

中国经济发展新阶段的金融改革^{*}

李 扬

内容提要:本轮国际金融危机以来,金融要服务实体经济的理念深入人心。本文重点从服务实体经济的角度来讨论金融改革问题。首先对实体经济、金融经济、服务业概念进行了辨析和正本清源,接下来探讨当前中国实体经济方面的五大变化,即:国际环境、国内环境、人口结构、城镇化和工业化,特别是这些发展变化对金融发展提出的挑战。在此基础上,本文提出今后若干年我国金融改革的要点:(1)宏观经济政策框架改革:从重需求管理转向供给管理和需求管理并重;(2)调控体系:建立宏观审慎政策体系;(3)完善宏观调控体制机制:财政政策和货币政策协调;(4)金融改革:基本形成市场价格基准、完善多层次资本市场、建立长期资本的投融资体系。

关键词:经济发展新阶段 实体经济 金融改革

一、引言

经过长达 33 年的高速发展,随着中国经济进入结构性减速的新阶段,进一步全面推进金融改革的任

务,又一次提到我们面前。

在探讨这个极为复杂的问题之前,回顾过去 30 余年我国金融改革的基本思维方式或许是有益的。

过去我们讨论中国的金融改革,通常会以发达经济体作为参照。若明若暗的思维逻辑是:美国是一个金融业高度发达的国家,我们的改革应以美国为蓝本,于是,他们那里有什么,我们就应发展什么。客观地说,在相当长时期中,如此确定改革的方向和内容,自有它的合理性。因为我们是在完全没有市场经济的基础上来建立市场经济体系,是在基本上没有金融的国度里发展完整的现代化金融体系。在这个堪称从无到有的过程中,向先进国家特别是向美国学习,是很自然的,也是很有效的。

但是,随着中国金融体系的基本框架逐渐建立,我们开始感觉如此简单化处理,存在较大的问题。

最早出现的问题,是误读发生在美国以及发达经济体中的最新动态和最新实践。例如,1999 年美国出台了《金融服务现代化法》。仔细研究这个法就会发现,它只是触及了所谓金融混业问题,但它只是

指出存在这样的倾向,重点则在于列举了需要议会进一步调查研究的问题清单。但是,我们不求甚解且惯于耸人听闻的媒体和一些并未认真研究过甚至根本就未读过该法案的不负责任的研究者们,却告诉大家,这个法案结束了金融分业的时代,确定了金融业混业经营的基础或者法律框架。本世纪以来,这个认识主宰了我国的金融改革方向,混业经营成为国人金融创新灵感的新源泉。然而,如今国内虽已形成若干具有中国特色的混业“模式”,但是,对于那些已经走上某种混业道路的机构而言,它们始终没有搞清楚混业经营同多样化投资究竟存在何种区别,因而并无创新的愉悦。更何况,在大洋彼岸,所谓混业经营的始作俑者似乎并没有走向全面混业,至今仍逡巡于混业和分业之间。

这次金融危机,在更深的层面上对我们行之多年的改革方案的形成逻辑提出了挑战。最大的挑战是,我们以前一直奉为榜样的发达经济体,特别是美国,他们的经济、金融出了问题,从而导致基于他们经济实践和金融实践之上的理论发生了问题,其政策更是乏善可陈。可以说,金融危机对于中国的经济和金融学界最大的冲击,或者说最大的影响就是,它使大家有了一些信心,我们感到,在发展市场经济方面,我们虽然仍是小学生,但是,在越来越多的问

^{*} 李扬,中国社会科学院副院长、学部委员、经济学部主任、研究员,邮政编码:100072。本文根据作者在 2013 年 5 月 16 日“长安论坛”演讲稿整理,业经本人审阅。

题上,我们确实已经开始可以和发达经济体进行平等讨论了。举例说,在金融监管领域,在实施巴塞尔Ⅲ方面,我们和发达经济体事实上处于同一个层面上,甚至走得更靠前些;我们目前正在研究和正准备做的事情,有很多在发达经济体都还没有起步。在这种情况下,研究进一步推进金融改革的思路,我们显然需要沉下心来,循着金融发展的基本逻辑,密切结合中国国情,探讨出一条新路来。我以为,这条路子,当应循着金融发展服务实体经济的逻辑来寻找。原因是,其一,实体经济领域未来的变化,决定了哪些改革和发展措施是应当做的,而且是有可操作性的;其二,金融改革与发展的绩效,要看它是否有助于中国实体经济的发展来评判。

本轮全球金融危机以来,金融发展应当为实体经济服务,已经成为多数文件、文章以及各类会议上人必称之的箴言。然而,稍做探讨,大家就发现,这个命题并不像人们一想之下的那么简单;在它之上,其实笼罩着重重迷雾。重要原因就在于,该命题中金融和实体经济这两个核心概念,本身似乎就很难清晰地界定。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,讨论这个问题,还应回到经济学的学理层面上去。

在学理上,经济学把我们生活在其中的纷繁复杂的现代经济社会分为实体世界(real world)和货币世界(monetary world)两个侧面。^①所谓实体世界,指的是由物质资源、人口、产品、劳务、劳动生产率、技术等“实体”因素构成的经济世界;而货币世界则指的是由饥不能食,寒不能衣的货币资金的运动所构成的经济世界。这样,在一定意义上,全部的经济学便可以被区分为关于三个问题的学问体系:一是揭示经济的实体面运动规律的学问体系,它构成一般意义的“经济学”的研究对象;二是揭示经济的货币资金面运动规律的学问体系,它构成一般意义的“货币金融学”的研究对象;三是探讨实体世界与货币世界相互沟通、彼此影响的方式、渠道、结果的学问体系。所以需要就此展开研究,是因为,在市场经济条件下,我们所有的社会经济活动都基于交易而展开,凡交易就需要有货币,就要有资金融通,这就使货币金融活动深深渗透到社会的各个领域和各个层面,所以,我们需要探讨实体世界和货币世界之间的关系。这方面的内容,构成一般意义的经济学

和一般意义的货币金融学都应讨论的学问体系。所谓金融服务实体经济,就是这第三个学问体系讨论的内容。

图1展示了刚才的分析框架。在这个图中,实体经济分为两层,最“实体”的是物质产品,接着是商品和真实的服务贸易,在这里,服务当然是实体经济的组成部分。往下是货币经济,股票、债券、商品期货等原生金融产品和在它们基础上产生的衍生金融产品。后两者构成货币经济总体。

