

比较金融体系与中国现代金融体系建设*

殷剑峰

〔摘要〕比较各国金融体系可以发现,银行导向的金融体系通常具有更加强烈的政府干预倾向,而在(资本)市场导向的金融体系中金融资源的配置主要依靠市场机制。银行导向和市场导向各有优缺点,前者通常是后发国家实现赶超的工具,而后者则是全球领先国家的根本特征。中国现有的银行导向金融体系客观上适应了人口红利时期动员储蓄、推动大规模投资的需求,但是,随着中国经济正在面临的结构性变化,这种体系必须改革。改革的基本方向是建立开放的市场导向体系,让市场在金融资源配置中发挥决定性作用,发展强大的资本市场以及培育与资本市场密切相关的机构投资者,改革人民币的发行机制,推动人民币成为关键储备货币。

关键词:金融体系 金融结构 金融改革

JEL 分类号:E44 G10 G20

一、比较金融体系:两个视角

作为经济体系中的一个子系统,金融体系是由金融机构、金融市场、金融工具以及一系列显性或隐性规章制度安排构成的复杂系统。由于社会经济发展过程中的各种复杂、甚至是意外的因素,各国金融体系千差万别,并且都在发生持续的变化。不过,金融体系所担负的基本功能是不变的。金融体系的基本功能就是跨期配置资源,依据 Merton et al. (1995) 的金融功能观 (Functional Perspective), 这又可以分解为支付结算、集聚资源和分割股份、在时间和空间上转移资源、风险管理、提供信息、处理激励问题等六类子功能。比较金融体系理论研究的焦点问题就是:各国不同的金融体系在发挥金融功能、进而促进经济稳定高效发展方面究竟存在何种差别,不同金融体系的比较优势和劣势是什么。

金融体系是一个复杂系统,可以从许多维度去观察比较,但这里有两个最为基本的视角。第一个视角是金融体系的结构,或简称金融结构。比较金融体系理论将各国金融结构简单地分为银行导向 (Bank-oriented) 和市场导向 (Market-oriented) 两大类。顾名思义,在银行导向的金融体系中,跨期配置资源主要依靠银行——其典型案例是德国和日本;而在市场导向的金融体系中,资本市场 (尤其是股票市场) 扮演着更加重要的角色——其典型案例是美国和英国。

在比较金融体系的时候,首先需要注意的是,无论是银行导向,还是市场导向,都是在“比较”的基础上、而非绝对意义上而言的。例如,横向比较,日本的金融体系相对于美国的金融体系是银行导向的;纵向比较,资本市场在现在的日本金融体系中扮演着比以往重要得多的角色。事实上,从金融发展的角度看,任何一个金融体系在起初都是银行扮演重要,甚至是绝对主导的角色,随着

* 殷剑峰,对外经济贸易大学金融学院教授,浙商银行首席经济学家,国家金融与发展实验室高级研究员,经济学博士。

经济发展和人均收入水平的提高,资本市场的地位将越来越重要。早在20世纪60年代,戈德史密斯(1960)就指出了金融结构与金融发展之间的这种关系:在金融发展的初级阶段,如18世纪和19世纪中叶的欧洲和北美,商业银行在金融机构中占据了统治地位,债权凭证超过了股权凭证;在金融发展的中间阶段,如20世纪上半叶的大多数非工业化国家,银行依然占据主导,不过,与初级阶段相比,反映金融发展水平的金融相关率大幅度提高;在金融发展的高级阶段,如20世纪初期以来的工业化国家,金融机构日益多样化,商业银行地位下降,股权凭证相对于债权凭证的比例上升。

比较金融体系的第二个视角是配置金融资源的机制。这里,可以将金融体系分为“市场化体制”(Marketization System)和“政府干预体制”(Government-intervention System)。在市场化体制中,市场^①在资源跨期配置中发挥决定性的作用,金融机构的业务自由化,价格(各种利率和金融资产价格)自由化,资本项目通常也是开放的。在政府干预体制中,政府通过对金融机构、金融业务、价格的直接管制或间接影响,将储蓄资源引导到政府意向的经济部门和行业中,因而政府在跨期资源配置中发挥更加重要的作用。

当然,这里也不存在绝对的市场化体制和政府干预体制。由于金融体系的运转具有强烈的外部性,各国政府都对金融体系实施着严格的监管,而且,在不同时期,政府对市场的干预程度也不同。例如,从20世纪30年代一直到80年代金融自由化之前,美国一直对银行存款利率实施上限管制,而在2008年次贷危机爆发后,美国政府又对商业性金融机构的业务采取了限制性措施(沃尔克规则),甚至讨论过要对两家从事证券化业务的政府发起机构(Government-sponsored Enterprises, GSE)实施国有化。

政府干预体制的极端是“金融压制”(Financial Repression)(麦金农,1973;肖,1973)。所谓金融压制,是指发展中国家的政府人为地将利率压低在通货膨胀率以下,并通过高额准备金率等手段实施人为的信贷配给,以支持政府优先发展的项目或者为政府的赤字融资。但是,这种做法产生了两个相互激化的负面效应:第一,既定的储蓄被分配到了低效率的项目上,从而阻碍了经济增长;第二,低利率压制了储蓄意愿,从而限制了储蓄/资本的积累和经济增长。为此,他们主张回归到“无形之手”:通过大爆炸式的金融自由化改革,放弃利率管制、外汇管制和对金融部门的管制。

如果说金融压制产生了完全的负面效应,那么,“金融约束”(Financial Restraint)(Hellmann et al.,1997)就是好的政府干预体制了。在金融约束体制中,政府通过限制竞争和产业政策,克服竞争性市场的缺陷,创造“租金”,从而诱导民间部门增加在纯粹竞争市场中可能供给不足的商品和服务。金融约束有三个不同于金融抑制的地方:第一,在金融约束环境下,政府在民间部门创造租金,而非自身获得租金;第二,金融约束虽然也实施利率管制,但是,利率水平大体保持在通货膨胀率之上,从而使实际利率为正,有助于激励储蓄;第三,以麦金农定义的指标——M2/GDP来描述金融深化,金融约束促进而非阻碍了金融深化。虽然金融约束促进了金融深化和经济发展,但该理论的提出者也认为,随着经济发展,政府的干预应该逐步淡出。

传统的比较金融体系理论主要研究的是发达经济体的金融体系,因此,其观察视角聚焦于金融结构,即银行导向和市场导向的优劣。相反,麦金农和肖开创的金融发展理论则秉持了发展经济学的脉络,主要关注第二个视角,即政府和市场在配置金融资源中的作用。本文认为,这两个视角是完全可以合二为一的。简单地说,银行导向的金融体系通常具有更加强烈的政府干预倾向,而市场导向的金融体系则更加倾向于市场资源配置。事实上,政府干预之手也只能实施于银行机构之上,一个分散决策、自由竞争的资本市场与政府干预是格格不入的。从历史上看,自第一次工业革命以

^① 这里的“市场”与市场导向金融体系中的“市场”不是同一个含义,后者指的是资本市场,而前者是经济学中相对于“政府”干预的广义的“市场”机制。

来的金融发展历程中,之所以会产生银行导向和市场导向的分野,其中存在偶然因素,但根本还是在于当时各国社会经济发展过程中政府(或者封建君王)扮演的角色。

二、比较金融体系:渊源、基本经济模式和优劣之争

从银行导向和市场导向的历史看,银行导向与政府干预是天然的配对,而市场导向的前提和基础是市场化的机制。比较各国金融结构与经济发展水平,市场导向往往是领先国家的金融体系特征,而后发国家选择的都是银行导向体制。这种关系意味着,简单地在某个时点上比较银行导向和市场导向是没有太大意义的,需要从经济发展的纵向时间轴上研究两者的优劣。此外,更为关键的是,金融体系是整个社会经济系统的一个子系统,金融结构无法脱离社会经济的基本发展模式。

