

改革之路

中国金融体系变革的规模和范围将会对全球产生重大影响。

鸣谢：文章改编自报告《笼中之虎：亚洲金融体系改革》。报告的作者：Warren Hogan，澳新银行首席经济学家；Glenn Maguire，亚太区首席经济学家；刘利刚博士，大中华区首席经济学家；Peter Munckton，澳新银行顾问。

中国经济日益完善，比以前更加依赖内需。但是，中国对金融体系（包括不断增长的影子银行）的监管却在收紧。这表明，中国的金融体系亟需改革。

中国政府明白这一点，而且在近期重申了中国需要进一步推动金融自由化。但由于其规模庞大，中国金融体系变革的规模和范围将会对全球产生重大影响。

中国的金融变革

目前，银行业主导着中国的金融行业，其银行业的规模类似于许多发达经济体。但中国的资产管理（养老基金，互惠基金保险业）和资本市场的规模则比较适中。

中国的银行系统一直以来向储户提供较低的利率，并优先向大型公司尤其是国有企业（SOE）提供贷款。中国的银行与大型公司的密切关系反映了以下几个因素：多数国有企业拥有强大的商业地位、大型国企拥有隐性的政府担保以及对政府有较大的影响力。

不过，中国对目前效率低下的金融体系已有清晰的认识，其中包括：

- 中国经济更加需要依赖内需。随着内需在中国经济中扮演着越来越重要的作用，金融体系需要为消费者和中小型企业提供更完善的金融服务，让他们获得贷款或更高的储蓄收益；
- 随着经济体的价值链的升级，公司将需要更多复杂的金融工具来帮助管理日益复杂的国际化金融安排；
- 金融改革通常始于私人市场。私营部门创新以及不断改进的技术将会提高金融服务的效率和可获得性。

1997年的亚洲金融危机突出了金融体系结构不合理所带来的问题。由于僵化的汇率制度和影子资本市场，货币和期限的错配造成了这次金融危机。

尽管中国的银行体系因其封闭的资本账户避免了亚洲金融危机的负面影响，但中国仍迅速采取了行动，处理其严重的不良贷款（NPL）问题。不过，持续的推进重大变革近些年已变得越来越迫切。过去几年中国的贷款增长了25%，这一数字令人震惊，且达到了难以为继的程度，这主要是受到了全球金融危机的影响，在这种情况下，银行业易受到周期性经济低迷的影响。

因为中国的银行仍然主要为国家所有，因此政府必须承担未来不良贷款爆发的财政责任。尽管中国的债务水平相对较低，不良贷款在可控范围内，但是中国仍将需要推进新一轮的私有化，并亟需发展一个流动而成熟资本市场，以帮助分散金融体系的风险。

影子银行

影子银行业的迅速扩张是当前中国金融体系面临的主要问题。当前影子银行的规模约为 15-17 万亿元人民币（2.4-2.8 万亿美元），约占正规银行体系资产的 12-13%，占中国国内生产总值（GDP）的三分之一。中国的影子银行主要为三种形式：

- 地下钱庄。未受正规银行系统监管的个人和企业的借贷活动；
- 信托产品，通常提供远高于银行存款利率的利率，但具有更高的信贷风险；
- 银行和其他金融机构提供的理财产品（WMP）。理财产品通常提供较高的利率，但旨在绕过存款利率监管。

尽管影子银行系统具有更高的风险和收益，但它可以提供一些经济有效的服务。大量的影子银行活动可能会导致金融体系的风险增加，并降低政府政策的有效性。

影子银行系统在金融体系受到严格监管时通常会出现强劲增长，这也是 1945 年之后的许多年里澳大利亚银行体系的一个特点。当时，金融中介的数量在银行业之外不断增长。1983 年金融业解除管制之后，银行业才获得市场份额的增长。

地方政府债务

地方政府债务不断增长是中国金融体系所面临的另一个风险。地方政府近年来一直在增加支出，不过，不断增长的支出并没有与相应的收入增长相匹配。

更高的借贷需求部分是通过银行系统满足的。另外，由地方政府融资机构发行的所谓城投债券在近年也出现了飙升。这些产品并没有完全计入地方政府的债务，并且给投资者带来了额外风险。地方审计署的数据显示，地方政府债务规模达到了 17.9 万亿元人民币，其中包括 7 万亿元的或有债务。

我们认为，政府可以采取一些政策手段来应对地方政府的财政风险。中国地方政府的债务大部分与基础设施融资有关，基础设施的私有化将能够大大降低债务水平。另外，地方政府还拥有国有企业和商业银行的资产，也可以对它们进行私有化，以降低债务。地方政府的融资安排还可以通过让它们直接发债来改善。

强化金融系统

中国的金融体系在多个关键方面仍处于发展的初期阶段。2013 年世界经济论坛的一份报告将中国的金融发展指数排在第 23 位（共计 62 个国家）。尽管中国在提供金融服务方面做得不错，该报告认为中国在体制和商业环境基础方面相对较弱。

上述结果与世界银行的经商便利度报告（Ease of Doing Business Report）相一致。尽管中国近些年在此方面已取得了巨大的进步，但世界银行报告在整体上仍将中国排在低位。中国需要在机构发展和企业管治领域进一步改进，以发展出一个世界一流的金融体系。

