

■大历史—新观察

30年金融改革 新起点在何处

我国30年来金融改革取得了五大开创性成果:建立了相对健全、竞争比较有序的市场金融体系;以多种间接型金融调控工具为主体的金融宏观调控体系;较为健全完善的金融监管制度等。尽管成果显著,但金融改革仍滞后于经济改革。因此,我们还要通过树立“该出手时就出手”的金融改革观、把金融结构优化置于优先地位的金融发展观、金融对外开放和对内开放协调并进的金融开放观,以进一步推进和深化我国下一步的金融改革。

○ 苑德军

自1978年党的十一届三中全会以后起步的金融体制改革,至今已走过了30个年头。全面总结30来我国金融改革所取得的成绩,并探索进一步深化金融改革的对策,是当前我国金融理论界面临的一项重要任务。

30年金融改革取得五大开创性成果

金融改革是我国经济体制改革的重要组成部分之一。因为,金融改革对经济体制改革的重要意义在于,不仅是金融改革的力度和深度会制约和牵动着其他要素市场的改革,而且由于金融是现代经济的核心,金融改革的进程与成效,会直接影响到经济资源的配置效率,进而会影响到经济改革的最终成果。

从我30年来金融改革所取得的成绩来看,主要表现在以下五大方面。

第一,建立了融资规模庞大、结构相对健全、竞争比较有序的市场金融体系,确立了社会主义市场经济运行体制,金融资源配置的市场化达到了相当程度。

我国金融改革的最终目标,是按照社会主义市场经济体制的要求,建立市场型金融运行体制,使市场在金融资源的配置中发挥基础性作用。一个健全完善的金融市场的构建,是实现这一目标必不可少的基础性条件。

30年来,在金融改革的强力推动下,金融市场的创新措施层出不穷,各种新的金融工具和金融产品不断涌现,金融市场规模显著扩大,市场结构逐步优化,一个涵盖了货币市场、资本市场、外汇市场和黄金市场于一体的金融市场主体体系已经形成。

由于各种要素市场发展都要以资金作为媒介来推动的,因而以融通资金为己任的金融市场成为统一的社会主义市场经济体系的枢纽和核心。我国金融市场体系的形成,为统一的社会主义市场经济体系的构建与完善作出了重要贡献,同时也使市场型金融运行体制得以确立,并成为推动经济、金融市场化进程的重要动力。

伴随着我国金融市场的快速发展,各类经济主体的投融资渠道越来越趋于多样化,储蓄向投资转化的效率大大提高,市场在金融资源配置过程中的基础性作用逐步增强。

第二,建立了以多种间接型金融调控工具为主体的金融宏观调控体系。

实现金融宏观调控的间接化,使金融宏观调控由直接调控为主转变为以间接调控为主,是社会主义市场经济体制的本质要求,也是金融体制改革的重要内容之一。

在计划经济体制下,国家对金融调

控的基本方式,主要是以信贷计划调控这种带有强制性行政约束力的直接调控。信贷计划,既是国家管制信贷规模的一种手段,也是国家计划配置金融资源的一种工具。但在市场经济体制下,国家对金融的调控就必须摒弃计划管制,实行以金融市场为基础的间接调控,注重发挥利率、法定存款准备金比率、公开市场业务等间接型金融调控工具的作用。

1996年,我国取消了银行的贷款规模控制,在金融调控间接化改革方面迈出了重要步伐。随着利率市场化改革的不断深入,利率形成机制的市场化程度在不断提高,利率对金融运行的政策调控功能也明显强化。

除了存贷款基准利率外,目前我国利率体系中的其他利率都已基本实现了市场化,从而大大增强了利率对资金稀缺和政府政策意图的反映程度。随着经济主体对利率的敏感性日益提高,利率已经成为经济社会高度关注的金融指标之一。其中,市场与公众对利率变动的预期,已越来越强烈地影响着金融机构的资产经营行为和资产价格。