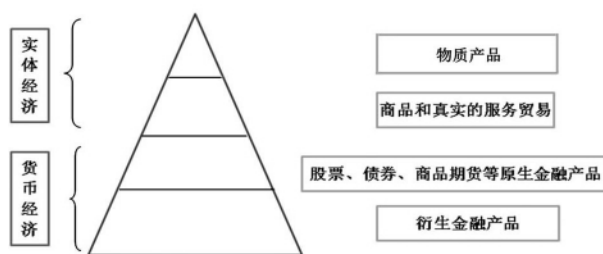


图1 经济体系的分层结构

这个架构简单,但是很实用,它基本上反映了我们对于实体经济和金融世界的关系的看法。

在这里我特别想指出,我们学习的一般的“经济学”,实在只是关于实体经济的学问体系,虽然各种实体经济要素、产品、服务等均被赋予货币价格,但那只是为计量的方便,只是分析的单位。相反,在经济学的分析框架中,货币和金融没有其存身之处。这个问题,始终困扰着金融学理论研究者。这次危机以后,这个老问题又被明确提出。人们看到,在现实经济生活中,货币金融是发挥很大的作用,但是,在正规的经济学分析框架中,特别是一般均衡分析框架里,我们却难以将货币摆进去。这使我们十分尴尬。如果金融因素不能在实体因素体系内,特别是实体因素构成的分析框架中得到它应有的位置,所有关于金融的分析、结论等都是不可靠的。换言之,我们关于金融、货币的很多概念、定理和结论,是很容易被推翻的。

在理论上确定了金融必须服务实体经济的逻辑思路之后,我们下文的分析将这样展开:首先,我们将分五个部分,分别研究我们认为未来可能发生重大变化的实体经济因素;继之,我们将这些实体经济变化可能对金融发展提出的挑战归纳为四个方面;最后,我们将进行总的概括。

二、全球危机仍在深化

正在展开的本轮全球金融危机是一场非常深重

的危机。如所周知,危机有好多类型,而我们眼下正在经历的是一个长周期的危机。长周期的危机,它的实体经济基础是科技进步,而且是革命性的科技进步。因为有这样的革命性的科技进步,改变了工业生产的面貌,改变了生产方式,才使得经济周期出现长波态势。用长周期的眼光来分析此次危机,我们就会看到,危机之前,全世界曾经产生过资本主义三百年历史上从来没有过的一个非常好的经济发展的上升阶段。这个阶段,从上个世纪 90 年代开始,一直到这次危机之前,以长期的高增长、低通胀、低利率为基本特征。分别看,发达经济体在将近 20 年的时间里,经济状况前所未有地好。一定意义上讲,就是因为太好了,使他们失去了应有的警觉,失去了一些应有的基本规则的遵守。发达经济体增长总体比较平稳。新兴经济体后来居上,亚洲更是如此,先是亚洲四小龙、亚洲四小虎,中国华南地区,然后是全中国,整个东南亚,包括南亚,总体都在趋好。在拉美地区,在“失去的十年”的困顿之后,拉美各国经济也真正得到了发展,现在方兴未艾。非洲自从民族解放之后,经济一直没有像样的增长,而在过去的那个 20 年中,它们也获得了真正的发展。近年来有人提出本世纪下半叶是非洲的世纪,而所谓非洲世纪的基础,是在刚刚过去的这几十年中奠定的。

在这样的大背景下,中国也有了长达 30 余年的结构性增速过程。过去,我们身在增长过程中,心中老是有点打鼓,觉得如此之长的高增长在人类历史上从来没有出现过,当年日本、韩国的起飞,充其量也就 10 几年,而我们却有了 30 几年的增长,因而,我们生怕好形势哪天突然失去。但事实是,尽管速度在今后可能低一些,但高增长仍可延续。国际上,很多心怀叵测者时时唱空中国,但凶险的语言总未兑现。如果把中国放在这样一个大的历史视野中看,便会得到一个让我们放心的解释。就是说,在这个长时期中,整个世界都是处于一个前所未有的好时期,我们只不过比其他国家更好一些。

然而,危机之前的全球长期增长的历史,也带来了一些误解。最大的误解就是,有些人误以为如今世界这么美好,那都是资本主义制度带来的,以至于有“历史终结”的误读。

2007 年开始的全球危机,结束了本轮经济长周期的上升阶段。我们认为,虽然已经过去了 6 年,这场危机仍将持续。作此判断的根据有二:其一,导致危机发生的四大基本因素依然故我;其二,应对危机的各项举措,其刺激作用渐趋弱化,而副作用却逐渐

显现。

从危机根源来看,如下四项因素最为重要。

1. 经济发展方式扭曲。在发达经济体中,基本的问题是过低的储蓄率、过度的消费和过度的福利。消费过多,储蓄不足,于是只好借贷度日,行之既久,便成了负债经济。

2. 经济结构的扭曲。这在发达经济体中,主要表现为产业空心化和服务业过度发展。产业空心化主要指制造业空心化,制造业到哪去了呢?转到中国来了,形成了“中国制造”。服务业过度发展,当然起初是因有强烈的需求,如中国这种新兴市场经济国家。中国的国际收支中,商品贸易主要是顺差,而服务贸易则一直逆差,反映的就是这个现象。这就是全球化下的国际分工问题。现在,中国经济发展了,我们不仅要继续发展制造业,还要发展高端服务业,这样,对国外服务的需求就减弱了。

3. 金融结构扭曲,过度杠杆化。这次危机显示,在一定时期和一定范围内,金融业确实可以脱离开它的服务对象,自娱自乐。但是,到一定程度,金融必须回归其实体经济的基础。这个回归过程,便是“去杠杆化”,而去杠杆化,会使得实体经济中的资金供给减少,导致或加重危机。我以为,当下中国的金融问题,在相当程度上也是我们的金融业也开始自娱自乐,自我服务了。M2 增长很快,但是,大量交易在金融机构之间展开,大量资金则用于服务这种交易,致使金融上层建筑脱离开实体经济发展的需要畸形膨胀。这种状况,值得我们高度关注。