随着中国人均收入的增长，金融机构在管治和品质方面降（或者已经）得到改善。相应的法律、管治和基础设施建设对建立世界一流的金融体系至关重要。

债券市场

我们还需要在金融行业的特定领域开展工作。例如，影响中国债券市场流动性的若干最重大的问题

都是供给方面的问题。在收益曲线上，尤其是收益曲线上的长期利率，我们看到的多是相对有限且不太频繁的政府借贷的利率，这一现象表明了基准利率的缺失，这进一步阻碍了通常根据国债收益曲线来定价的企业债券市场的发展。

监管分割和法律禁止也限制了中国企业和地方政府债券市场的发展。阻碍固定收益市场发展的其他因素包括法律和监管障碍、债券期货市场的缺失和落后的央行回购市场。我们还需要解决缺少具有公信力的评级机构的问题，同样还需要解决发行人不愿意披露太多金融信息的问题。

最后，大型国内机构投资者群体的匮乏阻碍了市场流动性和相关基础设施的发展。而中国限制金融市场上的国际投资者的影响也进一步阻碍了这样一个投资群体的形成。

上海自由贸易区扮演领先角色

上海自由贸易区引领金融改革和资本账户开放。上海自由贸易区计划建立一个开放的地理区域，该区域不仅允许商品的自由流动，还允许资本和人力资源的自由流动。

上海自由贸易区项目的关键是向外资开放服务业，它将中国服务业与国际接轨。同时，上海自由贸易区还要求进一步开发资本账户，它将给当前的资本账户体制、外汇和利率管制机制带来新的挑战。

银行管理制度还将要求新的金融监管模式。上海自由贸易区将扮演中国利率和汇率开放、人民币自由兑换和国内金融机构海外业务管理的试验场。若获得成功，试点将逐步扩大至更多区域。

加速改革

中国政府意识到对金融体系和更广阔经济领域进行改革的需要。在最近的第十八届三中全会上，中国政府宣布了3个重大改革方向：

- 进一步推进市场化改革。这可能意味着能源、水资源、土地价格和工资的开放。另外，多个领域也将加快金融改革；
- 政府宣布，私营和国有企业将成为中国经济发展的基础。这表明民营企业主将有更大机会寻求发展空间；
- 最后，司法独立将会加强。

上述原则将渗透到经济体多个领域的改革，并会对金融体系的成长和发展方向产生重大的影响。在银行业和金融方面，将有以下几方面的改革：

- 市场化汇率决定机制加速发展、利率开放及反映市场供需的国债收益曲线获得改善；
- 允许有够资格的私人资本设立中小型私人银行；
- 加快自由贸易区以及内陆和边境区的发展，重点发展上海自贸区。

资本市场是改革的关键

中国资本市场的开放是国内所有改革议程中最重要的议程。中国的储蓄相当于GDP的一半。其贸易顺差使得中国成为单个最大的世界经济资本提供者。现在，这一资本主要为央行购买美国国债。随着中国金融体系的开放，这一顺差将会越来越多地由个人和私人机构而非由官方机构来进行配置。从规模上来看，因为中国在该地区金融市场上的权重最终应与其GDP和贸易权重相匹配，所以中国的资本账户开放将成为该区域金融一体化的中心任务。

资本账户不能在孤立的状态下开放，还必须改变政策机制，包括资本流动、国内货币政策目标和外汇机制，并让其互相协调。如果政策机制不能协调，资本大量流动的风险将增加。资本激增可能会突然减少，从而对经济尤其是银行业造成严重干扰。

在资本账户开放顺序方面，一般认为，中国会追求最佳实践方法，即在资本流出之前允许资本流入，在使用短期资本工具之前允许使用长期资本工具，在间接投资之前允许直接投资以及在零售资本流动之前允许机构资本流动。

中国是“亚洲世纪”这一故事的中心，但是其本身也是一个故事。中国经济机器上运行的零件的数量令人生畏。尽管政府的最终的目标越来越明朗，但是其通向这一目标的道路仍有待商榷。

决定性的改革取得成功

20 世纪 90 年代末，中国银行系统的不良贷款率约为银行总资产的 30—40%。在政府对银行存款担保的支持下，中国某些银行已技术性破产。之后，受 1997 年亚洲金融危机的影响，朱镕基总理当政时期的政府实施了根本性的改革。他允许出售中小型亏损国企，还设立了附属于中国农业银行、中国银行、中国建设银行和中国工商银行这四大国有商业银行的四家资产管理公司。

不良贷款被划分出来后，四大商业银行利用财政部注入的资金进行了再融资。之后，中国四大商业银行在上海和香港股票交易所进行了上市。此外，从投资者处筹集的资金被用于对国有资产进行资本注入。

上述政策取得了巨大的成功。多家全球性银行成为了中国四大国有商业银行的股权持有人，他们的入股强化了企业管治。健康的国有银行系统提供了 4 万亿元人民币（5,750 亿美元）的财政刺激资金，帮助中国度过了全球金融危机最糟糕的一段时期。