随着近年来宏观经济和金融形势的变化,金融当局的利率调控技术也相应改变,即由过去单纯注重利率水平调整转变为利率水平调整和利率结构变动并行,利率对经济的结构调整功能也凸显出来。

第三,建立了由央行、商业银行、政策性银行及各非银行金融机构组合而成的多样化金融组织体系。

金融组织结构多样化是我国30年来金融改革的重要产物,也是金融行业内部结构和金融市场结构演进与优化的产物。

1984年1月,中国人民银行专门行使央行职能,其原有的经营业务交给同时设立的工商银行,这标志着中央银行体制的形成和二级银行制度的产生。这是我国金融组织创新过程中具有里程碑意义的重大举措。

面对“入世”后外资银行进入可能带来的严峻挑战,从1996年起,国有商业银行的股份制改革开始提速。通过注资、剥离和引进战略投资者,建行、中行和工行相继完成“股改”并上市,农行的“股改”也正在紧锣密鼓地进行之中。

四大国有商业银行作为我国商业银行体系的中坚力量,其股份制改革既是金融改革的重要内容,也是金融组织制度创新的重要方面。

随着金融改革所引致的金融工具、金融业务的多样化,保险公司、证券公司、信托投资公司等非银行金融机构也纷纷设立并获得了较快发展。

多样化金融组织体系的形成,为建立社会主义市场经济运行体制提供了必需的组织保证。

第四,建立了较为健全完善的金融监管制度。

伴随30年金融改革和金融发展的进程,金融监管制度也进行了一系列的改革。银监会、证监会和保监会的分设,使我国形成了与金融分业经营体制相适应的金融分业监管制度架构。

从金融监管手段来看,行政监管手段的作用被逐步弱化,经济监管手段和风险监控,诸如此类监管措施的推行,表明我国的金融监管正在向市场化和国际化方向靠拢。

进入20世纪90年代后,金融法制建设步伐也在加快。《中国人民银行法》、《商业银行法》、《票据法》、《证券法》和《贷款通则》等一系列金融法律法规的陆续颁布与实施,为金融监管提供了必需的法律依据,监管部门运用法律手段监管的力度明显加大。

第五,金融对外开放迈出重要步伐,我国金融的国际化程度有了很大提高。

金融改革是推动我国金融对外开放的助推器和加速器,金融对外开放的进程与金融改革进程息息相关。

在我国进入“入世”后过渡期即将兑现“入世”承诺的情况下,金融对外开放步伐明显加快。国有商业银行“股改”和“贷款通则”等一系列金融法律法规的陆续颁布与实施,为金融监管提供了必需的法律依据,监管部门运用法律手段监管的力度明显加大。

一方面,金融对外开放可以使我们学习外资金融机构先进的经营理念、管理技术和企业文化,获得金融全球化带来的利益,但另一方面,也将中资金融机构和外资金融机构置于同一竞争平台,使中资金融机构要面对来自外资金融机构的严峻挑战。

30年金融改革使我国的金融面貌发生了巨大变化,极大地提升了我国金融的整体发展水平。金融资产总量大幅度增长,金融结构日趋健全,金融消费者的福利水平显著增强,金融对实体经济的支持作用大大增强。

30年来的金融改革,为处于经济高速增长阶段的我国向“金融大国”和“金融强国”迈进,奠定了坚实和厚重的基础。

深化金融改革必须树立“三观”

尽管我国30年金融改革已经取得了很大成绩,但金融改革明显滞后于总体经济改革的步伐,也是一个不争的事实。

一些深层次的金融改革举步维艰,进展缓慢,严重制约了金融改革的进程。金融改革不到位,是引发我国金融运行中一些错综复杂的结构性矛盾的根源,而这些结构性矛盾又成为金融发展的重要掣肘因素。目前,我国的金融改革已进入攻坚阶段,没有完成的改革都是不好啃的“硬骨头”,难度很大。

