

金融体系改革需解决五大关联问题

□中国社科院金融研究所 王国刚 林楠

金融体系是以金融产品交易为基础的由金融制度、金融机制、金融市场、金融机构和金融监管等构成的有机系统。金融体系改革是指，直接涉及到金融体系内各个方面体制机制转变和金融发展方式转变的具有总体性质的改革。毫无疑问，金融体系改革的措施，不是指金融领域中的某个单项改革，而是指具有“牵一发动全身”的重大改革，它具有明显的方向性、战略性和全局性。

一、金融体系改革的基本内涵

十八届三中全会《决定》强调，经济体制改革要“紧紧围绕使市场在资源配置中起决定性作用”这一实质性问题而展开。金融是现代经济的核心。马克思曾说过，资金是经济活动的第一推动力。金融资源不仅是各种经济资源的重要构成部分，更重要的是，在现代经济运行和发展中，金融资源配置的取向、格局和方式直接引导和制约着其他经济资源的流向、流速、布局和效率。从这个意义上说，金融体系改革不仅是整个经济体制改革中不可或缺的组成部分，而且对经济体制改革的方向、进程和成效等有着至关重要的机制作用。

金融体系改革与经济体制改革的内在关系决定了，一方面金融体系改革应紧紧围绕经济体制改革的取向、重心和内在要求而展开，应紧紧围绕中国经济发展（尤其是经济发展方式转变）的客观需要而展开，因此要始终坚持服务于实体经济运行和经济发展这一基本点；另一方面，金融体系改革又必须充分发挥经济改革中的先导作用，在充分发挥市场机制的基础上，通过调整和改变金融资源配置的取向、流速和格局，引导其他经济资源的配置状况调整和改变，提高资源配置的整体效率，由此，既充分反映金融在现代经济中的核心作用，又充分体现市场在配置资源方面的决定性作用。

在十八届三中全会《决定》中，发挥市场在资源配置中的决定性作用，对应于“更好发挥政府作用”而言，强调的是要处理好政府与市场的这一经济体制中的核心问题。在金融改革中，这一核心问题也是存在的，同时由于金融领域中盛行审批制，这一问题更加突出更加严重。就此而言，金融体系改革需要正确处理好货币政策调控、金融监管与充分发挥金融市场在配置金融资源方面决定性作用之间的关系，凡是市场机制能够发挥作用并且能够解决的问题，应交给金融市场去解决，不应由货币政策和金融监管代劳，以改变政府部门越位、缺位和错位等问题。

但在中国金融体系改革中还存在另一个特殊且突出的问题——间接金融为主的体系。所谓间接金融为主的体系，是指金融运行和金融发展中的各种金融资源主要通过商业银行等金融机构运用存贷款机制进行配置的格局。截至2014年9月，中国金融90%以上的资源通过商业银行等金融机构运用存贷款机制（或类似于存贷款机制，如信托、银信合作、银证合作、银保合作等）进行配置，由此提出了金融体系改革中一个根本性问题：充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，在金融体系改革的方向上，是走一条继续坚持间接金融为主从而依然由商业银行等金融机构发挥配置金融资源的决定性作用之路，还是走一条改革间接金融为主的体系，从而发挥金融市场在配置金融资源方面的决定性作用之路？如果是前者，实际上谈不上金融体系的改革，所涉及到的主要是一些单项金融改革的内容；如果是后者，则金融体系改革的过程将是金融体系重新再造的过程，它将深刻影响到金融体系的各个方面面。

有关金融体系是商业银行主导还是资本市场主导（或称为“是以银行为基础还是以市场为基础”）的讨论，始于20世纪70年代末的美国金融创新。此前，美国金融体系中商业银行等金融机构配置的金融资源占主体地位；但在上世纪80年代金融脱媒的背景下，随着直接金融的快速发展，以银行信用为基本机制的存贷款在金融总资产中所占比重快速降低，美国金融业界（包括实务界和理论界）提出金融体系向何处去的问题。一些人认为，商业银行等金融机构在吸收存款中处于硬约束状态，在发放贷款中处于软约束状态，这决定了它们将是20世纪的“金融恐龙”（即行将灭亡）；另一些人强调，商业银行等金融机构应加快业务转型以适应资本市场的发展。此后30多年，美国商业银行等金融机构贴近资本市场发展的内在要求，积极展开产品创新，有效实现了资产结构调整、业务转型和盈利模式的转变，构建了以资本市场为基础，以商业银行为主导的现代金融体系。