4. 财政结构扭曲。最集中体现两个率的高悬上,一是赤字率高悬,超出 3% 的公认安全线,二是债务率高悬,远超出占 GDP60% 的安全水平。

概言之,如果我们认为上述四个问题是导致此次危机的基本因素,而这四个问题至今基本上未得到有效解决(我称之为“旧患未除”),那么,判断危机仍将持续,就是有理的。

不仅如此。除了上述四个植根于发达经济体内部的危机因素并未好转,还有一些在救助危机过程中发生的新因素也逐渐显现出副作用来。

我们知道,此次危机与过去不同之处主要有二,一是,危机发生之后不久,世界主要国家便聚集在 G20 的旗下,共同商讨对策并共同采取措施,基本上未发生以邻为壑的现象;二是,危机发生之后,各国当局联手救助,没有“在社会最需要货币的时候减少了货币供给”。然而,危机作为资本主义生产方式的铁律之一,确实是不依人的意志为转移的;它或许不

再表现为其经典形态,没有让危机沿它原来的轨迹,衰退、萧条,并长期在负增长的低水平上徘徊,但是,它却表现出新的“常态”来,这就是,经济增长长期在低水平上波动、全球流动性过剩、大宗产品价格和资产价格变动不居、贸易保护主义升温、地缘政治紧张,等。

我们认为,全世界的调控当局联手以凯恩斯主义的方式干预市场,固然有避免危机出现多米诺骨牌死亡效应的好处,但也有延缓危机恢复的副作用。随着危机的深化和类似刺激措施长期反复使用,其正面效应递减,而副作用却由微而著了。概括而言,这些副作用包括:过度的货币供应、政府债台继续高筑、松懈的市场纪律以及社会动荡愈演愈烈。我称这些问题是“新忧又至”。

旧患未除,新忧又至,危机的恢复自然就是个长过程了。

值得注意的是,在此情势下,新的货币战争事实上已经开始。货币战争体现在两个方面,一个是量,一个是价。就量而论,主要经济体都在实行货币扩张,这个世界事实上已处在货币泛滥的洪水之中。美联储的数量宽松未有尽头。为解救欧债危机,欧洲央行获得了最后贷款人功能,从而也加入了货币扩张的行列。日本安倍政府立足未稳,日本央行便在其胁迫下,在不到2个月的时间内,使日元对美元汇价下降7%,对一揽子货币汇价更急降20%。中国自2009年推出4万亿投资刺激政策以来,M2走势重攀高位,形成令人生畏的“堰塞湖”。再加上密如蛛网、规模巨大的各国央行间的货币互换。这个世界上的中央银行事实上形成了一个放水同盟。就价而论,在各国竞相实施数量宽松货币政策的条件下,各主要国家货币间的汇率也变动不居,出现了竞争性贬值趋势。

在这种情况下,中国显然面临着严峻的国际环境。出口很难较快增长,净出口对经济增长的贡献率将维持在较低的水平上。另外,我们高达四万多亿的外汇储备,其价值堪忧。因为,主要储备货币发行国总是放水,总在稀释其货币的价值,而且我们根本没有任何办法回避它。要想避免被动局面,唯一的路径就是推行人民币国际化,另起炉灶。但是,我们很清楚,这谈何容易。当然,还有其他消极的办法,就是用更加有利的方式摆布我国的外汇储备,例如,我们可以更多地组建我们的主权财富基金等,但是,这个空间仍然是比较小的。

更有甚者,近来国际上的若干新变化,可能使我

们面临更严峻的挑战。我们注意到,危机以来,发达经济体开始制定新的国际规则。毫无疑问,老的国际规则,例如WTO,是发达经济体制定的。中国在加入WTO的时候,已经承诺而且事实上按照那些规则在行事。但是,由于我们按那些规则行事,并因此获得了新的比较利益,在一个接一个领域中获取了竞争优势,发达经济体感受到了压力。所以,发达经济整体对过去的国际经济秩序和国际金融秩序表示不满,他们开始要搞一个新的制度。制度改革的方向在哪里呢?已经初显端倪。这就是,跨太平洋的TPP、跨大西洋的TTIP,多边服务业协定(PSA)以及日欧经济伙伴协定,等,所有这些,构成发达经济体新的、在一定意义上排它的自由贸易“神圣同盟”。新的自贸区中,实行了新的规则。新的国际规则越过了国境,深入到各国的生产生活体系之中。它不仅审视一国产品的价格水平,更要审视你的成本、考察你有没有补贴,有没有税收减让等。总之,新国际规则的倾向是提高各国正常交往的门槛。其中最重要的门槛限制,就是所谓“市场经济国家地位”以及所谓“竞争中立”。这些新规,在很大程度上是指向中国的。这对我国未来发展形成十分严峻的外部压力。当然,从积极意义上说,我们正可有效利用新规则形成的外部压力,反转来形成国内改革的压力和动力,从而加速我国的市场化改革进程。我们很高兴地看到,这种积极的态势,正在国内形成。

全球危机深化对国内金融发展的影响是什么?首先,我国曾长期存在的外部贸易失衡,逐渐开始消失,中国的国际收支已经开始趋向平衡了。如果这种平衡形成新常态,我国的汇率、外汇储备、乃至货币政策,就会出现新的状况,进而,利率的动态也会受到影响。新的情况将导致资本流动和汇率变动不居,从而给未来中国经济的发展,增添了新的不稳定因素和新的不可控因素。

三、中国经济开始结构性减速

接着看中国。我们的判断,中国经济基本结束了长达33年的年均接近10%的高速增长,进入了相对较低的增长区间。我们把这个状况概括为结构性减速的开始。这包含两个判断,一是经济增长减速,二是减速是由结构变化造成的。

中国的经济减速并不奇怪,因为当今时代是一个全球化的时代,任何一个国家都不可能独善其身。在全球化的背景下,发达经济体中有多少问题,新兴经济体特别像中国这样大的新兴经济体,就会有多

少同样的问题,只不过是相反的。例如,美国贸易逆差,中国就有贸易顺差;美国长期债务,中国就有长期外汇储备增长;美国低储蓄,中国就是高储蓄;美国高消费,中国就低消费,等等,总之,全球化就是这样的状况,各主要国家之间的发展状况互为“镜像”。

在全球化的环境中,各国之间存在互为镜像联系的事实也告诉我们,所谓转变经济发展方式,实行科学发展观,并不是小事情,更不是一个口号,而是关乎我们前途命运的大事情。现在,世界各国都在调整,这就要看谁下更大的决心,谁以更快的速度和更高的质量实现转型。总之,我们应尽快抛弃危机中“风景这边独好”的自大心态,冷静地对待我们的问题。习近平总书记最近分析国际形势及其对中国的影响时说,在你中有我、我中有你的全球化条件下,不可能有哪个国家可以独善其身,因而我们必须和衷共济、同舟共济,共克时艰。这一指示是非常到位的。