加快金融改革,要求我们对30年金融改革的经验进行认真的理论概括和总结,找出掣肘改革的关键因素,有针对性地采取深化改革的有力措施。不过,比较而言,或许更重要的是,要解放思想,树立“三观”,即“该出手时就出手”的金融改革观、把金融结构优化置于优先地位的金融发展观、金融对外开放和对内开放协调并进的金融开放观。

第一,要不失时机地抓住改革机遇,树立“该出手时就出手”的金融改革观。在目前我国金融改革的目标和路径已相当清晰,并且改革条件已基本成熟的情况下,金融改革的步伐应当加快。

如果在该推出改革措施的时候,我们再瞻前顾后或畏首畏尾,这不仅会贻误金融改革良机,延缓金融改革进程,而且也会增加金融改革的时间成本,降低金融改革的边际收益。或许更为严重的,是会导致整个金融系统患上金融改革“疲弱综合症”,使改革过程无限期拉长,从而淡化公众和整个经济社会对金融改革的热情而使得改革失去广泛的社会支持。

仅以利率改革为例。我国的存贷款基准利率至今仍未放开,这已成为我国金融改革久攻不克的堡垒之一。放开存贷款基准利率真的有那么难吗?真的会导致利率大战,并引发金融秩序混乱吗?回答是否定的。

其实,对存款利率实行上限管理、贷款利率实行下限管理,仍然管制存贷款基准利率,无非有兩種解释:一是维护银行业银行的利益,二是求稳怕乱。事实上,现在银行经营行为的合理化程度和银行经营环境的市场化程度已远非昔日可比,放开存贷款利率的条件已经基本成熟。如果老是“捂着”存贷款基准利率,让中资银行在基本上没有利率风险的市场环境中过好日子,那么我们的银行什么时候才能够享受贷款定价?我们的银行怎么能够经受利率变动风雨的洗礼,提高核心竞争力?

对此,我们必须珍视和不失时机地抓住改革机遇,“该出手时就出手”。这是改革的基本逻辑,也是加快金融改革进程的客观要求。同时,在推进金融改革过程中,我们还必须对体制复归保持高度警惕。

第二,把金融结构优化置于优先地位,树立以结构优化为重心的金融发展观。金融发展包括两层含义:一是总量扩张,即金融总量指标的增加;二是结构深化,即通过结构创新措施推进金融结构变迁,满足市场主体不断发展变化的金融需求,提高金融消费者的福利水平。

其中,总量指标是衡量金融发展广度的指标,对金融发展一般只具有直观的表征意义,而结构指标是说明金融发展深度的指标,往往能够透视出金融运行中更深层次的东西,对推进金融发展的意义似乎也更为重要。

正因为如此,美国著名经济学家戈

德史密斯设计的衡量金融发展的35个指标中,基本上都是结构指标。如果我们只是满足于较低结构发展水平上的总量扩张,那么金融发展就不会产生质的飞跃。

树立以结构优化为重心的金融发展观,是基于中国金融运行现状必须做出的选择。

尽管我国的一些金融总量指标与发达国家相比差距还很大,但如果以经济总量指标作为对比的参照系,可以看出这些指标还是不低的。相形之下,金融结构优化则明显滞后于总量扩张,金融的结构性缺陷相当突出,金融运行效率还很低。应该看到,结构问题已经成为中国金融体系中的“软肋”,成为中国金融运行中的主要矛盾和金融发展的主要限制性因素。

理所当然,推动金融结构优化的制度安排与创新措施,也就成为金融发展的主要推动力。

在金融组织结构的构建上,应破除传统思维定式的禁锢,转变“银行规模越大越好”和“银行公有制度越高越好”的旧观念,采取切实措施,加快发展社区银行、村镇银行、资金互助社等微小金融机构,加快发展多种所有制类型的金融机构,改善和丰富金融组织结构,强化金融竞争。