在欧洲大陆，进入上世纪80年代以后，以德国为代表的商业银行也在快速实现资产结构调整、业务转型和盈利模式转变。在存贷款占比快速降低的条件下，积极拓展非生息业务，充分运用各种金融机制，根据客户要求变化和资本市场发展要求，将业务重心转向了存贷款之外的各种金融产品运作，在专业化的基本上建立了全能银行业务模式。

中国尽管从上世纪90年代后期就提出了，要大力发展债券，提高直接金融比重，但15年来，间接金融为主的金融格局并无根本改变，且有越加严重的趋势。近年来，这种以银行信用为基础、以存贷款为主体的金融体系缺陷暴露得更加突出，不仅引起了经济和金融运行中的一系列矛盾和弊端，而且给经济社会的健康可持续发展留下了一系列严重的隐患，为此，间接金融为主的金融体系已到非改不可的程度了。

中国的金融体系改革，要发挥资本市场在配置金融资源方面的决定性作用，由此，必须改变以银行信用为基础以存贷款为主体的间接金融架构，建立以“直接金融为主、间接金融为辅”的现代金融体系。

中国金融体系改革总体思路应具有理论性、前瞻性和可操作性。金融体系改革涉及到众多方面的调整，相当复杂。从中国经济社会发展（尤其是经济发展方式转变）的要求来看，从与发达国家的金融体系对比差距来看，中国金融体系改革需要同时解决好五个相互关联的问题：

第一，货币政策调控机制从直接调控为主转变为间接调控为主，从“重需求管理”转向“需求管理与供给管理相协调”，建立宏观审慎政策体系。

长期以来，中国的货币政策主要实行的是，建立在行政机制基础上的直接调控模式。这种调控模式有着三个特点：其一，刚性调控。强制性是行政机制的一个主要特征，这决定了在货币政策调控中运用行政机制，相关的调控措施具有明显的刚性。中国货币政策调控中的法定存款准备金率调整、存贷款基准利率调整、新增贷款规模的管控等均采取了行政机制予以贯彻实施。在这些调整中，人民银行的交易对手方均无选择的余地。近年来所实行的一系列对各类存贷款金融机构的差别化调控措施，更是体现了行政调控的非一致性特点。

其二，数量调控为主。中国每年的货币政策调控目标基本以货币投放数量界定。虽然近年来公开披露的中间目标大多为M2的增长率，但内部调控依然严格实行新增存款数量的行政管制。2010年以后，这种数量调控借助于电子技术有着更加细化的趋势，甚至落实到了

每月每天的境地。这固然与利率体系不完善相关，但与人民银行缺乏进行价格调控所需的可调度资产也直接相关。其三，涉及范围不断扩大。货币政策属于总量政策，但中国的货币政策通过运用行政机制，直接扩展到了所谓的“结构性调控”范畴（其中包括房地产调控、债券发行方式和对象、具体的信贷政策等），使得货币政策调控范围扩展到总量关系之外。金融体系改革，要求建立发挥市场机制在配置金融资源方面的决定性作用，这在客观上就要求，改变主要运用行政机制进行直接调控的货币政策操作方式，充分尊重市场规则的基础上，运用符合市场机制要求的操作工具，更多地运用价格机制实现货币政策的调控目标，变直接调控为间接调控。

货币政策属于需求总量政策，其重心也在于调控需求总量，但经济运行和经济发展中，总需求受到总供给的严重制约。换句话说，离开了总供给来讨论总需求是没有意义的。如果货币政策仅仅停留在进行需求总量的调控，将给经济和金融运行带来一系列严重的后果。在宏观经济政策中，财政政策更侧重于供给总量的管理，为此货币政策调控应特别重视与财政政策的配合，实现需求总量与供给总量的协调。从这个意义上说，实现货币政策调控机制改革的一个重要内容是，强化货币政策调控与财政政策调控相协调，货币政策操作应从“重需求管理”转向“需求管理与供给管理相协调”。

第二，形成有效的市场价格基准。健全反映市场供求关系的国债收益率曲线，形成金融产品价格的市场基准；加快推进利率市场化，建立健全由市场供求决定利率的机制，建设完善的市场利率体系和有效的利率传导机制；完善人民币汇率市场化形成机制，增加外汇市场的参与者，减少人民银行对外汇市场的常态式干预；在这些条件基础上，形成人民银行运用价格机制调控金融运行走势的新格局。

市场在配置资源方面的决定性作用主要通过价格机制来实现，在金融体系内也不例外，金融产品价格体系是否正常有效就成为能否充分发挥市场机制作用的关键。在金融产品价格体系中，反映市场供求关系的国债收益率曲线占据着市场基准的地位，它的完善程度直接决定了金融产品价格体系的完善