(一) 市场导向和银行导向:渊源

在比较金融理论研究中,市场导向体制的典型就是英国和美国,这两个国家的经济金融发展模式被称作“盎格鲁-萨克逊”模式。银行导向体制的鼻祖是法国,但典型是德国——这被称作“欧洲大陆”模式。日本在第二次世界大战后也继承了银行导向的基本特点,但日本的体制与德国又有很大不同。在 18 世纪以前,整个西欧的金融发展路径是一样的:银行的业务就是吸收存款、汇兑和通过贴现提供短期流动性融资,提供长期资本依靠的是资本市场。市场导向和银行导向的分野始于 1720 年同时发生的两次危机:南海泡沫危机和密西西比泡沫危机。

作为市场导向的鼻祖,英国市场导向金融体系形成的一个基础是 17 世纪的光荣革命和金融革命,前者使得资产阶级崛起成为抗衡封建君王的利益集团,后者则促成了统一有序的政府债券市场,从而结束了封建君王的无节制征税和无信用可言的借款,政府筹资转向了受到约束、有偿还保证的政府债券,资本市场也因政府债务流动性的增强迅速发展,并为随后的工业革命奠定了基础 (Kindleberger, 1984)。

市场导向体制形成的另一个基础是公司制的发明,这导致金融工具和金融市场的种类和规模大幅度增加,出现了股票市场、公司债券市场和基于这两种原生金融工具的衍生品市场。在 1720 年的南海泡沫危机中,英国曾颁布《泡沫法》以阻止新的公司成立,但在第一次工业革命中,《泡沫法》未能阻止非正式资本市场中股份公司的成立。1824 年《泡沫法》被取消,1856 年英国又颁布了第一部现代公司法——《联合股票公司法》(Joint Stock Companies Act),从法律上认可了私人公司可以采取有限责任的形式。至此,公司的设立开始由以往皇家唱主角的“特许设立主义”逐步让位于在法律规制下的“准则设立主义”或“核准设立主义”。公司的自由设立是伦敦股票交易所和地方交易所繁荣的前提,并促进了铁路热的兴起。而当资本市场为铁路而狂热时,银行家们却令人惊奇地袖手旁观。这被认为是“有钱人都想守住既得利益,而任何变革都有风险,都令人烦心。只有那些想获得地位的新人才深知变化就是机会。(Kindleberger, 1984, 第 200 页)”

19 世纪末、20 世纪初紧接着发生了第二次工业革命。在铁路热的带动下,19 世纪后 30 年,第二次工业革命的主要产业钢铁、棉花、海运、采煤、化工以及电气都得到了资本市场的融资支持。通常,小企业先在伦敦以外的股票市场上市,成长起来后就转到伦敦股票交易所。不过,有学者认为,当时融资额在 10 万英镑以下的企业可以在外省上市,融资额在 50 万英镑以上的企业可以在伦敦上市,可是,融资额在 10 万至 50 万英镑的企业既无法支付伦敦上市的费用,也不愿意受制于地方交易所的局限性,因此就出现了一个资本市场融资的缺口,被称作 Macmillan Gap。

银行导向体制的鼻祖是法国。在金融发展方面,法国被认为落后于英国一百年 (Kindleberger, 1984)。法国落后的原因有二:其一,封建帝王不受约束的借款和征税行为,法国君王经常违约,一向声誉不佳,因此,法国政府债券市场以及整个资本市场天生存在缺陷;其二,1720 年密西西比泡

沫危机后,法国开始限制股份公司的成立,这直接导致股票市场的萎缩。而且,同英国不一样的是,法国的新闻媒体更容易受金钱左右以至常常散布假消息(Kindleberger,1984)。为了克服这些缺陷,法国政府于1808年开始允许两合公司的设立,希望籍此将人合公司的凝聚力和资合公司的集资能力结合起来。但事实证明,这样的公司不具有生命力,因为其中承担无限责任的股东利小、风险大,而承担有限责任的股东正好相反。两合公司而不是股份有限公司在19世纪中期前的盛行消除了股票交易及与此相伴的投机,但资本市场的发展也就此停顿下来。

由于资本市场受到限制,与英国工业革命所不同的是,法国19世纪出现的运河热和铁路热在很大程度上是由银行提供资本的。特别是1852年成立的动产抵押信贷银行(Credit Mobilier),这家银行不仅从事存款和贴现等“传统”银行业务,还从事欧洲银行史上从未有过的业务——帮助企业发行股票、债券,甚至直接为企业提供长期信用。在现代经济史学家(Kindleberger,1984,第109页)看来,作为一大金融创新,动产抵押银行的成立标志着连续演化的欧洲金融系统出现了一个重大的跳跃。有经济学家甚至据此创立了关于落后国家金融发展的理论:一个国家工业化越慢,就越依赖于银行。此后,德国、意大利、匈牙利等国都以动产抵押银行为样板发展了本国的银行业和金融系统。从这个意义上说,1852年标志着现代银行导向金融体系的诞生。

在19世纪后陆续崛起的强国中,美国继承了英国的传统。由于对中央集权的恐惧,美国的银行业是高度分散的单一银行体系,银行难以为大规模、尤其是跨州的投资提供长期融资,美国在工业革命时期的投资完全依靠资本市场。德国则继承了法国的传统,1853年第一家效仿法国的动产抵押银行成立,1870年后更是掀起了股份制银行创设的浪潮,这些银行与公司之间相互持股,“全能银行”既提供短期流动性融资,又为公司提供长期投资的资本。至于日本,在明治维新后,既学英国,又学德国,其金融体系兼具银行导向和市场导向的特点,是个似像非像的杂交体(殷剑峰,2006)。

(二) 市场导向和银行导向:基本经济模式

从18世纪市场导向和银行导向分野以来,市场导向体制一直强调分散竞争、自由决策,在经济思想上秉持英国古典学派的自由放任理念:一切应该由市场来决定,政府只应该扮演“守夜人”的角色。银行导向体制强调集中统一和共同利益,其经济思想以德国历史学派的李斯特为代表:对于后发国家,政府应该实施干预,通过立法、贸易保护、基础设施投资来加快推动工业化(布鲁和格兰特,2008)。市场导向和银行导向这种不同的经济思想理念决定了资本市场和银行的相对重要性——因为银行肯定比资本市场更有利于传达政策意图,而且,也决定了在不同金融体系中银行业的竞争性——市场导向中的银行业是高度竞争的,银行导向体制中的银行业则呈现垄断性的产业结构特征。

不同的经济思想理念决定了两种截然不同的经济发展模式。在市场导向的英美,这是所谓的盎格鲁-萨克逊模式,或者,按照后来法国经济学家米歇尔·阿尔贝的说法,是“新美国模式”。新美国模式源自20世纪80年代美国里根总统推行的供应学派改革。在经历了第二次世界大战后长达二、三十年的凯恩斯主义政府干预之后,供应学派改革再次掀起了对古典自由主义的复辟,即所谓“新自由主义”。新美国模式的基本特点是(高德步,2005):强调个人主义和市场的充分自由竞争,市场机制是配置资源的决定性力量,企业分散决策取代政府行政指令,公司治理中股东利益至高无上。在这种经济模式中,资本市场的“距离融资”(Arm's-length Financing)占据主导地位。因此,这种模式又被称作“股票资本主义”(多尔,2002):对股东来说,公司是谋取利润使其资本增殖的工具;对公司雇员来说,企业不是福利机构,优胜劣汰决定了晋升和聘用与否;对于整个国家来说,股票市值是衡量公司业绩乃至经济增长的核心指标,股票市值的最大化即意味着全社会福利的最大化。

