

从“十一五”规划的全局视角 审视我国金融改革的动因

巴曙松 (国务院发展研究中心 金融研究所,北京 100036)

摘要:国民经济和社会发展第十一个五年规划中明确提出了加快经济结构的战略性调整,扩大内需的经济发展战略和自主创新,建设创新型国家的方针。围绕这两条主线,未来五年我国的金融改革将逐步深化。

关键词:扩大内需;自主创新;金融改革

中图分类号:F832.1

文献标识码:A

文章编号:1672-626X(2006)03-0005-06

如果把每一项金融改革的措施视作一颗珍珠的话,那么改革背后的深层动因就是串起这些珍珠的线。找到了改革内在的连贯性这条主线,我们看到的将不再是一颗颗的珍珠,而是一条脉络清晰的项链。

2005年10月11日十六届五中全会通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议》,指出加快经济结构的战略性调整,要进一步扩大国内需求,调整投资和消费的关系,增强消费对经济增长的拉动作用。同时,全会把增强自主创新能力作为国家战略摆在经济社会发展的突出位置,确定了走中国特色的自主创新之路,建设创新型国家的方针。可以看出,扩大内需、自主创新将成为未来五年我国经济发展的主旋律。

金融是现代经济的核心,经济改革进程也必将紧密围绕着这个主题展开。这就需要我们在全局视角深入分析“十一五”规划,将金融改革的进程放到整个经济结构调整和国家改革发展战略的大环境下来考察。这样才能深入理解一系列改革背后的深层动因,并指导我们更清晰地把握今后五年金融改革走势。

一、扩大内需是一系列金融改革的主线

1. 改善农村金融服务,建设社会主义新农村

“十一五”规划里有一个非常重大的主题,就是

建设社会主义新农村。它把扩大内需、提高消费作为缩小城乡差别一个很重要的举措。一直以来都是农村、农民在支持城市,而中国现在的财政收入已经到了工业可以反哺农业,城市可以资助农村的阶段。改革开放以来,农村、农业对经济做出了很大的牺牲,现在是反哺农村的时候了。如果农村的消费上来了,我们的家电包括现在的产能过剩问题都能解决。

同时,“十一五”规划中提出“深化农村金融体制改革,规范发展适合农村特点的金融组织,探索和发展农业保险,改善农村金融服务。”这就提出了更大的金融服务的需求。2006年2月公布的2006年中央一号文件对农村金融改革进行了全面部署,提出了十余项重要改革举措。然而农村金融服务现状并不乐观,一是除了农行之外的国有商业银行都在收缩;二是农村信用社在改制,定位不明确;三是政策性金融业务范围狭小。这就要求不同的金融机构在建设社会主义新农村中的定位要有一个新的设计和反思,否则新农村建设就会变成简单的财政投入,效果大打折扣。

商业性金融。应该重点服务一些农村的支柱企业,来发挥这些大型企业的带动作用,促进农村的产业化进程,同时也使商业性金融找到了更广阔的利润空间。储蓄存款在当地吸收的存款运用到当

收稿日期:2006-03-20

作者简介:巴曙松,男,国务院发展研究中心金融研究所副所长,研究员,博士生导师,享受国务院特殊津贴,主要从事金融机构风险管理与金融市场监管、企业融资问题与货币政策决策研究。

地,避免虹吸现象,在农业、农村这些环节都提供税收减免、优惠,提供相应的贴息,通过市场杠杆,吸引资金回流,来满足建设社会主义新农村的需求。同时还可以鼓励邮政储蓄开发农村金融领域。

农村信用社。到2005年6月末,已经组建农村商业银行9家,农村合作银行34家。农信社于2003年启动,重组之后的功能定位非常重要,现在所采取的模式,如信用联社、农村商业银行等,都要明确“合作金融”的概念,关键是要给农民或者社员提供一些及时、有效、有针对性的服务,特别是农户小额信用贷款、农民直补资金。