撇开国际环境影响,导致中国经济减速的内部原因有哪些?我们把它归结为结构性因素。这意味着,它不是周期性的,更不是政策性的,而是发生在实体经济层面的支撑经济增长的因素及其结构方式发生了变动。这是个自然的过程。

支撑经济增长的结构很多,其中最重要的,当推产业结构和生产要素结构。

先看产业结构。我们在分析减速时,千万不要忘记我们曾经有过增速,也就是说,产业结构的变化,曾经使我们增速,如同今天使我们减速一样。这样看问题,就使我们有个全面的历史眼光。过去几十年,中国经济结构发生变化的基本轨道,就是农业、种植业即一产的比重迅速的下降;二产,特别是其中的制造业比重迅速上升;三产,特别是服务业缓慢增长。这个变化,是工业化的典型过程。工业化为什么使一国经济增长,并令其增长加速度呢?就是因为,在三次产业中,制造业的劳动生产率是最高的。中国的理论界对此有不同的算法,有人说中国的制造业劳动生产率是农业的 20 倍,也有说是 10 倍的。无论如何,肯定是成倍翻的。于是,过去 30 年中,每年我国都有 1000 万人左右从农业,从一产向城市,向制造业流动,这意味着,1000 万原来劳动生产率很低的人,一下子创造了很高的生产率。基于此,经济增长加速是必然的。我以为,依托这个理论分析,我们可以比较完满地解释中国过去 30 几年的高增长现象。因为,年复一年,大量的低劳动生产率的人口大规模转向高的劳动生产率领域,而高劳

动生产率领域又不断创造新的就业机遇,吸引他们进来发挥更高的劳动生产率。基于此,中国 30 多年所以出现结构性增速,是因为我们的制造业迅速扩张,以至于造成了全球“中国制造”这样一个大的经济结构转型。

沿着这个思路进一步分析,我们就不难发现,中国现在又在开始转型了。制造业已基本饱和,于是,向服务业转移,大力提高服务业比重,就是我们不可避免的选择。我们用结构分析的方法来看这个过程。非常遗憾的是,中国服务业的劳动生产率和制造业的劳动生产率相比,明显处于劣势。举服务业劳动生产率最高的上海为例,上海的服务业劳动生产率仅及制造业劳动生产率的 70%。在这种结构下,一个劳动者从制造业转到服务业去,就意味着劳动生产率下降了,进一步就导致经济增长率下降。这里的关键在于,我们的服务业大都处于低端,其劳动生产率低是很自然的事。看到这一现象,党中央明察秋毫,始终强调要发展高端服务业,要发展劳动生产率比制造业更高的服务业。但是,中央的这一要求并没有在实践中很好地落实。

第二个结构是生产要素的结构,它指的是劳动、资本和技术进步的结构方式。过去几十年我国始终处在结构性增速状态上,原因就是,我国农村存在大量过剩劳动力,城里制造业发展,就把他们吸收过来,一年 1000 多万人口,连续几十年。为什么农村劳动力能够移动呢?因为有投资,不断的造工厂,一个钢铁厂不够,就造 10 个、20 个;普通铁路满足不了需要,就修高铁,等等,如此,我国形成了高投资、高增长、低通胀的局面。不要认为投资是坏事,这是千载难逢的好机遇,这么大的投资,通货膨胀又不高,劳动力不断增加,资本形成不断增加,科技进步虽然缓慢但也没有拖后腿,经济高速增长是合乎逻辑的结果。

然而,现在,我国生产要素结构的变化又进入了一个新时期。人口很快停止增长了,人口参与率下降了,如果现行计划生育政策不改变,总劳动人口迟早也要下降。就投资而言,无通货膨胀的资本投入,其资金来源于储蓄。过去,我们一直保持着很高的储蓄率,现在,由于人口发生结构性变化,储蓄率开始下降。人口日趋老龄化,传统工业化接近尾声,消费率缓慢提高,导致中国长期居高不下的储蓄率趋于下降,所以,无通货膨胀的资本投入也要发生改变。就技术进步而言,我们当然希望它发挥重要作用,但是,资本回报率很低,技术进步缓慢,一直是我

们的老问题,短时间根本解决不了。总之,劳动投入增长率下降,资本投入增长率下降,技术进步还是不尽如人意,综合的结果就是,经济增长速度将不可避免地下降。

我以为,以上两个结构的变化,基本上确定了我们未来的增长格局,它使得我们开始从过去年均GDP接近10%的增长开始进入较低水平的增长阶段。

中国社科院宏观经济运行与政策模拟实验室的研究结果表明,中国2011~2015年潜在增长率在7.8%~8.7%(今年第一季度是7.7%,目前我们是在底线运行)。2016~2020年是5.7%~6.6%,2021~2030年是5.4%~6.3%。这种水平的经济增长率与我们过去相比,当然不过瘾,但是,考虑到我们已经有长达30余年的近10%的年均增长,而且预测的潜在增长水平在当今世界仍属上乘,我们应当满意的。

在我看来,经济减速不可怕,因为中国过去的增长中水分很大,如果减速是减了水分的话,正为我们求之不得。最近我在《求是》上发了一篇文章,名为“追求无水分的经济增长”,分析的就是这个问题。如果结构性减速更多地是为我国转变经济发展方式提供了新的压力、动力和机遇,抓住这一机遇,我国的经济运行将全面转移到尊重规律、重视质量、提高效益和可持续的轨道上来。沿着这一发展轨道前行,我国的经济增长速度将被压去水分,更为真实,从而可能给我们的人民带来更多真正的福祉。

如果考虑到我国的产能过剩已经非常严重,就更不能重蹈依靠投资来拉动经济增长的老路了。

我认为,比过去的增长稍慢一点,但是质量和效益均有所提高的速度,恰好体现了科学发展观的根本要求,也恰好为我们穿越中等收入陷阱提供了确实的物质保障。我觉得应该积极来看这个问题。我们注意到,本届政府论及经济增长,从来不强调“快”字,而更多说的是质量,可持续,环境友好,尊重经济规律和健康发展。我以为,实现这些新特征,我国将得到一个新的经济增长的“升级版”。

但也应当看到,减速确实也有负面影响,它的金融后果是什么呢?一是储蓄率可能下降,资金的供应也会减少。二是在需求确定的情况下,自然利率也会上升。三是由于储蓄率下降,银行存款的增长率会下降,这抬高了银行的资金成本,增大了流动性风险。四是与此对应的是银行规模扩张的模式将至末路。五是金融体系的竞争因此加剧。这不仅表现