在银行导向的国家中,政府干预决定了银行的“关系融资”(Relationship Financing)居于主导地位。不过,政府干预也有两种非常不同的模式:以德国为代表的“莱茵模式”和以日本为代表的“法人资本主义模式”。在这两种模式中,政府都不只是扮演一个守夜人的角色,而是“善意地”对市场

进行干预,但干预的手段和程度存在很大差异。

莱茵模式又称作社会主义市场经济模式,它强调经济的活力应该建立在市场基础上,市场应该享有充分的运转自由;但是,市场机制不是支配整个社会生活的唯一机制,社会运行需要考虑不同利益群体的平衡和制约。因此,在莱茵模式中,政府要发挥作用(高德步,2005):第一,政府立法为一个平等的竞争环境提供保证,保护私人经济活动的自由,限制大企业的卡特尔协定;第二,强调利益公平,集体利益通常优先于严格意义上的个人利益,雇员与雇主一起进入企业决策层,使企业成为一个真正的利益共同体,雇主联合会和工会负责协商劳资双方的利益;第三,政府提供一个安全的社会保障,突出表现之一是高额税收支撑起来的待遇丰厚的养老保障体系。在莱茵模式下,德国的金融体系不仅表现为银行导向的特征,而且,在德国的银行业中,政府主导、社会合作的银行是主要构成,真正意义的商业银行实际上是相对次要的成分。德国银行业由三个支柱构成(IMF,2011):第一大支柱是储蓄银行部门,包括储蓄银行和州立银行,由城市、县城或州政府拥有,资产占比接近银行总资产的30%;第二大支柱是实施合作制的合作银行部门,包括区域合作银行和地方合作银行,资产占比接近银行总资产的约12%;第三大支柱才是真正意义的商业银行,包括大型银行、地区银行和银行的国外分支机构,资产占比不到30%。除了这三大支柱外,资产占比28%左右的剩余其他银行主要是抵押银行、建筑贷款协会以及联邦政府和州政府拥有的发展银行,这些银行业要么具有合作互助性质,要么是政府的政策性银行。

日本形成于第二次世界大战后的法人资本主义,其基本特点就是企业本位和政府主导。企业本位又称“公司中心主义”,其核心就是“生产至上”——用永不停顿的生产推动公司发展。公司股东的利益不被看重,公司财产是“组织”的财产,这种组织与政府官僚机构没有差异。日本企业经营依靠“三大法宝”。其一,终身雇佣制。如果雇员没有犯不可容忍的错误,如果企业没有发生重大危机,则雇员将被雇用直至退休。其二,年功序列制。工龄越长,级别越高,工资越高。其三,企业组织工会。工会隶属企业,而不是雇员的工会,因此,工会需要考虑企业长远利益。虽然日本的企业制度与德国存在相似之处,例如对雇员就业的保障以及雇员参与企业经营决策的内部共同决策机制,但是,日本和德国有一个根本的差异:德国对共同利益的强调是因为在德国,阶级依然很重要,这种制度“是一种阶级妥协,是处心积虑的结果,目的是避免重复20年代和30年代早期的阶级冲突”(多尔,2002)。为了避免这种冲突,德国用法律形式将共同利益、共同协商确立下来了。相反,日本是“一个长期承诺的社会”,包括企业与雇员的关系以及银行与企业的关系、甚至是政府与银企的关系都是非正式承诺的结果。社会经济的制度安排是基于法律,还是基于非正式的承诺,是两国的根本差异。一个数据可以验证这种差异:在德国,劳务仲裁案件每年有47万件,而在日本仅为每年3千件。

法人资本主义的另一个特征就是政府主导。一方面,政府通过经济计划、经济政策、行政指导等手段干预企业活动;另一方面,日本企业界通过所谓的“财界”(各种企业间联合会、研究会等)参与政府宏观调控。这里,日本与德国又表现出根本的差异:德国政府干预主要是通过正式的法律和依靠社会组织采取的间接手段,而日本的政府干预则是政府直接实施指导性的经济计划和行政性的产业政策。在企业和政府主导下,日本的银行业与企业结成了长期的密切关系,银行的职责是为企业保驾护航——当然,这些都是非正式的承诺,一旦环境发生变化,这些承诺都会改变。例如,20世纪80年代末,随着资本项目的开放和资本市场的发展,大企业开始摆脱银行寻求其他更为廉价的融资,这种“脱媒”迫使银行贷款转向了资质差的中小企业、甚至是房地产,并最终造成了90年代的泡沫危机和漫长的经济萧条(奥村洋彦,1999)。

在三种经济发展模式中,新美国模式通过市场自由竞争规则,极大地调动了微观经济主体的创新动力,为重大技术创新奠定了基础。同时,新美国模式通过吸引全球的人力资本和金融资本,在

全球享有技术领先和货币特权优势。但是,新美国模式的一个缺陷就是过分强调市场规则和限制国家权力,从而导致收入分配差距拉大。莱茵模式创造了一个平等、公正、安全的社会经济发展环境,较好地结合了社会公正与市场竞争原则。但是,由于对集体利益和福利的过分追求,莱茵模式在科技领先和国际竞争力方面落后于新美国模式,而且,在人口老龄化的过程中,莱茵模式容易造成政府财政的过度负担和过高的税收成本,进一步抑制了经济的创新活力。日本的法人资本主义模式是日本经济迅速赶超,并成为发达国家的秘诀。然而,由于强化的企业和社会制度、特别是愈发失灵的政府主导体制,加上宏观经济政策的一连串重大失误,这种法人资本主义模式自1990年泡沫危机以后就陷入长期停滞(榊原英资,2013;池田信夫,2015)。

(三) 银行导向和市场导向的优劣之争

作为经济系统的一个子系统,金融体系的长短优劣实际上已经由经济基本发展模式所决定,只不过由于金融体系存在不同于其他社会经济子系统的特殊功能,所以,表现形式有所差异。在比较金融体系的研究中,有关银行导向和市场导向的优劣之争主要集中在20世纪90年代至21世纪初。Levin(2002)对这种争议做了一个总结,结合其他文献,我们可以将争议分为三种观点。

第一种是推崇银行导向的观点,Levin称之为Banketeers。在这派观点看来,银行导向体制具有显著的优势。其一,在信息生产和激励约束方面,市场导向存在重复生产信息和搭便车问题,公司治理容易被内部人控制,而恶意收购总体上有碍社会福利。相反,银行生产的信息是不公开的,银行可以与企业之间保持密切的关系,即所谓的“关系融资”,进而帮助企业成长。其二,在风险管理方面,市场只能分散跨部门风险(Cross-sectional Risk),但跨期风险(Intertemporal Risk)是市场无法分散的(Non-diversifiable)(Allen and Gale,1999)。相反,稳健经营的银行可以在一个很长的时间段中平滑跨期风险。这方面的典型例子就是市场导向的国家(如美国)经常会发生股市动荡、甚至危机。其三,在推动经济增长方面,通过金融约束(Financial Restraint)(Hellmann et al.,1997),即政府“善意地”实施利率管制、限制竞争,进而引导租金向民间转移,银行导向的金融体系可以迅速地动员储蓄,实施大规模投资。相反,在市场导向体制中,金融机构之间以及金融机构与资本市场之间的竞争会耗散租金。

第二种是推崇市场导向的观点,Levin称之为Marketeters。这派观点认为:其一,在信息生产和激励约束方面,运转良好的资本市场可以促进信息获取和扩散,有助于强化公司治理结构。尤其重要的是,在重大技术变革面前,市场可以很好地处理意见差异(Diversity of Opinion)(Allen and Gale,2000),进而推动技术革命。相反,在银行导向体制中,银行获得企业内部信息乃至租金,加之银行的避险文化,新兴技术和企业难以成长。其二,在风险管理方面,资本市场可以很好地分散跨部门风险,虽然总有危机爆发,但没有长期停滞的风险。相反,在银行导向体制中,典型的如日本,由于密切的银行企业关系,僵尸企业会拖累银行成为僵尸银行,进而导致经济陷入几十年的长期停滞。其三,在推动经济增长方面,市场导向体制往往是重大技术革命的领导者,而且,通过实施有效的会计标准、信息披露机制以及严格的兼并重组、破产退出制度,资本市场也可以有力地动员储蓄、推动投资。