政策性金融。原来在农村分布非常广的农业发展银行规模较大,运行成本较高,这主要是由于它原来的业务领域过于狭窄,只做粮、棉、油等农作物收购。因此要找到它新的业务增长点,就必须扩展它的范围,允许农发行进行农村基础设施投资,在财政投入后做一些相应的金融支持,即政策性贷款,这样也会减低对单一的财政资金的依赖。

2. 规范发展民间金融,提高金融效率

从1998年7月国务院颁布《非金融机构和非法金融业务活动取缔办法》,将民间金融视为非法,到2005年年初,央行副行长吴晓灵公开表示要规范民间金融,推动小额信贷的发展,解决小企业和自然人贷款难的问题,再到2005年5月中国人民银行发布的《2004年中国区域金融运行报告》中,首次以官方身份为民间金融正名。这标志着民间金融的优化资源配置功能,减轻中小民营企业对银行的信贷压力、转移和分散银行的信贷风险的作用得到了官方的认可。民间金融从“非法金融机构”向“正规金融”的迁移,恰恰是一个冰山浮出水面的过程。

2005年12月27日上午,山西平遥晋源泰小额贷款有限公司和平遥县日升隆小额贷款有限公司成立,成为国内最先获得合法身份的“地下钱庄”。这可以被看作是央行收编地下金融机构的开始。两天后,国内首份《中国地下金融调查》显示,中国目前地下金融的规模高达8000亿元,其中私募基金的规模占到约6000亿元-7000亿元。地下金融的繁荣程度与地区的发达水平呈现一定程度的反向关系。其中,黑龙江当地的非正规金融规模已经相当于银行、信用社等正规金融规模的一半左右,位居全国之最。这说明我国金融资源地域分配不均衡,金融配置效率低下。

规范发展民间金融最直接的受益者是中小企业,它可以提供创业资金和风险投资。民间融资机构有其特有的风险控制方法,通过家族、乡亲等特殊的社会关系有效抑制道德风险,填补银行贷款不敢轻易涉足的高风险项目融资真空。民间融资兼有传统融资渠道四个F中的三个F,家庭(Family)、朋友(Friend)和基金(Fund)的性质,可有效带动一大批中小企业,特别是高新技术企业的起步和发展,从而拉动内需,规范发展民间融资还可以有效支持科技的自主创新。

如果我们对民间融资进行适当地区分,我们至少可以将其简单划分为两类:一类是以诈骗等为主要特征的非法融资,另一类则是基本合法、或者至少没有明显的违法行为的融资。民间融资出现的根本原因是正规金融的供给不足,表现在投融资环节没有适应市场发展的要求,造成金融资源的错配。民间金融如何创新呢?要堵邪门、开正门,可以在农村允许或者鼓励比如“贷款公司”,不吸收存款只发放贷款,利率自己浮动,这就把民间金融浮上水面了,既可以引导其健康发展,也可以防范潜在的风险。

金融的本质就是资源的分配以及风险收益的重新配置。正规金融效率在特定环节、特定领域的低下,使得资金的供给和需求方没有能够得到有效的配置,各自的潜在优势难以发挥,造成了匹配的失灵。民间融资可谓是市场的一种自发秩序和自我调节。当然这样的自发调节也可能是有缺陷的,以诈骗等为主要特征的非法融资也正是钻了市场没有健全、监管没有到位的空子,屡禁不止。比如分割产权的商铺投资,融资方向公众承诺高回报率,再比如造林集资。控制非法融资,除了运用法律手段进行严厉打击之外,还必须提高我国金融市场的效率,加快投融资制度的创新。同时,应尽快引导民间融资的正规化和透明化。

3. 汇率制度的调整有利于经济结构的调整

2006年1月份我国外贸进出口总值1204.9亿美元,比去年同期再度增长26.8%,同时在GDP数据调整后,中国超过法国和意大利成为世界第五大经济体。但是中国对国际市场依赖程度很高,出口依存度达到34%;进出口的外贸依存度很高,目前已经达到78%。按照国际经济学的基本原理,这种经济结构在大国经济中是十分罕见且不可持续的。这