为银行和银行之间的竞争,银行和非银行之间的竞争,更多地可能表现为金融机构和影子银行的竞争。我在这里希望强调,我们必须认真对待影子银行的发展。我对影子银行有三句话,一说它是创新的源泉,二说它是风险的温床,三说它是监管的重点。我以为,这三句话,全面概括了影子银行的主要特征。显然,我对影子银行的发展持肯定态度。

四、人口结构发生趋势性转型

我们用图2刻画了中国人口结构基本状况以及它的变化趋势。经济分析把总人口分成三部分,一部分是15岁之前的被赡养人口,一部分是15~60岁的劳动人口,一部分是60岁以上被赡养人口。一个经济体系的活力,就在于中间这块劳动人口比重比较大。当这批比较大比重的人获得就业机会之后,就产生了人口红利。要注意,不是人口多就有人口红利,毛泽东时代,没有就业机会,所以觉得人多,要搞计划生育。现在就业机会比那时候多得多了。中国的人口正在发生着我们很不希望看到的变化,这个变化综合导致所谓刘易斯转折点状态。刘易斯转折点之前,是无限量供应的人口,因此导致工资水平不可能很高。但是,过了这个转折点,劳动人口有限了,工资成本就会上升。今天,已经不用政府认为提高最低工资水平,它也会提高,因为劳动力的供求关系已经逆转了。

人口结构发生变化,其金融的结果为何呢?我列了六条,这是最主要者。

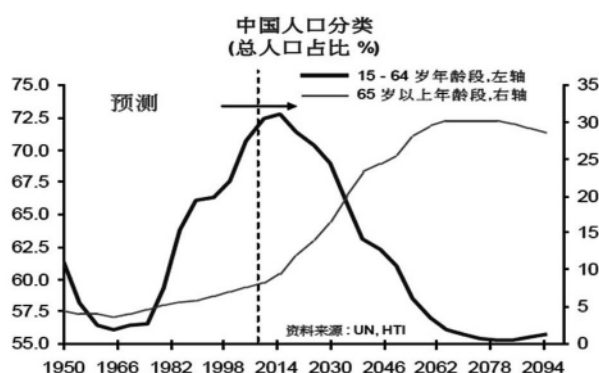


图2 中国人口结构的变化

第一,储蓄率将趋向下降,与此同时,养老的压力不断增大,于是迫切需要建立稳定且有效的跨期配置储蓄的机制。如所周知,金融是关于时间的学问,所谓时间的学问,就是进行期限配置。人口决定的期限就是跨期,而且跨的是一代一代的日期,代际

交换,这一代怎么养上一代人。迄今为止,我国金融体系的跨期配置能力是很弱的。我们现在形成的这些储蓄,基本上不能为今后 20 年、40 年所用。我国社保基金理事会前理事长戴相龙最近到美国考察,发现,美国已经建立了跨越两代的储蓄配置机制,其资金总量相当于 GDP 的百分之一百五十几。反观我们,相对应的指标只有百分之二点几。这差距令人生畏。

第二,发展固定收益产品的需求会大大提高,对金融产品的收益的稳定性要求也会提高,社会对金融产品的风险偏好下降,债权市场已经发展到了黄金时期。近两年来,中国股票市场低迷,但固定收益市场发展极好,恰正反映了这种潜在变化。

第三,一些契约型机构,即在长期合约的基础上按期、定量取得资金并进行长期投资的金融机构,像保险、养老基金等等,也将获得发展的黄金期。契约型机构就是用长期契约的方式进行资金的跨期配置,而且是跨大周期配置。20 岁开始工作为 60 岁以后存钱,20 年一周期,你跨两个周期。相比而言,我们现在最大的周期不过 10 年。

第四,财富管理业将大发展。为了有效防范风险,社会公众开始寻找有效管理财富的途径,理财之类的财富管理业因而会蓬勃发展。也正因此,理财才会构成我国影子银行的主体部分。为什么这样呢?因为正规金融体系供应不够,客户只好向别的地方寻找。所以,非金融机构开始做金融,以至于金融机构也开始把自己兜里的业务移到表外去做。

第五,上述发展趋势,会真正提升资产证券化的要求。资产证券化就是要进一步盘活资金,降低流动性风险。如果说 10 年前我们在中国引进证券化,尚属锻炼“屠龙之技”,那么,随着资金面逐步吃紧,随着流动性风险逐步增大,通过证券化来盘活资金,提高资金流动性的需求,如今现实地增大了。

第六,稳定物价成为货币当局极为严厉的任务。这几十年来,中国事实上没有真正的通货膨胀,尤其这 10 年来,通货膨胀只是喊得凶,实际上并不严重,更何况,近年来中国的物价上涨,是“猪说了算”,基本上不是货币因素。然而,一旦人口结构发生变化,真的通货膨胀可能降临,那就很严厉了。所以,货币当局指出,我们要“关注更广泛意义的整体价格水平稳定”。我希望强调:过去若干年中国基本上是假通胀,今后,通货膨胀将真正降临,对此,我们必须要有

准备。

五、城镇化成为经济增长的主要引擎

今天我们不专讲城镇化,但是我们要讲城镇化过程当中最重要的问题。最近几年,国内一直在喊城镇化,其实,中国一直就没有明确的城镇化的方略。改革开放前甚至是逆城镇化,1000 多万知青,包括本人在内,被下放到农村去,城镇人变成了乡下人。改革开放以来,中国城镇化稳步推进,但是这个城镇化是工业化带动的,是引致型城镇化。正因如此,中国才会出现工业化水平超过城镇化水平的状况。现在人们在争论,工业化先于城镇化,工业化水平高于城镇化,究竟是好还是坏?媒体主流的意见是说它坏。我的意见相反,我认为,工业化先进于城镇化,恰正是中国经验,中国发展道路的精髓。这是因为,中国的城镇化遵循的是“产业发展——就业增加——人口集中——城市发展……”的道路,它保证了流动人口基本都能获得就业,这是非常良性的循环。须知,中国历史上的动荡,甚至“揭竿而起”,那是因为人口没有工作,盲目流动,造成成千上万人在江湖上闯荡闹事。现在,中国的节假日有数以亿计的人在流动,但都是在工作地和老家之间,在工作地和工作地之间流动,不是“盲流”,所以不会出社会动乱。