第三种观点是金融结构中性论,即金融结构并无绝对优劣之分。这种观点包括Levin自己提出的“金融服务观”(Financial Services Views)和“法律观”(Legal-based View)(Laporta et al.,1998)。前者认为,金融系统的功能在于提供各种服务,同样的功能既可以由资本市场来担当,也可以由银行来担当,关键在于服务的质量而非金融结构。在后者看来,银行导向和市场导向的争议没有任何意义,因为法律系统的健全和效率决定了金融服务的水平和质量,而衡量法律系统的主要指标包括股东权利、贷款人权利、法律执行、政府信用、会计准则等。

由上述争议可以看到,银行导向和市场导向至少在学理上并不存在绝对的优劣之分。从经济发展的角度看(殷剑峰,2006),市场导向更能适应新兴技术革命,因而市场导向常常为技术领先国

家的特征;而银行导向更能适应成熟技术的大规模推广传播,因而银行导向常常是技术后发国家“蛙跳”赶超领先国家的秘诀。从技术由新兴到成熟的演进过程和经济发展的长周期看,最优的金融体系应当满足两个标准:其一,应该具有完备的金融功能,以适应经济发展中复杂多样的生产技术,单纯、绝对的银行导向和市场导向都不符合这种标准;其二,应该是高度竞争、富于弹性的,能够适应经济结构性变化提出的要求,在不发生大范围系统性金融危机的前提下实现金融体系的结构调整。事实上,20世纪90年代以来,银行导向和市场导向出现了融合的趋势:在银行导向体制中,由于金融自由化,资本市场得到较快的发展;在市场导向体制中,通过资产证券化,银行获得了重生。

三、中国现代金融体系建设:比较与发展

银行导向体制和市场导向体制演化至今,虽然依然存在着诸多差异,但三个因素正在使得两类金融体系呈现趋同的现象:20世纪90年代后各国纷纷推出的金融自由化政策、金融全球化趋势,以及人口老龄化。中国金融体系是一个银行为主导的体系,而且,政府干预普遍存在。随着中国经济结构正在发生的重大变化,中国需要建设一个开放的市场导向体系。

(一) 银行导向和市场导向:主要经济体金融结构比较

银行导向体制和市场导向体制第一个重要差异表现为银行和资本市场、尤其是股票市场的关系上。图1显示了主要发达经济体和新兴经济体银行信用与股市之间的关系。在传统的市场导向国家,即美国和英国,银行信用只相当于股市市值的1.6倍左右,远远低于传统银行导向的德国和日本,后两者银行信用与股市市值之比都超过了3倍。在新兴经济体中,中国是典型的银行导向体制,中国的银行信用与股市市值之比介于德国和日本之间,远远高于印尼、印度、马来西亚、韩国、泰国、墨西哥等新兴经济体。如果将这一指标与各国经济表现做一简单对比,可以看到,前四大经济体中只有美国是市场导向,而在新兴经济体中,银行导向的中国无疑在经济发展速度上远远超过了市场导向的印度等国。

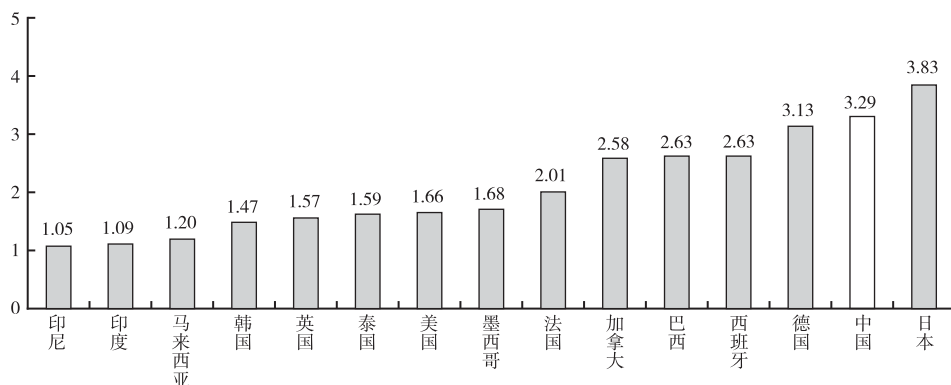


图1 银行部门提供的国内信用/股市市值

数据来源:世界银行。

注:主要数据是2017年,部分国家数据是2016年。

进一步比较中国和其他四个发达经济体的股市指标,如图2所示,日本和德国的资本化率水平远低于英国和美国,但前两者的市场波动性也小于英美。中国的资本化率水平只是稍高于德国,比日本低20个百分点,但中国股市的波动性不仅高于日本、德国,也高于英国和美国。换言之,中国股市发展水平低,但风险更高。

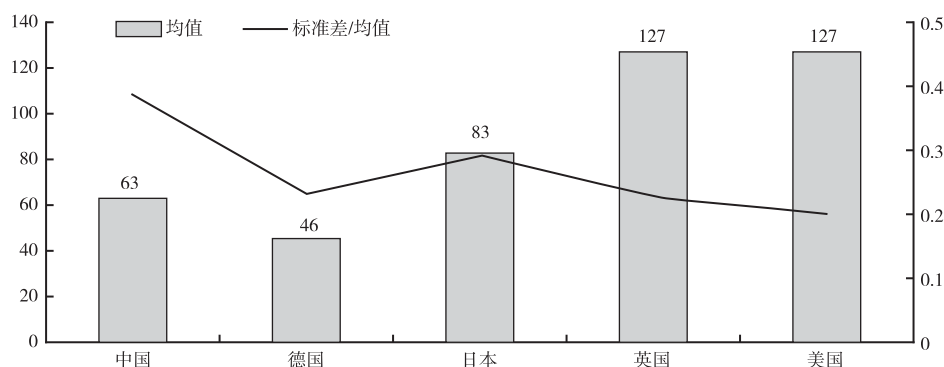


图2 2007-2017年资本化率均值和波动性

数据来源:根据世界银行数据计算。

银行导向体制和市场导向体制的第二个重要差异在于金融机构的相对规模。这里,我们将各国金融机构分为三大类:存款性机构(即银行)、保险和养老金以及其他金融机构。就存款性机构在全部金融机构资产中的份额而言,银行导向的日本和德国高于市场导向的英国、美国。尤其美国存款性机构的份额仅有22%,这与20世纪80年代美国金融结构发生的两个重大变化有关:金融自由化和影子银行崛起。由于共同基金和资产证券化非常发达,美国的其他金融机构占金融机构总资产规模的比重显著高于其他三个国家。同时,由于美国和英国的私人养老金自20世纪80年代就逐步发展起来,两国的保险和养老金比重超过了德国和日本。与四个发达经济体相比,中国金融机构的结构呈现“异常”特征:存款性机构的份额非常高,占比高达83%;包括共同基金、证券公司、信托等在内的其他金融机构较低,尤其是保险和养老金份额异常低。