第三,给民营资本“国民待遇”,树立金融对外开放与对内开放协调并进的金融开放观。金融对内开放和对外开放是相互联系的,如果仅仅是迫于世贸规则则对外开放金融机构敞开大门而不能平等地对内开放,那么,这不仅是对境内市场主体的一种歧视,背离了市场经济的公平竞争原则,而且也会削弱金融对外开放的效果。

金融对内开放的核心问题,是给非国有资本特别是民营资本和公有制成分相同的“国民待遇”,消除行业垄断和“所有制歧视”,允许民营资本在合法合规的前提下顺利进入金融领域。

2005年,国务院发布了“非公经济36条”,允许民营资本进入金融领域,但这项政策至今也没有真正落到实处。民营资本进入金融机构还有各种明的或暗的制度性障碍,受到种种不合理的限制,市场壁垒很高。

相比之下,我国金融业对外开放已经比较深入和到位,但对内开放问题却至今没有处理好。外资在银行的持股比例可以达到25%,个别银行甚至出现了外资控股,但民营资本由于受到限制,在一些银行的持股比例却达不到外资的持股比例水平。这是一种很不正常的现象。

一些人总是戴着有色眼镜看待民营资本,担心民营资本入股金融机构会出现道德风险,引发“内部人控制”,放大不良资产,酿成金融风险。中国金融业的巨额不良资产,是有民营资本介入的金融机构形成的吗?对中国金融业状况稍有了解的人,对此都是心知肚明的。

因此,我们必须打破金融业的行业垄断,给民营资本以“国民待遇”,允许和鼓励民营资本在依法合规的情况下参股金融机构并逐步提高其持股比例。对一些微小银行,也可以允许自然人参股。

(作者单位:中国银河证券公司)

美元货币流通发行机制带来四大启示

○ 陆军荣

当美元对全球经济、金融的影响日益强化时,这促使我们深入了解美元的货币发行机制。由此,我们也可以从中得到如何完善我国货币发行制度的诸多启示。

从目前来看,美国联邦储备系统主要由三个主要部分组成:联邦储备管理委员会(FED)、联邦公开市场委员会(FOMC)和地方12家联邦储备银行(FRB)。美联储主要通过买卖美国联邦政府债券的方式来发行美元基础货币的投放,并通过各类利率工具调控流通中的广义货币数量。

第一,基础货币的投放机制。在理论上,美联储对基础货币的投放有三个渠道:购入美国政府债券,再贴现贷款(FP & TAC)和持有的黄金及特别提款权。但是,从美国联邦储备体系形成以来,购买美国政府债券一直是投放基础货币的最主要渠道。截至2008年1月30日,美联储共向市场投放基础货币8143亿美元,其中以持有政府债券资产形式投放的约7184亿美元,占88.2%。

以政府债券为主导的基础货币投放结构,可使我们联系到三个问题:

一是美国财政部是铸币税的真正享有人。在这种结构下,美国财政部以政府债券作为抵押向美联储融资

用于财政支出,美联储以这些政府债券作为基础投放货币,只要作为基础货币的美元在现实中流通,美国财政部就可以永远占用同等数额的债券融资额度,享有货币发行的铸币税。

二是美联储在美国政府债券市场上具有决定性影响地位。至2007年底,美国联邦政府债券总余额为8.95万亿美元,占美国当年美国GDP的65.5%。其中,公开发行并在市场流通的联邦政府债券有5.19万亿美元,境内与境外持有人各占一半,美联储作为美国境内公开流通政府债券市场上最大的单一持有人,所占所有公开流通政府债券比重达到了14%。这表明,美联储有足够能力影响市场。

三是美国货币发行与财政赤字的关系。从1940年至2007年,美国累计财政结余与赤字之和为-4.8万亿美元,据预测2008-2009年,每年度仍将继续存在4000亿美元的赤字。

由此可见,能依靠美联储货币发行解决财政赤字仅占其中的很小部分,而且美联储从设立之时起就有着相对的独立性。因此,虽然美国的基础货币投放以持有美国政府债券为主,但美国的货币发行无论从程序和规模而言,都难以成为美国财政赤字的主要融资渠道。