金融体系改革是否成功可以从不同角度进行衡量判别，从金融角度看，主要的衡量标准可以考虑包括如下十方面内容。

其一，货币政策调控方式是否有了明显改变？其中包括：运用存贷款基准利率和行政管控新增贷款的状况是否已经消解，人民银行是否已经主要依靠运用利率政策、汇率政策等符合市场机制要求的间接调控手段来实现货币政策目标，货币政策与财政政策的协调程度是否明显提高，宏观审慎监管政策体系是否形成等。

其二，金融体系运行是否有效降低实体企业的融资成本，同时提高了各类资金供给者的金融资产收入水平？应当清醒地认识到，金融体系改革提高效率方面的衡量标准，不能以商业银行等金融机构的营业收入水平、业绩水平（如利润率）等经济指标是否提高为标准，而应以实体经济部门的经济效率为标准。

具体来看，一是，应有效降低实体企业融资成本，不仅包括有效降低大中型实体企业的融资成本，而且应当包括有效缓解小微企业的融资难（包括融资渠道窄、融资数量少和融资成本高）问题，从而使实体企业的融资渠道明显拓宽。具体指标的判别是：在实体企业融资总量中贷款所占比重明显降低，小微企业的融

程度。但迄今为止，中国的金融产品价格中，作为市场基准的依然是存款基准利率，国债发行利率通常高于同期存款利率，国债交易市场中的收益率也受到存款基准利率调整的严重影响。要改变这种状况，一方面需要加快利率市场化改革步伐，给资金供给者（主要包括城乡居民和实体经济）更多的金融产品选择权，使他们拥有在存款市场上和贷款市场上与商业银行等金融机构竞争的能力，促使存贷款利率在市场竞争中形成；另一方面，需要加强货币政策与财政政策的协调，推进短、中、长各种期限的国债发行（且数额能够满足金融交易的需要），加快国债交易机制的完善，由此，促使“反映市场供求关系的国债收益率曲线”健全和完善，形成完善的市场利率体系和有效的利率传导机制。

对一个开放型经济而言，货币政策的价格调控机制由利率政策和汇率政策所构成。其中，利率水平和汇率水平相互影响相互依存，并由此将国际金融市场的各种因素带入中国境内，影响着中国的经济和金融运行态势。要形成间接调控为主的货币政策调控机制，面对中国正步入开放型经济的发展要求，必须进一步完善人民币汇率市场化形成机制，改变人民银行在外汇市场中作为主要的购买者状况，通过外汇管理体制机制的改革，对内对外开放外汇交易市场，有效增加外汇市场中的境内外参与者（尤其是境内外的外汇买入者），弱化人民银行对外汇市场的常态式干预。

第三，在金融脱媒的条件下，有效推进商业银行的业务转型，明显降低生息业务比重，提高综合经营比重。切实降低实体企业的融资成本和提高城乡居民的金融财产收入水平，分散金融风险。

在历史发展过程中，金融信用由商业信用、银行信用和市场信用三种类型构成。但长期以来，中国的金融体系建立在银行信用的基础上，它借助于存贷款创造资金的功能，一方面支持了改革开放35年来经济快速发展中所需资金的支持，使得中国没有陷入一些发展中国家在经济起飞时所面临的贫困陷阱，因此功不可没；另一方面，又严重限制了实体企业和城乡居民的金融产品选择权，严重限制了商业信用和市场信用的发展，不仅使得金融产品价格体系长期处于不合理的扭曲状态，难以充分发挥市场在配置金融资源方面的决定性作用，而且使得国民经济各项活动建立在债务关系基础上，债务风险持续累积。三个突出的现象是：其一，债券在理论上和海外实践上都属直接金融范畴，但在中国它成为了间接金融产品。2000年以来，中国债券余额数量增长了7倍左右，但商业银行等金融机构并未感觉到金融脱媒的任何影响（更不说“挑战”和“威胁”了）。债权数额的增加，并没有引起存贷款利率市场化改革进程的加速和商业银行等金融机构业务转型的加速，更没有引起市场信用和商业信用的有效发展。其二，商业银行等金融机构成为嵌入在资金供给者和资金需求者之间的卖方垄断机构，

