持、证监会对股权投资市场的支持和保监会在巨灾保险方面的推进等等。

但是，也需要清醒地看到，金融改革是一项艰巨复杂的系统工程。由于各种金融产品之间存在的替代性和互补性程度远高于实体经济产品，货币政策调控机制转变、商业银行等金融机构业务转型、资本市场机制调整、保险体制改革深化、资产管理回位信托机制、担保机制到位和金融租赁“三队”合一等等相互关联相互制约，同时，金融覆盖经济社会各个方方面面，影响力远大于一个具体实体产业部门，所以，金融改革具有很强的“牵一发而动全身”的效应。这既意味着深化金融改革的难度大于实体经济部门，也意味着深化金融改革的紧迫程度重于实体经济部门。2014 年是全面深化金融改革的开局之年，它虽然迈出了第一步，但今后的任务更加艰巨，因此，依然任重道远。

信用关系是金融运作的基本机制。信用关系，在最基本的含义上，是指在彼此信任的基础上就有条件地使用（或让渡）某种物品（或资源）所达成的契约关系和履行该契约的行为过程。从18世纪以来的300多年历史看，发达国家的金融信用依此沿着商业信用、银行信用和市场信用的脉络而发展，如今它们的金融体系已是由这三种金融信用类型协同共存所构成。与此相比，中国的金融体系迄今依然以单一的银行信用为特征。银行信用建立在存贷款机制基础上，通过存款创造贷款、贷款创造存款的程序以持续膨胀的“货币乘数”方式不断再创造出巨额债务性资金，

表1 各层次货币供应量（1999-2014） 单位：亿元

年份	M0	M1	M2	M2-M0	M2/M0
1999	13455.5	45837.30	117638.10	104182.6	8.74
2000	14652.65	53147.15	132487.52	117834.87	9.05
2001	15688.80	59871.59	152888.50	137199.7	9.75
2002	17278.43	70882.19	183246.94	165968.51	10.61
2003	19746.23	84118.81	219226.81	199480.58	11.10
2004	21468.49	95971.01	250802.79	229334.3	11.68
2005	24032.82	107279.91	296040.13	272007.31	12.32
2006	27072.62	126028.05	345577.91	318505.29	12.77
2007	30334.32	152519.17	403401.30	373066.98	13.30
2008	34218.96	166217.13	475166.60	440947.64	13.89
2009	38246.97	221445.81	610224.52	571977.55	15.96
2010	44628.17	266621.5	725851.79	681223.62	16.26
2011	50748.46	289847.70	851590.90	800842.44	16.78
2012	54659.77	308664.23	974148.80	919489.03	17.82
2013	58574.44	337291.05	1106524.98	1047950.54	18.89
2014.9	58844.99	327220.21	1202051.41	1143206.42	20.43

资料来源：中国人民银行网站

引致经济金融运行中的杠杆率非但居高不下而且愈加严重。从表1中可见，从1999-2014年的15年间，中国的货币乘数持续快速提高。到2014年9月，中国的货币乘数已达20.43倍，远高于各个发达国家。另一方面，银行信用以商业银行等金融机构运作为基本

点。在资金供给者和资金需求者均缺乏其他金融产品选择的条件下，商业银行等存贷款金融机构借助卖方垄断地位，以最低的价格（利率，下同）获得存款资金，再以最昂贵的价格将这些资金贷放给实体企业，由此，获得巨额营业收入。从表1中可见，2014年9月，M2-M0的数额达到1143206.42亿元，如果按照1年期存款基准利率和1年期贷款基准利率的利差3个百分点计算，商业银行等存贷款金融机构可获得利差收入为3.43万亿元，比2013年底的1047950.54亿元存款的利差收入增加了3000多亿元。如果将活期存款利率（即0.35%）纳入其中计算，则商业银行等存贷款金融机构获得利差收入将更加突出。

2012年以后，国务院就不断强调要降低实体企业融资成本、降低金融为自己服务的比重，为此采取了一系列措施。但两年过去了，经济金融运行中的实体企业融资成本不但没有降低反而继续大幅上升、金融为自己服务的比重不但没有减少反而继续扩展。究其主要成因在于，中国的金融资源主要由商业银行等存贷款金融机构配置，它们按照自己的意向和运作机理展开经营运

作。在新增贷款规模受到行政管控之后，运用各种理财产品机制，通过银信合作、银证合作等一系列“银行的影子”通道，层层加码，结果既提高了实体企业获得资金的成本又提高了金融为自己服务的比重。

十八届三中全会“决定”强调，经济体制改革要“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用”而展开。对中国金融体系改革来说，这不仅要求处理好“政府与市场的关系”，而且要改变由商业银行等存贷款金融机构在配置金融资源中起决定性作用的间接金融为主格局，使金融回归实体经济，建立由金融市场决定金融资源配置的新体系。2014年12月11日的中央经济工作会议公报中强调，中国经济发展已进入新常态，“要围绕解决发展面临的突出问题推进改革，推出既具有年度特点、又有利于长远制度安排的改革举措，继续抓好各项改革方案制定”。

从金融实践来看，金融回归实体经济的一个较好的突破口是，使债券（尤其是公司债券）回归直接金融<sup>1</sup>，通过金融脱媒机制推进金融体系改革深化。在公司债券回归直接金融的背景下，实体企业可以通过发行公司债券从资金供给者（城乡居民和其他实体企业）手中获得资金，由此，将打破简单受制于银行贷款的状况；由于公司债券利率高于存款利率低于贷款利率，由此，将提高资金供给者的资金运作收入水平和降低实体企业的融资成本，扭转实体企业融资成本持续上行的趋势和金融为自己服务的比重持续提高的趋势。在这种背景下，存贷款利率市场化将迈开真实的步伐，商业银行等金融机构在存贷款业务量减少的背景下，将不得不展开经营运作业务的实质性转型。另一方面，对货币政策和金融监管来说，随着公司债券等直接金融工具的发展规模扩大，继续坚守机构监管的机制已缺乏实践的根据，由此，变机构监管为主为功能监管为主将成为必然趋势。

2015年，债券回归直接金融可能迈出实质性步伐。诸如地方政府债券、中央企业债券、上市公司债券和中央政府项目债券等的直接面向城乡居民和实体企业发售，将改变由商业银行等金融机构购买债券所造成的债券成为间接金融工具的状况，实现金融脱媒的推进。另一方面，这一改革将有效为存贷款利率市场化、央行货币政策调控机制转变、存款保险制度的实施、商业银行等存贷款金融机构业务转型、金融监管对象转换和资本市场的对内对外双向开放创造有利的市场条件。

但通过金融脱媒机制，建立直接金融为主、三种金融信用类型共生共存的现代金融体系，是一个相对长的过程，不是一朝一夕所能完成的。即便从2015年开始计算，债券余额要达到能够与贷款余额大致可匹敌的数量规模，也需要10年以上的时间。在这个时间段中，也还有一系列

---

<sup>1</sup>值得一提的是，在中国人们常常使用的“直接融资”（或“间接融资”）等概念有着明显的理论上和政策上的偏差。从市场角度看，金融是一种交易活动，它至少由买方和卖方所构成。直接融资等概念只反映了资金需求者的单方面要求，容易忽视资金供给者的要求，且这一概念缺乏“交易”的充分涵义。

因素影响着金融脱媒的进程，这决定了这种“滴水穿石”式的改革也不会一帆风顺，因此，还需要各方面的积极进取，以“适应新常态，引领新常态”。