第二,美联储三大利率工具来调控

货币供给量:联邦基金利率、贴现利率和存款准备金率。

联邦基金利率是最常用的利率调控工具,其主要指美国银行间同业拆借市场的隔夜拆借利率,也是我们通常讲的美国基准利率,这种利率的变动能够敏感地反映银行之间资金的余缺,一般美联储先设定目标基准利率,然后通过公开市场业务等手段进行市场调控,进而影响商业银行的资金成本与货币持有量。

贴现利率是商业银行以持有的合格有价证券到美联储进行再贴现或进行抵押贷款融资时所适用的贴现利率,该比例越低则商业银行的融资成本越低。

存款准备金率是商业银行向美联储缴存的准备金占其存款总额的比例,提高该比例可以减少在市场中流通的基础货币。

从2006年下半年开始,美联储为防止经济衰退,对于联邦基金利率及贴现利率分别从5.28%和6.25%的高点,连续下调至目前的2%和2.25%。

第三,美联储与财政部的合作机制。美国联邦储备银行的注册资本由各商业会员银行认缴,并以利差收入、政府债券承销收入作为收益来源。因此,我们通常将其视为能保持完全独立性的“私有化的中央银行”。

但事实上,美联储从成立之时起就

代理着政府国库财务收支的功能,同时还履行着代理政府证券发行管理、政府贷款人等职能。

美联储与美国财政部间存在着的天然联系实现了美国货币政策与财政政策的有机整合。而且,在人事安排上,七名联邦储备管理委员会(Federal Reserve Board)委员均由总统提名任命,并经国会通过。委员会主席与财政部、预算局以及经济顾问委员会的负责人组成所谓“四人委员会”,是总统决定经济政策的“四巨头”,也会就重大决策问题达成一致。因此,发展至今的美联储,其公共性、行政化的色彩越来越浓。

第四,欧洲美元的创造机制。由于欧洲货币市场的存在,美元作为国际支付手段即便在美国境外,也成为了国际信用货币的创造手段。

欧洲美元与美国国内流通的美元是同一货币,具有同等价值,两者的区别只在于账务上的处理不同,即一家公司将在美国银行里美元存款转存至欧洲银行(或其它具有欧洲货币创造能力的境外银行),该公司便可获得一张欧洲美元存款证明。这些银行取得美元存款后,留存一定的备付金,将剩余资金贷出,形成了美元信用货币的境外创造过程。

对于欧洲美元的存在,国际上并没有权威的统计,如果仅以欧盟和英国货

币存款银行的美元外币存款统计,截至2007年末,该地区至少存在4万亿美元以上的欧洲美元,欧洲美元的扩张在一定程度上增加了国际资本的流动性。

目前美元的货币发行流通机制,对于完善我国的货币发行制度有着多方面的启示:

一是我国基础货币投放以外汇储备为主要渠道,货币发行的铸币税收入并没有转化为可提高全民福利的财政支出,同时外汇储备的单向巨额增长,造成了我国基础货币的被动投放。央行票据的大量发行和国内利率水平的不断调高,不仅增加了央行的货币调控成本,也容易扭曲经济运行结构。因此,改革我国基础货币投放机制是未来的必然选择。

二是利率调控的市场化。美联储通过设定目标联邦基金利率,再辅之以公开市场业务操作,以市场化的方式进行市场利率的调控机制,是我国今后利率市场化改革可以借鉴的地方。

三是以独立著称的美联储与美国财政部间的紧密合作也是实现有效宏观调控的保障,我国可以设立相应的财政货币政策协调委员会,增强政策调控效果。

(作者系经济学博士、上海社会科学院博士后)