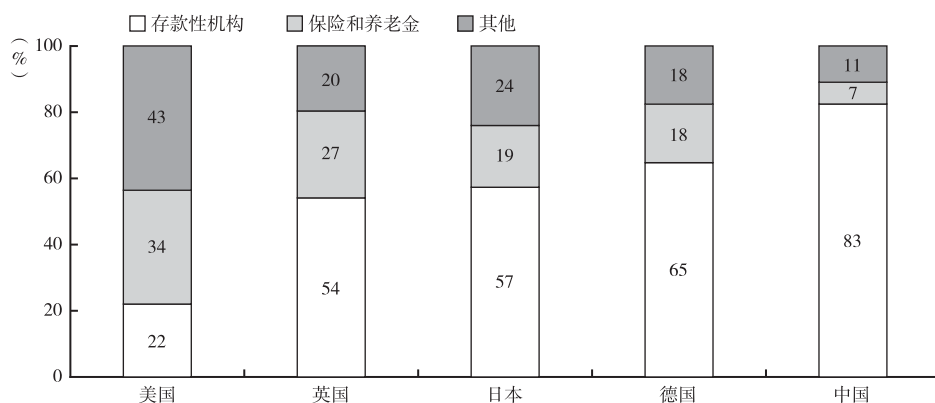


图3 金融机构资产的结构

数据来源:根据CEIC和万得数据库2017年数据计算。

银行导向体制和市场导向体制的第三个重要差异在于居民的金融资产结构。在市场导向的金融结构中,居民持有的存款占比远远低于银行导向体制。例如,美国居民存款只占全部金融资产的14%,而日本高达52%;此外,在市场导向的美国,居民直接持有的公司股权(占比22%)也远远高于银行导向的日本和德国。不过,市场导向体制和银行导向体制也存在两个共同点:其一,保险和养老金在居民资产组合中都是最重要的资产;其二,无论是市场导向体制,还是银行导向体制,居民主要是“间接”地持有金融机构的资产,包括银行的存款和非银行金融机构的共同基金份额、保险、

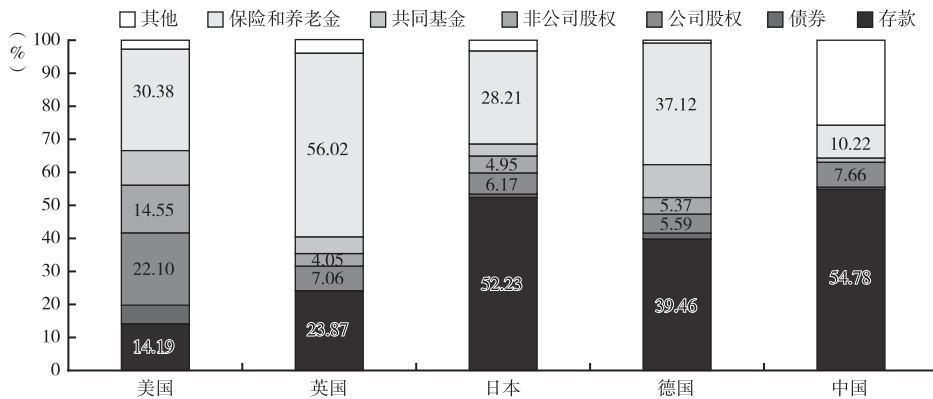


图 4 金融机构资产的结构

数据来源:根据 CEIC 和万得数据库 2017 年数据计算。

养老金等,而直接持有的非金融部门发行的证券都不占多数。例如,在日本和德国,居民直接持有的公司股权、非公司股权和债券只占全部金融资产的 10% 多一点;即使是市场导向更为极端的美国,居民直接持有的公司股权、非公司股权和债券也只占全部金融资产的 40%。与四个发达经济体相比,中国居民资产组合表现出几个不同特点:其一,存款的比重非常高;其二,保险和养老金的份额异常低;其三,“其他”的份额非常高,而“其他”中主要是以银行理财为代表的各种理财产品——这反映了中国资本市场的落后。另外,中国居民持有的公司股权份额虽然远低于美国,但高于市场导向的英国和银行导向的德国、日本。

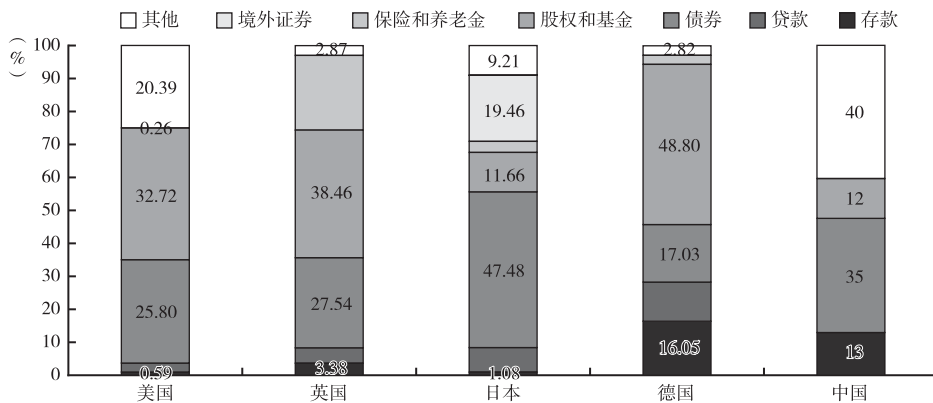


图 5 保险和养老金资产组合

数据来源:根据 CEIC 和万得数据库 2017 年数据计算。

由于保险和养老金在银行导向体制和市场导向体制的居民资产组合中都占有重要地位,可进一步观察一下保险和养老金的资产组合。银行导向体制和市场导向体制的共同点远大于不同点:无论是银行导向的日本和德国,还是市场导向的美国和英国,股权和基金、债券都占到全部资产组合的 60% 左右。也就是说,保险和养老金是各国资本市场的主要投资者。在日本,如果将境外证券算上,则保险和养老金的资产组合中接近 80% 投向了境内外资本市场。与四个发达经济体相比,中国保险和养老金投资于股权和基金、债券的比重不到 50%,其中投资于股权和基金的份额(12%)更是远低于出日本之外的其他三个发达经济体,而“其他”占比高达 40%——由于中国缺

乏发达的资本市场,这部分当中投资于同业和非标资产的比重非常高。

银行导向体制和市场导向体制的第四个重要差异是公司资本结构。图6统计了非金融公司的股权、债券和贷款的相对份额。在市场导向的美国,公司股权显著高于银行导向的日本和德国。扣除公司股权只看债务融资的结构,则美国非金融公司主要依靠的是债券——债券的规模相当于贷款的近两倍,而日本和德国主要依靠的是银行贷款;在公司资本结构方面,英国更像日本和德国。由于这里仅仅比较了公司股权、债券和贷款等三种工具,因此,图6并非完整的资本结构。例如,除了日本之外,其他三个发达经济体的公司都高度依赖内部融资。此外,如果从流量来看,公司股权并不是上市公司的主要融资渠道。例如,在美国,由于公司回购股票和失败公司的退市,自1980年以来,股票净融资额要么为零,要么为负值。中国的情况再次不同于四个发达经济体:其一,公司股权的规模不仅远远小于市场导向的美国和英国,也小于银行导向的日本和德国;其二,银行贷款的比重非常高,在债务融资中,贷款是债券的6倍以上。