但是,我们忧虑地看到,如今,当城市化变成一个独立任务的时候,很多事情就会被扭曲,城镇化变成造城运动,就是最扭曲的事。李克强总理最近已多次指出了这一点。这绝不是说我们不搞城镇化了,相反,我们要大搞,但是,首先要把握搞歪的方向扭回来,让城镇化健康发展。现在的城镇化,基本上是开发区模式,先利用手头职权划出若干亩地,再招商引资。倘若项目最终能够“摆满”,当属万幸,但是,多数情况下,项目缺口很大,最严重的情况,就是变成鬼城。这样的投资就是水分。这样的城镇化是失败的。

“十八大”以来,中央领导不断强调,要提高城镇化质量,要搞产业布局,发展区域经济,实现农村转移人口市民化,要保证低碳、绿色发展等。我注意到,习近平总书记在论及城镇化时,比较强调的是城乡一体化。这个重点值得深思。

关于城镇化,我特别关注如下五个问题。

其一,城镇化本身不是目的,只是一个手段,通

过这种手段想达到的经济目的,就是生产要素和产业在空间上的优化配置。目标是通过生产要素的集中产生聚集效应和规模效应进而提高效率。而其集中体现,就是土地利用效率的提高。

其二,要彻底打破城乡分割。实现城乡一体化是城镇化的最终目标。城乡分割是传统体制留给我们的一个大的历史遗产。中国的城镇化跟别的国家不同,难就难在我们不仅是经济意义上的城乡二元化,还是一个身份意义、制度意义的城乡二元化。其实还有一个因素,城镇化还有一个所谓的级别问题,要争你的城镇化是县级、地市级、副省级,非要把级别也搞出来。中国城镇化很麻烦,层层迷雾,但是城镇化真正的经济意义,大家却说的很少。

中国的特殊性之一就在于,自新中国建立始,我们就造就了城乡分割的制度。改革开放之后,城乡差别曾有所缩小,但自从上世纪90年代初大规模工业化开始以来,城乡两极分化转而变得越来越严重,以至于城乡差别成为中国所有不平等的主要根源。对于一个现代社会而言,这种情况不能再继续下去。我们的目标不仅是要缩小城乡差别,更要整合城乡,实现城乡一体化。从国际经验来看,农村落后问题的最终解决,高度依赖于工业化和与之相关的城市化。换言之,令我们长期头痛的所谓“三农问题”的最终解决,关键在于工业化和城市化的深入发展。反之,城镇化的健康发展,也需要有高度发达的农村予以支撑。最近,习近平同志在谈及城镇化时,就曾深刻指出:要“推动城乡发展一体化,逐步缩小城乡区域发展差距,促进城乡区域共同繁荣。农村发展水平高了,城镇发展水平也会提高,城镇发展水平高了,人们就不会都挤到大城市去。”这一指示,无疑勾画出了我国城镇化的纲领。我很高兴地看到,有一些省份,在制定本省城镇化规划时,已经超越了那种局限于城市自身的发展来谈城镇化的传统思维,明确地将之上升为本省的城乡一体化方案了。

其三,与城乡一体化互为表里的是公共服务均等化。我认为,只有在城乡公共服务均等化的基础上,我们的城镇化才能真正有效率。现在情况下,人们为什么要到城里去,要削尖脑袋变成“城里人”,是因为城里人可以享受到乡下人得不到的公共服务,主要是教育、医疗、卫生、养老等。如果所有的公民,无论城乡,都能享受均等的公共服务,那么,他们向城市聚集,就仅仅考虑的是生产要素与产业在

空间上的优化配置,是通过要素的集中,创造聚集效应,借以提高经济效率。这样的城镇化显然同造城运动和房地产化风马牛不相及。

其四,发展的路径应该由市而城。我们观察世界各国城镇化过程发现,通常有两个路径,先城后市或是先市后城。市场经济国家一般是先有市场,各种要素聚集之后才发展成为城市。过去中国是先有城,后有市,现在,依然有很多城市只有城没有真正的市。北京解放之初绝对没有市,因为它没有什么产业,是纯粹的消费型城市。像中国这种没有任何产业的城市,在西方发达国家是没有的。中国近三十年来的城市化,遵循了市而城的发展道路,先搞产业,产业园一集中马上就变成城市了。

其五,市场驱动,而不应该是政府驱动或政府的政绩驱动。不能由上面压下来一个指标,今年城市化率增长1%,明年增长1.2%,后年增长1.3%,这就迷失了它真正的含义,迷失了它应该走的有效的道路。城镇化关乎劳动力、资本、土地等要素在城乡间的自由流动,需要土地制度、户籍制度的改革以及社会保障制度改革等等予以配套,应该摆脱过去由政府主导的造城运动。

城镇化对金融改革是什么要求呢?首先,投资主导的经济发展模式势将持续。过去我们说,中国经济发展模式存在两个问题,第一是过度依赖出口,第二是过度依赖投资,第一个依赖可能消失,第二个依赖可能还将延续。城镇化无论如何定义,投资都是必要条件,所以,投资主导还是我们的主要经济发展方式。当然,城镇化的投资主导同工业化的投资主导有很大变化,城镇化下,我们的投资对象主要是兼有公共性和商业性的混合型产品,这在过去是很少的。其次,城镇化对长期资金会有大规模的需求。中国金融体系的一大问题,就是资金来源短期,而资金需求长期,即存在所谓期限错配问题。解决这个问题需要金融创新。在这个意义上,地方融资平台有积极意义。地方融资平台可以折射出我们金融体系的毛病,从而,分析地方融资平台,我们可以找到未来改革的路径。在此,发展资本市场,适时推出市政债券等,都是应当做的。再次,政策性金融应以新的形式发挥重要作用,这是因为,城镇化的投资对象中有相当大的比重是混合品,而政策性金融恰正是商业性和财政性资金的混合物,两者正相对应。最后,鼓励金融创新,全面放开民营资本准入,对于构

造支持城镇化的金融体系,也都是至关重要的。

六、工业化进入新阶段

从世界范围看,人类一直处在工业化发展阶段,但是到目前,已经进入工业化的人口占世界总人口只有 20% 多。通常来说,中国以冶金、机械、化工为主的工业化已经进入后期,意思是说它不能再继续发展了。在这种情况下,在工业化仍然停留在传统阶段的条件下,如果用投资主导的模式来发展经济,自然还会沿着传统工业化的道路去投资,结果很明显,接下来的就是更大规模的产能过剩,就是不平衡、不协调、不可持续的问题愈演愈烈,在金融体系内,就是不良资产迅速积累。因此,我们千万要记住,传统工业化时代已经过去,我们需要新型工业化,新型工业化就是绿色化、精致化、信息化,就是服务化。传统的工业化只想着 GDP,不可避免要有污染。而新型工业化把治理污染、创造青山绿水作为投资的目标,这就完全颠倒过来了。新型工业化的 GDP 是没有水分的 GDP,是需要克制的 GDP。我们要把整个国家的风向标变一下,把激励机制变一下,实现一个大的体制变化,把整个工业化转到新型工业化的道路上来。