是由我国出口产品主要是劳动密集型产品的结构决定的。据测算,全世界劳动密集型产品需要的劳动力数量在 1.2 亿人,而我国从事劳动密集型产品生产的劳动力超过了 4 亿,远高于实际需求水平;又由于我国“地大物薄”,人均资源极其匮乏,随着边际收益递减,靠大量劳动力和资源投入进行的出口加工生产,使我国的经济增长背负了巨大的成本,缺乏持续性,也不符合资源环保型社会的要求。同时,巨大的外贸依存度使国际市场的波动对中国的影响相当大。特别是如果只考虑经济的增量部分的话,中国可以说已经是世界的增量意义上的大国了。从金融市场的运作看,增量的变动直接引致金融市场的短期波动幅度。因此转变过分倚重外贸的经济增长方式,积极扩大内需才是经济可持续发展的路径。

2005 年初,温总理表态中国不再以追求贸易顺差为目标,而是转向贸易平衡。7 月人民币汇率市场化改革措施出台,人民币初始升值 2%,直接消化了当时占 GDP 约 2% 的贸易顺差。而 2005 年我国贸易顺差迅速上升,我们不可能简单地依靠人民币持续升值来平抑贸易顺差,根本途径是寻求经济结构调整和扩大内需。因此 2006 年汇率政策仍将延续 2005 年以来的思路,保持相对稳定,人民币汇率不会出现过大波动,而是在现行每日 0.3% 的浮动幅度下,逐渐适度升值。汇率形成机制改革的关键,在于建立一个有弹性、有深度的外汇市场平台,并以此来发现均衡汇率。汇率市场化改革最迫切的要求就是恢复市场弹性,使长期被压抑的外汇需求被逐渐释放,长期被放大的国内外汇供给逐渐回归,使人民币汇率更加真实,从而辅助经济结构调整。这是因为汇率是一国内外部门价格均衡的结果,较低的人民币汇率有利于外向部门和外向部门占比较大的东部地区。而汇率制度的改革造成事实上的人民币升值,将使经济结构向内需部门倾斜。这也有利于国内经济资源在贸易品和非贸易品部门之间的重新配置,有利于我们发展资源节约型社会。

在汇率形成机制改革之后,做市商制度和结售汇体系的市场化,改革上海外汇交易中心,以及引入货币经纪公司等措施,改进了我国外汇交易的落后体制,增强了外汇市场流动性。因此对于中国来说,在推进人民币汇率形成机制市场化的同时,更为关键的还是转变经济的增长方式,降低对于外需

的依赖,转而积极扩大内需。另一方面,扩大内需将有效地消化外汇储备迅速攀升和人民币继续升值的压力,最终在内需与外汇两个问题上实现一个均衡——更加健康的经济增长方式和更加市场化、更加灵活的外汇市场。

4. 完善社会保障体系,解除居民后顾之忧

企业年金市场化运作的启动和即将推出的养老保险个人账户基金投资管理办法将有效维护职工的退休生活水平,减轻养老的后顾之忧。据统计,我国居民 80% 以上的储蓄主要出于预防性动机,即准备用于养老、医疗、教育,号称“新三座大山”,社会保障体系的不断完善将减轻养老和医疗的负担,使居民乐于提前消费,从而有利于经济增长转变为消费拉动型的增长模式。

企业年金市场的启动。2005 年 8 月 26 日授予 29 家金融机构 37 个管理资格,标志着我国企业年金市场化运作的发端。根据劳动与社会保障部的测算,最近五年我国企业年金规模将以每年 2000 亿元的速度增长,估计在 2010 年,“十一五”计划结束时我国企业年金规模将突破 10000 亿元。随着企业政策法规的完善、年金资产总规模和覆盖率的扩大,年金基金对我国金融市场将产生日益强大的影响。对于企业年金的治理很大程度上保证了企业年金作为机构投资者的有效性,提高了企业年金参与公司治理的公正公平。