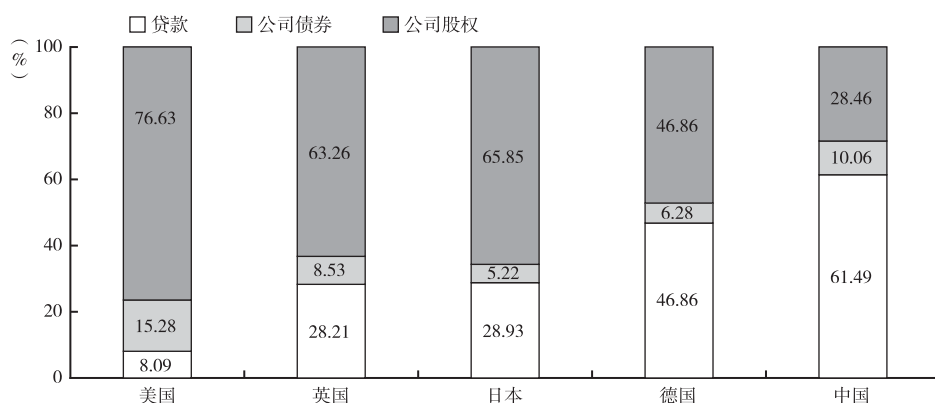


图6 公司资本结构

数据来源:根据 CEIC 和万得数据库 2017 年数据计算。

总结一下银行导向体制和市场导向体制的特征。两者的不同点是:第一,资本市场(股票市场和金融公司债券市场)发达程度不同,这导致银行导向的居民资产结构和公司资本结构更加倾向于银行存款和贷款,而市场导向的居民资产结构和公司资本结构更加倾向于股票和债券;第二,金融机构的规模结构不同,在银行导向体制中,银行的份额更大,而在市场导向体制中,以保险和养老金、共同基金为主的非银行金融机构更加重要。不过,两者也存在共同之处:第一,居民直接持有的非金融部门证券(股票、债券等)都不是资产组合的主体;第二,保险和养老金在居民资产组合以及全部金融机构资产规模中都占据重要地位,并且,保险和养老金的投资方向以资本市场为主。

银行导向体制和市场导向体制的共同点意味着将所谓“直接融资”和“间接融资”截然分开的传统观点是错误的。格利和肖(1959)曾经对“直接金融”和“间接金融”进行了界定:前者指的是非金融部门之间相互融资行为,如居民购买企业债券;后者指的是非金融部门通过金融机构(银行或者非银行)购买其他部门发行的证券的行为。按照这种界定,市场导向体制和银行导向体制事实上都是间接金融体系,只不过前者是以非银行金融机构为主导的间接金融,后者是以银行为主导的间接金融。米什金在其《货币金融学》(第十一版,中国人民大学出版社)中也肯定了美国金融体系是一个间接金融体系。

与四个发达经济体相比,从金融机构资产结构、居民资产组合和公司资本结构看,中国金融体系表现出极强的银行导向,而保险和养老金(以及共同基金)的份额异常低。除了银行高度主导之

外,中国金融体系的另一个关键特点就是政府高度主导,其表现有三:其一,主要的金融机构,例如商业银行,均为政府完全控制或者控股,政府对金融机构的经营具有强烈的影响力;其二,主要的金融资源配置于国企,例如,除了股市之外,在整个债务融资市场,2017 年国企的负债占到非金融企业负债的 74%,国企的贷款占非金融企业贷款的 54%,在新兴的非金融企业债券市场,仅城投债就占到 34%;其三,金融资源的定价不是市场决定的,例如利率尚未市场化,股票市场发行依然是核准制,缺乏真正的退市制度,股票市场存在表现为“壳资源”的严重刚性兑付问题。此外,由于我国资本金融账户远未完全开放,中国金融体系也是一个相对封闭的体系。

(二) 中国经济的结构变化和当前金融体系的不适应

中国以银行为主导的封闭金融体系形成于人口红利期和经济赶超时期,在客观上适应了这一时期动员储蓄、推动大规模投资的要求(殷剑峰,2014)。但是,随着人口结构的变化,随着中国正在逐步从中等收入国家迈入高收入国家,特别是随着中国经济在全球地位的迅速攀升,目前的金融体系已经难以满足经济结构性转变提出的任务要求,甚至在很大程度上,目前的金融体系已经成为中国经济转型发展的障碍。

第一,人口结构。中国经济面临的第一个结构性问题就是人口结构的转变。自 2010 年起,中国劳动年龄人口占比达到顶峰,并趋势性地下降,与此同时,老龄人口占比迅速上升。与人口结构转变相伴的是,中国的储蓄率和投资率自 2010 年同样见顶并开始趋势性下降。储蓄率的下降是描述微观个体储蓄行为的“生命周期理论”在宏观上的整体体现:劳动年龄人口占比的下降意味着在工作并储蓄的人口占比下降,而消费以往储蓄的老龄人口占比上升。投资率的下降也是人口转变的自然结果:由于资本只有与劳动力结合才能进行生产,在资本/劳动比一定的情况下,劳动力的减少也意味着不再需要那么多与之配合的资本。

储蓄率和投资率的同时下降首先意味着人口红利时期动员储蓄、推动大规模投资的任务已经完成,金融体系需要发挥新的功能,银行主导体制应该改变。同时,这种变化还给银行主导的体系带来了两个严峻的挑战。第一个挑战是,随着储蓄率的下降,居民部门的存款增速乃至广义货币 M2 的增速自 2010 年以来也呈现趋势性下降,银行负债业务中最为稳定的居民存款占比不断下降,负债端越来越短期化,越来越不稳定。第二个挑战是,随着投资率的下降,容易识别、回报稳定的资产业务越来越少,习惯于抵押融资模式的银行业在过去十年中愈发依赖基建房地产行业,越来越集中在“土地金融”,资产端越来越长期化。资产和负债业务受到的双重挤压意味着银行业和以银行为主导的金融体系愈发脆弱。

第二,产业结构。中国经济面临的第二个结构性问题就是产业结构的转变。产业结构演变的基本规律是,随着人均 GDP 的提高,第一产业份额持续下降,第二产业份额持续上升,经济发展呈现工业化的过程;随着低收入水平的农业国转变为中等收入水平的工业化国家,经济进入服务业化的过程——从其他国家的发展历程看,这一进程是决定能否走出“中等收入陷阱”的关键。经济的服务业化通常会导致劳动生产率的下降,即发生所谓的“鲍莫尔病”,而中等收入国家克服“鲍莫尔病”跃升为高收入国家的基本路径就是:第一,扩张提供医疗、教育、基础设施的公共服务部门,即“更好发挥政府的作用”;第二,制造业中的服务业,如研发、销售环节,分离出来,成为生产性服务业;第三,解除对科教文卫等高端服务业的管制,利用信息技术降低交易成本,提高服务业的可贸易化程度和效率。

作为中等偏上收入国家,我国自 2012 年以来第三产业的产值就超过了第二产业,经济已经进入服务业化的过程。不过,我国服务业不仅落后于发达国家,而且落后于同等收入水平的国家。例如,2016 年我国服务业增加值占比只有 52%,中等偏上收入国家和全球平均的服务业增加值占比分别是 59% 和 69%。金融业本身就是服务业的一个组成部分,因此,金融业的高效发展是经济进

入服务业化进程中的应有之义。我国以银行为主导的金融体系不仅风险高度集中,效率越来越低,而且,这一体系也无法适应服务业化对金融提出的要求:第一,与投资率下降相一致,服务业的发展意味着经济整体转向“轻资产”模式,偏好抵押融资的银行业无法适应这种模式;第二,公共服务部门的扩张自然地要求有与之相配套的资本市场融资机制,尤其是债券市场的大规模发展;第三,银行偏好安全的行业文化和业务模式能够适应工业化时代的成熟技术投资,但现代服务业的发展充满了不确定性。

第三,需求结构。中国经济面临的第三个结构性问题是需求结构的转变。从近些年三大总需求对经济增长的贡献看,消费的贡献超过了投资和净出口,中国已经成为消费驱动型经济体。但是,消费,尤其是家庭部门消费占 GDP 的比重依然非常低。2016 年,家庭消费占 GDP 的比重在中国只有 39%,而在美国、日本和德国分别是 69%、56% 和 53%。事实上,中国的消费率低于绝大多数国家。根据广义恩格尔定律,随着人均收入水平的持续上升,人们对有形商品的需求相对下降,而对无形服务的需求持续上升,因此,从供给侧看,消费过低的主要原因在于产业结构、即服务业发展不足。反过来看,消费过低又从总需求侧限制了产业结构的调整,导致经济供给侧不得不依赖第二产业。更为关键的是,由于科教文卫领域的消费是消费升级的必然趋势,消费过低又限制了人力资本的提高,而人力资本是决定经济长期增长潜力的基础。