前面我们讲到,中国的服务业投资生产率低于制造业,主要的缘故就是中国的服务业不是基于高度发达的制造业而产生的,它不是在高度发达的制造业有了进一步分工需要的基础上产生的。举一个汽车的例子。汽车生产是典型的制造业,发展到一定程度,汽车的各个生产环节都是可以独立的,你可以把其中一个生产环节变成一个产业,于是一个汽车生产就成了很多产业分工和交换的结果。作为一个典型的整体的汽车制造业,用分工交换的原则拆分之后,你会发现,它们演变成为一个一个的服务业。这就是所谓的生产性服务业。它是在制造业高度发展基础上发展起来的服务业。制造业为什么想要分工呢?因为分工以后效益肯定更高。分工基础上发展起来的服务业,当然效率要高。这样,我们就可避免发生前述所分析的因产业结构转移而发生结构性减速问题。我以为,我国的制造业之所以还不够强,就是还没有强大的生产性服务业,基础是不牢固的。中国服务业不强的一个重要原因,就是没有非常良好的分工。亚当·斯密讲经济学,说的就是分工,他详细地分析过,一根针的生产,如何能够被

分成近百个工序,然后再进行市场交易。我们时刻牢记,市场经济的精髓就在于分工交换,并在此基础上提高效率。

除了我们的新型工业化之外,第三次工业革命又扑面而来,换言之,现在的工业化正处在第三次工业革命的周期中。在危机初期,美国人称,其走出危机要“三再”,一是再工业化,二是再出口,三是再平衡。其中的再工业化,是指在第三次工业革命基础上的再工业化,而不是再把老的钢铁厂捡起来。在新的科技革命基础上推进工业化,无疑会锻造出非常强的国际竞争力。这就告诉我们,面对第三次工业革命,我们的工业化应该以创新为导向,绝不能再搞“铁公鸡”了,否则,只能是有水分的 GDP 和愈演愈烈的产能过剩。

最近中央领导提出,我们所有经济结构调整的任务,要集中置于解决好产能过剩问题上,这是非常有远见的看法。我们要重新塑造国家工业的竞争力,需要有两个坚定,一是坚定发展现代工业,二是坚决放开要素市场,简言之,就是体制机制要有变化。我们在开头是说,大的危机是长周期,长周期的基础是科技革命,所以,危机真正恢复,也需要科技革命。从这个意义上讲,第三次工业革命和危机的进程是密切相关的;谁抓住第三次工业革命的机会,谁就能率先走出危机,就能在未来引领世界的新潮流。

从金融上说,要支持第三次工业革命推展,我们需要发展市场为主的金融体系,需要发展创业投资。在这方面,我们显然还存在极大的差距。

七、小结:实体经济发展变化对金融业的挑战

我们总结一下,以上所述实体经济的发展变化对金融业的挑战是什么?我们在分别讨论过程中已经有所涉及,此处做一总结。我以为,主要挑战可概括为如下四点,即“一个减少,三个增加”。

一个减少就是,经济增长率下降,人口红利消失,将大幅度减少我国无通货膨胀的资金来源。因此,我国金融业的危险,将因为“水落石出”而逐渐增大。在此背景下,金融机构和金融活动的规模扩张均将受到限制。这就逼迫我们走做强的内涵式发展道路。

二是对长期信用的需求增加。中国金融业长期以来存在一个大问题,就是“借短用长”的期限错配风险较大。这是个老问题,但长期未得解决。未来

的工业化和城镇化投资,都需要更长的时间,这将导致我们业已存在的期限错配风险增大。鉴此,我们必须下决心,从机构、工具、市场等方面全面增加我国的长期资本供应。

三是对权益性金融资产需求增加,从事投资不仅需要长期资金,更需要股本金,更需要资本。此次危机告诉我们,金融业杠杆率过高,迟早都会引发系统性风险。因此,保持较低的杠杆率,是保持经济和金融长治久安的治本之道。针对这一需求,我们不仅要发展现行的资本市场,而且要发展以证券公司网络系统为平台,以经纪人为核心的真正场外交易,绝不能仅仅局限于主板、二板、创业板等结构。须知,这个“市场”只能容纳几千家公司,而中国的公司总量已数以万计。它们都需要有稳定的资本提供和补充渠道。

四是对财富管理的需求增加。前面我们已多次指出,广大居民收入水平上升,其多样化的需求将层出不穷,而现有金融体系无法提供。财富管理的发展方向,要向影子银行学习。

八、未来金融改革要旨

显然,面对实体经济在未来将出现的重大变化,我国的金融体系当应及时推行新一轮的全面改革。而且,这种改革亦不能像过去那样,囿于传统的机构、市场、工具、调控和国际合作的路子,而应从若干综合性的角度提出问题。在我看来,调整宏观调控政策框架、建立宏观审慎政策体系、加强财政政策和货币政策的协调配合以及形成市场价格基准、完善多层次资本市场、建立长期资本的投融资体系等,需要置于改革的优先地位。

1. 宏观经济政策框架改革:从重需求管理转向供给管理和需求管理并重。如果说需求管理一向是各国宏观经济调控政策的主要倾向,那么,此次危机以来,需求管理更是被用到了极限。然而,需求管理或能发挥扩张需求总量的作用,但显然无助于结构转型与结构优化。另外,需求管理政策长期过度使用,其效率已然递减,其副作用则由微而著,甚至转向负面。从全球范围看,各国均实施需求扩张政策,极易引发国家和地区间的贸易战、货币战等以邻为壑的恶性竞争。

如果我们认定转变经济发展方式、调整经济结构、提升创新能力、发展实体经济构成我国未来 10

年甚至更长时期发展的真正基础,那么,我们的宏观政策就要及早转型,需求管理应当缓行、慎行,而供给面的体制机制调整则应尽快进行,否则,我们就可能错过战略性调整的良机,而且很难在新一轮的全球经济竞赛中胜出。