养老保险个人账户基金投资管理办法呼之欲出。办法的推出将使居民个体的养老保险金由专业的机构投资者代为投资理财,提高收益水平,同时增强我国金融市场投资的理性和有效性,降低市场的波动幅度,减少系统性风险。

现在国际上普遍遇到的问题是与养老金相匹配的金融产品缺失,并且随着人口老龄化的加剧,缴费与支付之间出现资金缺口的危机。养老金一般要求投资收益稳定、低风险的项目,且收益率要高于银行存款利率,而现在我国面临着股市与基准利率的“双低”,这使得养老金投资面临着两难的局面。养老金最适合投资于具有高质量的长期债券,但是现在高质量的长期债券又不够多。这就呼唤着适合于养老金的金融创新产品(即收益稳定、风险低、期限长的债券类产品)的问世。这个问题又引出了下面的金融创新与现阶段资本市场内部的矛盾问题。

二、资本市场推动实行创新型国家战略

“十一五”规划中明确指出:积极发展股票、债券等资本市场,加强基础性制度建设,建立多层次市场体系,完善市场功能,提高直接融资比重。温家宝总理在《关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划建议的说明》中更是强调在深化改革中推进资本市场健康发展。

自主创新是国家的核心竞争力,健全的资本市场保障国家自主创新能力。历史证明,资本市场是落后国家超越发达国家最为有效的工具之一。17世纪英国超过荷兰靠的是更为发达的金融体系,使科技转化为生产力;19世纪下半叶,华尔街支撑美国经济迅速超越英国,成为世界第一经济强国;今天,韩国三星公司的市值已经超过日本索尼的一倍多,最近甚至扬言要收购索尼,而短短几年前,这是不可想象的,不借助于资本市场,这种跨越式的进步是不可能的。企业如此,国家更是如此。

而我国目前的金融创新基本上还停留在一个逃避利率、汇率管制的阶段,真正从提高资源配置效率的创新还没有起步。其根本的原因是缺乏一个适用于这些自主创新的,支持它的一个资本市场体系。而我国的资本市场还存在着创业板缺失、隐性成本高、缺乏激励机制、融资体系缺少多层次适应性问题,只有深化资本市场改革解决上述问题,给金融创新生长的土壤,才能更好地推动建设创新型国家。

1. 开设创业板、促进自主创新

根据熊比特的理论,科技进步和科技创新是提高劳动生产率和经济增长的关键。在我国资源贫乏,工资水平持续上升的情况下,传统的靠廉价劳动力和低成本违规攫取资源投入的经济增长方式难以为继。因此要走可持续发展的道路,要建设资源环保型社会,就必须大力支持科技的自主创新,推出对高新技术企业提供资金支持的创业板市场迫在眉睫。

美国经济成功转型的一个重要因素,就是以硅谷为代表的高新技术产业与以华尔街为代表的风险投资和资本市场紧密结合,即“硅谷模式”;印度用比我国低得多的要素投入换来了比较高的经济增长,这些跟美国的纳斯达克市场和印度的创业板市场是有关系的。微软公司的发展历程表明,资本市场对高科技企业的成长壮大起了至关重要的作用。

微软于1986年在纳斯达克上市。上市前的总收入、营业利润和净利润分别为1.4亿美元、0.41亿美元和0.24亿美元,到2004年分别增至368亿美元、90亿美元和81亿美元,年均增长在30%以上。微软在1994-2003年的10年间共增发19.72亿普通股,进行了60次并购和140次投资,使其总资产和净资产分别增长了15倍和14倍。美国经济之所以强大并保持旺盛的生命力,尤为重要的是它有一个以强大的资本市场为主体的高效的金融体系,这个机制赋予了它不断产生新的微软和比尔·盖茨的能力。