提高消费的根本措施涉及财政、税收、科教文卫体制等诸多需要进行重大改革的领域。就金融体系而言,促进消费有两个方面的措施:其一,提高居民的信贷可得性;其二,提高居民的财产收入。过去几年金融行业主要着重于第一点,但是,过度借贷消费不可持续,且蕴含风险。促进长期可持续的消费增长要从提高居民财产收入入手。如先前关于居民资产组合的分析所示,我国居民资产组合中主要是存款和短期的理财产品,在养老金、保险和共同基金的投资占比远远低于其他国家。我国居民的这种资产组合结构使得金融资产的回报率极低,压制了财产收入的提高。例如,根据中国资金流量表统计数据计算,从 2004 年到 2014 年,居民金融资产的平均收益率只有 2.87%,而居民持有证券所获得的红利率甚至比银行理财产品和存款还要低——平均只有 2.21%。这种状况与养老金、保险和共同基金等机构投资者的欠发达有着密切关系,也是股票市场和上市公司存在的体制性弊端的必然结果。

第四,增长动力。中国经济面临的第四个结构性问题是增长动力的切换。人口结构、产业结构和需求结构的转变都意味着未来经济发展需要从主要依靠资本、劳动力要素投入的外延式增长模式,转向依靠技术进步的内涵式增长模式。可以看到,近些年来我国在科技领域已经取得了长足的进步。2017 年我国研发投入达到 1.75 万亿,仅次于美国,专利申请也超过了日本,位于世界第二。不过,我国与发达国家整体差距依然巨大。例如,我国作为世界第一大制造业国,制造业的研发投入强度只有 1.01,远远低于发达国家的平均水平。我国研发经费增长较快,但基础研究只占全部经费的 5% 多。

推动科技进步需要深化科技体制改革,加强国家创新体系建设。就金融体系而言,当前以银行为主导的状况无法适应增长动力的切换。当前的金融体系除了偏好抵押融资、进而愈发变成“土地金融”之外,还在体制上存在歧视问题。如前所述,在信贷市场上,国有企业获得的信贷份额占到信贷存量的一半以上。在新近崛起的非金融企业债券市场中,国有企业更是发债的主体。至于股票市场,其成立初衷就是为了替国企脱困,虽然股权分置改革取得重大进展,但在发行、退市、公司治理等重要领域依然存在体制缺陷。

第五,全球治理。中国经济面临的第五个结构性问题是如何从一个专注自身发展的内向经济体转变成一个在全球治理中扮演重要角色的开放的巨型经济体。中国已经成为第二大经济体,按照购买力平价计算,甚至已经成为第一大经济体。根据不同机构预测,大约在 2030 年左右,中国将超过美国,成为第一大经济体。巨大的经济体量意味着中国在全球治理体系中不可避免地要扮演

重要角色,正如习近平总书记在十九大报告中指出的那样:“这个新时代……是我国日益走近世界舞台中央、不断为人类作出更大贡献的时代”。中国经济发展需要为全球经济发展提供公共品,这是构建“人类命运共同体”的经济基础。

在金融领域,全球治理体系的一个重要制度安排就是国际货币体系。当前的国际货币体系是一个以美元为绝对主导、欧元及其他货币辅助的不稳定体系,在这一体系下,美元的过度强势,加之美国损人不利己的经济政策不仅使得美元的波动成为全球金融市场动荡和全球金融不稳定的关键因素,而且,美国经济自身也因此形成了长期、不断扩大、不可持续的经常项目逆差。如果人民币能够成为关键储备货币,国际货币体系将能够形成美元、欧元、人民币三足鼎立的稳定架构,这也将为人口老龄化的中国带来巨大的铸币税收益。人民币成为关键储备货币在经济上要求中国为全球经济发展提供一个关键的公共品:能够吸收其他国家商品和服务的国内总需求——显然,我国经济需要完成上述结构性转型。在金融领域,它要求中国提供两个关键公共品:其一是其他国家经济发展所需要的资本,其二是价值储藏工具。显然,这两个公共品都依赖于一个高度发达、富于流动性、开放的资本市场。毫无疑问,支撑人民币成为关键储备货币的金融体系绝不是当前以银行为主导的体系。

(三) 中国的现代金融体系:开放的市场导向金融体系

中国经济的结构性变化要求金融体系必须改革。从上述五个方面的经济结构调整方向看,基于莱茵模式的银行导向体制和基于法人资本主义的银行导向体制都不能适应未来中国经济发展的需要,中国需要建设开放的市场导向体系。在这一体系中,需要在充分吸收盎格鲁-萨克逊体系优点的基础上,避免市场导向容易产生的收入分配差距扩大等社会问题。建设这一体系的前提是从政府主导的经济发展模式转向市场发挥决定性作用。“开放”的核心含义是对内和对外同时放开金融业的准入限制,并逐步放开资本金融账户的管制。“市场导向”一方面是发展资本市场以及与资本市场休戚与共的机构投资者,另一方面、甚至是更加基础性的一面就是发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。

1. 建立市场发挥决定性作用的金融资源配置机制

建立市场发挥决定性作用的金融资源配置机制,首先要求金融服务的需求者能够获得平等待遇。当前金融体系面临的最根本问题是国有企业存在软预算约束和隐性担保。由于国有企业背后的政府信用担保,民营企业无论是在股票市场,还是在债券市场和信贷市场,都面临着隐性歧视。不解决民企面临的隐性歧视,整个金融市场就不是一个公平、公正的市场,市场机制就会被扭曲。解决这一问题需要按照十八届三中全会和十九大报告的精神切实加快国有企业改革,发展混合所有制经济。事实上,国有企业在所有国家都存在软预算约束和隐性担保问题,因此,解决国企和民企差别待遇的关键就在于国企应该有所为有所不为,在竞争性领域国企应该退出。此外,造成过去十年间“国进民退”的另一个主要因素是地方的城投、平台公司的大量兴起,这是我国以往经济发展模式下事权集中在地方政府的必然结果,因此,未来需要加快财政体制改革,建立中央和地方事权和财权明确、政府职能聚焦于提供社会公共品的公共财政体制。

其次,建立市场发挥决定性作用的金融资源配置机制,要求金融服务的生产者有正确的激励约束机制。我国金融机构,尤其是银行业在经历了 20 世纪 90 年代末以来的改革之后,已初步建立责权明细、治理结构合理的现代企业制度,但是,政府和监管部门对金融机构的行政干预问题依然突出,而且,金融机构兼并重组、破产倒闭的退出机制尚未建立。可以看到,在 2010 年至 2016 年间,银行业法人机构从 3769 家增加到 4398 家,从业人员从 299 万上升到 409 万人,资产规模从 95 万亿元跃进到 232 万亿元。此间银行业法人机构的迅猛发展主要是由于中小机构,这导致我国银行业的行业集中度进一步降低。中小机构的大量兴起也是以往经济发展模式下事权集中于地方的必然结果:地方政府左手靠城投、平台搞基建投资,右手靠城商行、农商行等中小金融机构搞融资。可

以预期,随着未来经济结构和金融结构的调整,必然会有一些中小机构经营失败。让失败机构退出市场不仅是优胜劣汰的必须,也是建立市场纪律乃至正确的激励约束机制的必须。

最后,建立市场发挥决定性作用的金融资源配置机制,要求金融监管当局建立市场导向、法治化的监管机制。过去几年来我国金融体系呈现出的“金融乱象”固然与金融机构的逐利行为和弥漫于社会的软预算约束有关,但是,金融监管部门和实际承担金融管理职责的其他部门实行的非市场化、非法治化的政策措施也难脱其咎。例如,在 2017 年以前,各部门为鼓励金融创新,监管竞相放松,导致信用过度膨胀;而自 2017 年以来,监管又竞相趋严,使得市场环境突变为紧缩。建立一个公平、公正和有效的市场,需要以市场导向、法治化的监管来取代当前运动式的行政管理模式。