■今日看板

我国宏观政策组合需作重大调整

○ 徐平生

去年底以来,在“防止经济增长由偏快转为过热,防止价格由结构性上涨演变为明显的通货膨胀”的宏观调控目标下,我们确定了“稳健的财政政策和从紧的货币政策”的政策基调。在具体的政策组合上,一方面,通过对成品油、电力价格等价格控制、人民币加速升值等政策措施,以期实现物价特别是CPI的控制目标;另一方面,通过严格控制信贷和货币供应等政策措施,来控制投资的反弹、过热。

但是,我们也看到,经过今年以来的实践表明,这样的政策组合已显露了很大的缺陷或不足。这主要体现在以下三个方面。

第一,成品油、电力价格等价格控制措施并不能减轻我国当前面临的价格上涨压力,居民价格上涨的预期依然较强。

从目前来看,我国的成品油、电力价格等价格管制所存在的弊端是相当明显的。首先,助涨了浪费,不利于节约能源和鼓励创新,与建设创新型社会和节约型社会战略是背道而驰的;其次,伴随而来的问题是供应不足,使得能源供需缺口日益扩大,油荒和拉闸限电等现象迅速蔓延;再次,数千亿的财政补贴和税收减免,已严重侵蚀了政府财力,实质上是补贴了富人和外国人;最后,国内外之间巨大的能源价差,为国际资金进入我国进行能源套利提供了绝佳机会,而我国国民财富的大量流出,在一定程度上又加大了人民币升值压力。

第二,人民币加速升值带来大量境外资金的流入,以信贷、货币控制为主的从紧货币政策使我国企业面临了巨大资金压力,当前我国企业面临极大的减速风险。

今年4月份,我国外汇储备增长744.6亿美元。其中,贸易顺差为166.8亿美元,外商直接投资流入76亿美元,简单计算的不可解释性外汇流入达501.8亿美元。前4个月,我国外汇储备增长高达2283.9亿美元,按1.7的美元/人民币升值计算,直接增加1.7的人民币供应量高达1.6万亿元人民币左右,从而使我国货币供应量面临高速增长的外在压力。

但是,在大幅提高法定存款准备金率和严格控制信贷的货币政策作用下,4月底我国广义货币供应量(M2)余额同比增长仅为16.9%,M2经5月末大幅反弹已回到18.07%。另外,5月份我国人民币贷款同比增长为14.86%。

这样的货币政策操作结果是:外资持有大量人民币,而我国居民和企业(尤其是企业)的人民币资金却十分短缺,相当部分企业面临巨大资金压力,解决新增就业主渠道的我国中小企业承受了更大的资金压力。

特别是在当前我国银行信贷规模增长被严格控制的情况下,持续、大幅上调法定存款准备金率,促使我国银行资金日趋紧张。数据显示,5月末,几家大型银行的超额存款准备金率(下称“超额率”)已接近于1%以下,个别股份制银行甚至在5月末还出现了超额率为负的情况。其中,工商银行、农业银行、中国银行、建设银行和交通银行在5月末的超额率最低的是降到了0.62%,最高的也仅为1.96%,多家银行低于1%。另外,个别股份制银行的超额率甚至降到了-3.5%左右水平。

第三,人民币快速升值,对相当部分出口企业形成了巨大压力。人民币持续、快速升值,对降低出口企业利润的负面影响,这一情况已经在我国沿海地区出口加工企业中得到迅速蔓延。

鉴于上述分析显示,如果我们还继续坚持这样的具体政策组合,我国经济陷入滞胀的风险将大大提高。因此,眼下我们必须对这样的具体政策组合进行重大调整。

首先,必须坚决、有序地推动我国的成品油价格、电力价格和资源税等改革,逐步理顺能源、资源等价格关系。在价格改革过程中,一定程度的价格上涨是必然的,我们必须理性对待能源和资源价格上涨问题。

其次,适当放松货币、信贷控制目标,必要时适当提高人民币存贷款利率;放缓人民币升值步伐。

第三,取消利息税,包括居民储蓄存款利息税和企业债券利息税。

第四,将对生产者的巨额补贴转为对城市和农村中低收入群体的生活补贴,保证他们的生活水平。

(作者单位:国家信息中心)