而我国遭遇经济增长瓶颈,边际收益递减,这与我国自主创新能力不高是有直接关系的。从金融的角度分析,就是至今仍缺少创业板这样为高新技术企业提供资金支持的外部环境。这使得我们有技术含量的、有增长前景的企业,往往都跑去美国的纳斯达克、香港的创业板去上市。可以说,资本市场支持的滞后,是导致我们自主创新欠缺根本的原因之一。

资本市场对科技创新型企业成长的支持是通过创业板市场,为风险投资和创业投资提供退出机制来实现的。高科技创新型型企业具有高投入、高风险、高回报的特点。初期投入大,但其收益又具有极大的不确定性。因此,在这些企业发展初期,不光是难以获得银行贷款,传统的资本市场的潜在投资者也难认同其投资价值。因此只有依靠创业投资和风险投资。但这些资本的加盟,必须有风险分担的退出机制,即一旦高科技企业“孵化”成功,达到一定的规模,具备了一定的成长性和投资价值后,必须通过创业板市场上市,使得创业投资者能够顺利退出并获得高额回报。没有这样一个机制,创投基金和风险基金就很难在前期对企业进行投入。

2. 降低隐性成本、健全激励机制、降低海外上市冲动

2004年全年共有44家内地企业,在香港上市,共筹集资金1140亿港元,占全年集资总金额的41%。而同期内地市场融资总额仅仅626.7亿元,香港市场融资额几乎是内地市场的两倍。2005年以来,在股权分置改革暂停IPO的影响下,内地更多优质公司选择了在海外上市,其中最为显著的是金融板块的建设银行和交通银行,另外中国银行和工商银行在港上市也已为时不远,加上今年在港上市的神华能源股份和2005年上市的平安保险,大型

优质企业海外上市有加速的趋势,以至于有一种说法,说香港市场已经成为中国的主板市场、创业板市场,内地市场则沦为二板市场、三板市场。

这反映了国内资本市场的落后。大型国企并不缺钱,只是要引进一个先进的公司治理机制,比如清晰的考核、规范的董事会经理层、合理的制度、有效的股权激励。在国内市场发行的不确定性、漫长的等候过程中还可能存在一些不透明的可能导致腐败的因素,加大了其隐性的成本。从企业的选择可以看出来,我们的资本市场平台还不够完善。金融创新要加强发行环节的创新,要有市场化的定价,还要做一系列工作,要更多地交给市场来完成。

企业做上市选择是一个基本的成本收益分析。如果仅仅从显性成本的角度看,在海外上市成本相对较高。国内上市存在隐性成本,这包括上市过程具有不确定性、持续时间长、持续融资难度大等等。而在成熟市场,上市时间较短,持续融资也往往只要董事会通过就行。

很多中国内地的优质企业到海外上市不是因为急需融资,也不是为了提高国际影响力,而是想利用上市公司这个治理机制,以及与之配套的期权激励、并购重组功能等。然而在很长一段时间内,我国的资本市场环境并不合适股权激励、并购重组等治理结构的成长,甚至用来进行激励的股权也不知从何而来,并购重组在行政管制下使得市场缺乏活力,这也是那些急于获取良好治理结构的企业远走海外的重要现实原因之一。随着股权分置得以顺利进行,相信股权、期权激励方式将变得现实、有效。

3. 建设多层次资本市场、推动资本市场组织结构的创新

资本市场是为企业服务的,企业的多样性从根本上决定了资本市场应当是多层次的,而不应当是当行政管制下的单一模式。企业的经营和发展是分阶段的,因此融资需求是有差异的,这就必然在客观上要求资本市场体系具有一个完整的多层次结构。

一般来讲,企业的生命周期包括四个阶段,即创设期、成长期、成熟期和衰退期。我国在企业的成长期和成熟期的贷款环节还算比较发达,但是在企业的创设期以及重组、调整时期的金融服务很少,甚至很多地方是空白的。如果企业创业或者重组、并购时没有资金支持,自主创新就会很困难。创业