2. 发展资本市场

发展资本市场首先需要改变过往资本市场为国企脱困解忧的职能,建立市场发挥决定性作用的发行、退出和交易机制;需要改变资本市场,尤其是债券市场的分割状况,实现统一互联的多层次市场体系——在当前,最需要的是打破银行间债券市场与交易所市场之间的分割。其次,国外经验表明,资本市场的发展需要依靠包括养老金、共同基金和寿险公司等在内的机构投资者。机构投资者不仅可以推动资本市场的规模扩张,而且可以改善公司治理结构,通过长期持有公司证券降低市场的波动性。

我国机构投资者欠发达的首要原因在于“三支柱”的养老保障体系存在严重缺陷。以中美对比为例(郑秉文,2014),作为第一支柱的基本养老保险,我国的规模是 GDP 的 5.7%,美国是 16%;作为第二支柱的企业补充养老金,我国企业年金的规模相当于 GDP 的 1.2%,美国 DC 和 DB 两类年金相当于 GDP 的 98.9%;作为第三支柱的个人储蓄养老金,我国的商业养老保险规模是 GDP 的 2.6%,美国的第三支柱规模是 GDP 的 42.5%。养老保障体系的严重缺陷造成作为机构投资者的养老金规模过低,例如,2017 年,全国社保基金的总规模只有 2.18 万亿元,企业年金只有 1.25 万亿元。未来需要通过立法、税收体制改革,在不加重企业和家庭负担的前提下,大力发展第二支柱和第三支柱。

除了企业年金之外,具备改造为第二支柱养老金的机构就是我国的住房公积金体系。自 1991 年正式建立以来,住房公积金已经成为住房货币化分配的重要形式,对于促进我国住房消费,培育和推动住房市场化,发挥了重要作用。然而,随着住房公积金的发展,其弊端也愈来愈明显。除了住房公积金管理机构实质行使金融职能,但却处于金融监管空白,甚至爆发管理问题之外,住房公积金的一个突出弊端就是,资金规模越来越大,却无法得到合理利用。根据《全国住房公积金 2017 年度报告》,2017 年末,住房公积金缴存单位 262 万个,缴存职工 1.37 亿人,缴存总额 12.48 万亿元,余额 5.6 万亿元,缴存余额的增值收益率只有 1.57%。可以预期,随着我国城市化进程和住房市场发展已经进入到相对成熟的阶段,住房公积金的使用率将会越来越低,住房公积金余额的规模将会愈发庞大,而如此之低的增值收益水平是难以令人接受的。由于住房公积金覆盖企业职工范围、募集资金规模都远超企业年金,可以考虑将住房公积金单独或者与现有企业年金合并,改造成企业补充养老金。

发展机构投资者的第三个可行举措是改造商业银行的理财业务。我国银行业规模之所以占金融机构总资产比重远远超过其他国家,其中一个主要原因是我国的银行业承担了其他国家银行业所没有的功能:在资本市场欠发达的情况下,为资金盈余部门(尤其是家庭)提供资产保值增值的理财服务。根据国家金融与发展实验室财富管理中心的统计,2017 年商业银行理财产品的规模达到 28 万亿元,私人银行的规模为 9 万亿元,两者合计远远超过了券商资管、公募基金等“传统”机构投资者管理资金的规模,而且,后两者的资金来源在相当程度上也是依靠银行资金的输入。在我国这种以银行为主导的金融体系中,将银行的理财业务改造成打破刚兑、以委托代理关系为基础的机构投资者业务,应该是一条发展机构投资者的捷径。就此而言,2017 年央行颁布的资管新规体

现了这一改革方向,但其中依然存在许多现实问题。

3. 推动人民币成为关键储备货币

市场发挥决定性作用的机制和强大、开放的资本市场是人民币成为关键储备货币的前提和基础。与此同时,响应“一带一路”倡议,以人民币作为计价结算和储值货币,加强与“一带一路”沿线国家的贸易投资关系,是打破当前国际货币体系僵局的必要举措。除此之外,当前需要改变的一个基础制度安排就是人民币的发行机制。

自2001年中国加入WTO以来,形成了中国生产、美国消费,然后中国以贸易盈余购买美国国债的所谓“中美国”关系。在这种机制下,人民币事实上是以美元为发行准备的:美元盈余增加,央行用于购买美元、形成美元外汇储备的人民币发行就增加。为了对冲美元增加形成的流动性冲击,央行自2004年以来先是采取成本高、效率低的央票模式,以后则不断地提高商业银行的法定存款准备金率。除了高额法定准备金率造成的严重市场扭曲之外,这种以美元为准备的发行机制是人民币成为关键储备货币的障碍:其一,随着“中美国”关系的变化和中国经济正在发生的结构转型,以往“双顺差”格局将彻底改变;其二,这种机制客观造成人民币盯住美元的汇率制度,并通过中国在国际产业链中的地位带动形成亚洲美元区,进而强化了美元的霸权地位。当前需要对央行资产负债表进行切割手术,同时,在强化财政政策和货币政策配合的基础上,建立基于通货膨胀目标的公债发行机制。

参考文献

- 奥村洋彦(1999):《日本“泡沫经济”与金融改革》(中译本),中国金融出版社,2000年版。
- 布鲁·格兰特(2008):《经济思想史》,北京大学出版社。
- 池田信夫(2015):《失去的二十年》,机械工业出版社。
- 多尔,罗纳德(2002):《股票资本主义:福利资本主义》,社会科学文献出版社。
- 高德步(2005):《世界经济通史》,高等教育出版社。
- 戈德斯密斯(1969):《金融结构和经济发展》(中译本),上海三联书店,1994年版。
- 格利,约翰·爱德华·肖(1959):《金融理论中的货币》(中译本),三联书店,1988年版。
- 麦金农(1973):《经济发展中的货币与资本》(中译本),上海三联书店,1988年版。
- 神原英资(2013):《日本反省:走向没落的经济大国》,东方出版社。
- 肖,爱德华(1973):《经济发展中的金融深化》(中译本),格致出版社,2014年版。
- 殷剑峰(2006):《金融结构与经济增长》,人民出版社。
- 殷剑峰(2014):《金融大变革》,社科文献出版社。
- 郑秉文(2016):《第三支柱商业养老保险顶层设计:税收的作用及其深远意义》,《中国人民大学学报》,第1期。
- Allen, F. and D. Gale(1999): “Diversity of Opinion and the Financing of New Technologies”, *Journal of Financial Intermediation*, 8, 68-89.
- Allen, F. and D. Gale(2000): *Comparing Financial System*, MIT Press.
- Hellmann, T., K. Murdock and J. Stiglitz(1997): “Financial Restraint: Towards a New Paradigm”, in M. Aoki et al. (eds.), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, Clarendon Press.
- IMF(2011): *Germany: Financial Sector Stability Assessment*, IMF Country Report No. 11/169.
- Kindleberger, C. (1984): *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin.
- La Porta, R., F. Lopes-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny(1998): “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, 1113-1155.
- Levine, R. (2002): “Bank-based or Market-based Financial System: Which is Better?”, NBER Working Paper, No. 9138.
- Merton, R., D. Crane., K. Froot, Z. Bodie, S. Mason, E. Sirri, A. Perold and P. Tufano(1995): *The Global Financial System*, Harvard Business School Press.

(责任编辑:程 炼)