供给管理的基本要义是激发企业和市场的活力。它不等于普通的产业政策。传统的产业政策与供给管理政策的区别在于:前者以政府为主导,通常需要拟定详细的产业调整规划,并高度依托各级政府部门,通过行政、经济、法律等多重手段予以实施,后者则以企业为基础、市场为主导,依靠企业 and 市场去发现并纠正结构失衡,政府的功能,只是为企业和市场发挥作用创造体制和机制的条件,维持良好的竞争环境。质言之,供给管理旨在:一方面,它旨在通过降低市场准入门槛、降低税负、降低融资成本等一系列体制、机制改革,激发企业主体的活力,让它们承担起变革的责任;另一方面,它致力于通过解除各种僵硬的体制机制约束,提高要素市场(劳动力、资本、土地等)效率,藉以全面提升经济体系的竞争力。显然,宏观调控上转向供给管理,其要义是全面推进新一轮改革,创造并获取改革红利。

2. 调控体系:建立宏观审慎政策体系。对于中国而言,主要的系统性风险来源于实体经济增长势头的放缓。因为如果没有足够的实体经济增长为金融体系提供流动性和收益预期,那么当前这种“边干边学”与“边干边修”的金融发展策略就难以为继,而潜在资产泡沫的破灭、地方政府融资平台的存在、金融机构资产负债的同质性及其行为的趋同性、金融机构治理机制的不完善等因素,则会进一步放大上述风险,使得整个金融乃至经济体系出现巨大震荡。从这一角度来看,对于正面临经济发展方式调整任务的中国,一方面,我们最重要的任务仍然是要运用传统的方法来保持经济的长期稳定增长的势头,另一方面,我们需要通过宏观审慎政策对上述风险进行抑制与化解。

中国金融体系面对的另一个问题是缺乏适当的调控工具。虽经 30 余年的改革与发展,由于金融市场发育不足和金融市场化尚在进行之中,政策当局仍然缺乏有效的(常规化的、基础的)市场化手段对金融体系进行调控,从而不得不依赖于一些具有浓厚行政色彩的措施,如信贷规模控制和准备金管理。随着金融改革的进一步深化,行政性手段的运用必

将受到越来越大的限制,而市场化调控机制的建立与完善又需要相对较长的过程,所以,在过渡阶段,如何弥补调控手段的缺口,或者更本质地说,如何补上“传统”的市场化调控机制发展不足的一课,就成为政策当局迫切需要解决的问题。在金融主体对于市场化信号尚不敏感的情况下,通过微观监管手段来实现宏观经济目标,可能是中国宏观审慎政策未来应用的重要领域。

对于中国来说,规则的修订、新方法的引进,并不存在重大的障碍。问题主要是机构协调机制的设立。2003年,中国最终形成了“一行三会”的金融监管格局。这无疑提高了货币政策制定和监管水平,但时至今日,我国仍然没有建立金融监管协调、货币政策和金融监管协调以及货币政策和财政政策协调的正常机制,则是最明显的缺陷。这种缺陷,阻碍了宏观审慎政策在我国的建立。为了建立并有效实施宏观审慎政策体系,我们需要以改革的精神,进一步做出体制上的安排。包括监管当局的协调——功能监管体制的建立及监管规则的统一;监管当局与货币当局的协调——总量政策的协调、总量政策和结构政策的配合;监管当局、货币当局、财政当局与发改委之间的协调——发展政策及战略的统一。

3. 完善宏观调控体制机制:财政政策和货币政策协调。财政政策和货币政策的调控领域都是宏观经济运行,调控的对象都是货币资金,这就决定了两大调控体系必须协调配合,政策效应必须“内洽”。遗憾的是,迄今为止,我国还没有形成有效的财政政策和货币政策协调配合的机制和体制,在很多情况下,两大政策之间尚有掣肘。面对日趋复杂和严峻的国内外形势,建立有效的财政政策和货币政策的协调配合机制问题,必须尽快提上议事日程。

财政政策和货币政策的协调配合,涉及相当广泛的领域,其中最重要者包括:两大政策体系的松紧搭配态势;国债政策;工业化和城镇化进程中长期投融资机制(尤其是政策性金融体制)的建设;国家外汇储备的管理体制调整;以及宏观经济政策的国际协调机制。

4. 金融改革:基本形成市场价格基准、完善多层次资本市场、建立长期资本的投融资体系。经过30余年连续不断的改革,我国已基本形成了结构比较完备的金融组织体系、市场体系、调控体系和监管

体系,并有效地发展了同国际组织和各国货币当局的合作。在未来5~10年中,金融改革主要应致力于形成市场价格基准、完善多层次资本市场、建立长期资本的投融资体系。

基本完成利率和汇率的市场化,形成市场化的金融价格基准,为金融组织和金融市场的运作提供良好的价格信号,引导金融资源有效配置,为央行的宏观调控提供准确的信息和有效手段。

发展多层次资本市场,完善金融体系结构,满足多元化的投融资需求,更好地为实体经济、特别是小微企业服务。在今后五年内,尤其应致力于建立以证券公司网络系统为平台、经纪人为核心的场外交易市场,从根本上解决小微企业权益性资本供给不足的问题。

建立高效率的长期资金投融资体制。虽然中国自上个世纪90年代中期以来便已不是一个资金短缺国家,但是,长期资本匮乏问题以及相应的金融资源的期限错配问题,却始终困扰着我们。鉴于今后10年甚至更长时期内城镇化和新一轮工业化将继续成为我国经济增长的主要引擎,而工业化和城镇化均高度依赖长期资本支撑,我国长期资本匮乏的状况将更形严重。鉴此,建立有效的长期资金的投融资体制,便成为中国金融改革最重要的内容。我们注意到,最近于俄罗斯结束的G20财长和央行行长会议,也首次将长期资本短缺列为制约全球性经济恢复的头号问题。可见,建立长期资本投融资机制,已经成为一个世界性课题。

完善长期投资融资机制,就机构而言,就是要继续发展政策性金融机构、鼓励发展以保险公司为代表的各类契约型(尤其是长期契约)金融机构;就市场而言,就是要建立发达的股票市场、固定收益债券市场以及市政债券市场。另外,鼓励民营资本进入中长期信用市场,也是建立长期资本投融资机制的不可或缺的重要内容。

注:

①前几年,理论界曾有过一场关于“虚拟经济”的讨论。从接触到的文献来看,与虚拟经济相对应的是“实体经济”,而且,无论如何定义虚拟经济,金融总是其最主要的组成部分。这事实上说明,在虚拟经济的概念下所讨论的问题,本质上还是此处所说的实体世界与货币世界的关系。

(责任编辑:白丽健)