期需要风险投资介入,对于重点行业起步阶段还需要有政府补贴。股权分置改革顺利完成,实际上为大规模的企业并购浪潮提供了可能性。要解决并购过程中的融资问题,就对资本市场的金融服务水平提出了更高的要求。一旦形成这样比较完整的生态链,就能促进国家自主创新能力的不断提高。反过来讲,国家自主创新能力提高,也能为资本市场提供源源不断的新鲜血液,使广大投资者能够分享国民经济增长的成果,形成良性循环。

多层次资本市场的发展过程,本身就是对原来形成的单一资本市场体制的突破和制度创新。因此,我们需要加快包括创业板市场、代办股份转让系统、OTC市场等在内的多层次资本市场建设,更好地为我国的科技创新和经济发展服务。同时,“十一五”期间,我国资本市场在规模、品种上都应该有质的飞跃,比如大力发展债券市场尤其是企业债以及权证、股指、期权等众多衍生产品。

4. 明确金融监管预期、创造良好创新环境

根据世界银行的统计,我国从1989年之后,在国际上就是一个资本的净流出,这也是本土资本市场发展滞后、区域边缘化的一个表现。内地资本市场的边缘化已经为我们敲响了警钟,要从根本上解决问题,最根本的是要对国内资本市场的游戏规则进行根本性的改造,建立起使所有市场参与者都能从经济增长中公平地获得收益的机制。

对于金融创新来说,一个好的监管环境非常重要。金融创新往往表现在逃避管制、绕开管制,对此监管有两种选择,一种是管得更紧,不断增加监管的成本;一种是引导市场,给它一个创新的空间。我们现在金融监管还存在一个问题,就是监管的预期不明确,金融创新很难分清合规与否。不少金融创新可能都是以绕开行政法规审批规定等为最初目的,这并不能构成监管者消灭这些创新的理由,而应当成为改进监管方式的推动力。保持一套清晰、透明、公开的金融创新监管规则和程序,减少金融创新过程中的人为干预和随意性,这样才会给予金融创新主体一个清晰的创新预期和稳定的创新环境。另外,目前的金融创新往往横跨两个或者三个金融领域,而现在相对分立的监管架构很难协调。最终市场最知道市场的需求,监管者始终是远离市场的,所以,法不禁止即可行,应把活力交还给市场。

参考文献:

- [1] 中共中央关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划的建议.
- [2] 关于制定国民经济和社会发展第十一个五年规划建议的说明.
- [3] 巴曙松. 如果没有金融 科技创新将会怎样[N]. 国际金融报.
- [4] 周正庆. 清欠可先于股改 让高新技术企业先 IPO[N]. 证券时报,2006-02-27.
- [5] 周小川. 解读“十一五”金融体制改革路径[N]. 经济参考报,2006-02-17.
- [6] 祁斌,等. 资本市场与自主创新国家战略[J]. 21世纪经济报道.
- [7] 董道驰. 资本市场将助推创新型国家建设[N]. 上海证券报,2006-02-07.
- [8] 吴晓求. 十一五金融体制改革包含五方面内容[EB/OL]. 新华网.

(责任编辑:刘同清)

A Survey of the Motives of the Financial Reforms of Our Country from an Overall Perspective of the Eleventh Five-Year-Programming

BA Shu-song

(Department of Financial Research, Development Research Center of State Council P.R.China, Beijing 100036)

Abstract:In the eleventh five-year-programming of national economy and social development, the economic development strategies of quickening the strategic adjustment of the economic structure and enlarging the domestic demand have been put forward. And the policies of promoting autonomous innovation and building up an innovation-oriented country have been formulated. Around these two major themes, the financial reforms of our country in the following five years will be intensified gradually.

Key words: enlarge the domestic demand; independent innovation; financial reform