一方面以低廉的利率从城乡居民、实体企业和其他资金供给者手中获得资金，另一方面，以昂贵的利率将这些资金贷放给实体企业，从中获得高额的利息收入。2014年6月，“各项存款”余额达到113.6万亿元，按照存贷款基准利率的利差3个百分点计算，商业银行等金融机构可获得利息收入3.4万亿元，比2013年底增加3000亿元左右，比2000年底增加了3万亿元左右。2012年底，中央再三强调要降低实体企业的融资成本，但实体企业的融资成本非但没有降低，反而大幅提高。其三，在存贷款机制的作用下，中国的M2数额持续快速增长，货币乘数不断放大。到2014年6月，M2与M0的比值从1999年的8.74倍上升到21倍以上，M2与GDP的比值超过了2倍，给宏观

金融产品创新是否明显增加等。

其五，普惠金融是否得到了充分发展？其中包括：支持服务地方小型金融机构发展、大力发展小额信贷、鼓励金融创新、鼓励互联网金融发展、不断扩大金融服务的覆盖面和渗透率、优化小微企业金融服务生态环境、加强消费者保护等内容。

其六，多层次债券市场体系是否已经形成？其中包括：公司债券发行的注册制是否已经实现，在此基础上，备案制是否已有明确的制度保障；债券交易的无形市场（包括利用互联网进行公司债券交易）是否已经建立；国债发行的期限结构是否已包含短中长各期、规模是否已对金融产品的价格形成有着市场基准的影响力；国债交易是否已形成无形市场，在此基础上，国债收益率曲线是否已经完善从而能够发挥市场基准的作用等。

其七，以交易规则不同为划分标准的多层次股票市场体系是否建立？其中包括：股票发行注册制是否已经实现，股票发行市场和股票交易市场是否已经分立（分立的标志是，它们按照不同的规则分别展开运作）；是否已经建立了以证券公司网络系统为平台、以经纪人为核心的新层次股票市场；是否健全了做市商机制，以维护股市投资者权益，证券公

二、金融体系改革的主要目标

经济调控和货币政策选择造成极大的困难。

要改变货币金融运行中的种种被动局面，走出经济和金融运行中的难局，必须使债券（尤其是公司债券）回归直接金融，利用金融脱媒的机制，迫使商业银行等金融机构业务转型，推进利率市场化进程，既切实降低实体经济企业的融资成本，又切实提高城乡居民等资金供给者的金融财产收入水平，同时分散经济和金融运行中的债务风险。

第四，深化金融监管体制改革，改变机构监管为主的格局，形成功能监管为主的体制机制，以此为基础建立统一协调的金融监管部门机制、中央与地方分层监管体系。

1992年10月，中国证监会的设立标志着以分业监管为特征的专业化金融监管体系建设迈出了第一步，此后于1998年设立了中国保监会，2003年设立了中国银监会，形成了由人民银行、银监会、证监会和保监会（即“一行三会”）所构成的金融监管体系。20多年来，这一金融监管体系在落实金融监管的各项要求，建立金融监管制度，推进金融机构和金融市场发展，防范和化解金融风险，保障经济和金融运行秩序的稳定，抵御国际金融危机对中国金融体系的冲击等方面，发挥积极重要的作用。但同时也存在着一系列亟待解决的内生矛盾，突出表现有三。

其一，在金融产品日益复杂的条件下，依然贯彻着机构监管为主的取向。金融监管以金融产品的交易为重心，在金融交易发展过程中，随着金融创新的不断发展，各种金融产品的内在机制已从单一型转向复合型，突破了分业经营的局限。在此背景下，继续贯彻原先的分业监管的取向，不仅严重限制了金融产品创新的有效展开，而且加剧了各金融监管部门之间监管职能落实中的矛盾。一个突出的实例是，证券投资基金中贯彻着信托机制，在英国等欧洲国家，将这种投资基金成为“信托型基金”。但由于中国信托监管归银监会监管，证券投资基金归证监会监管，两部门之间为了贯彻分业监管，在《基金法》只得将“信托型基金”改名为“契约型基金”。与此对应，中国各种资产管理中也贯彻着信托原则，应由信托监管部门进行监管，但为了避免监管部门之间的监管不协调，这些资产管理大多选择了回避“信托”一词，使得资产管理中九路大军各自按照各自监管部门的要求开展经营运作，处于乱局状态。

其二，各金融监管部门为了支持管辖之下的金融机构，各自为战，画地为牢，出台了一系列相互矛盾或相互竞争的政策措施。例如，2001年《信托法》出台后，证监会与人民银行、银监会等在发展集合理财业务、资产证券化、房地产基金等方面出台了竞争性部门规章；在公司债券市场发展中，国家发改委、人民银行、银监会、证监会等各自审批着管辖之下的机构发债，不仅名目繁多，而且规则不尽相同；在理财产品方面，银行在做、证券公司在做、信托公司在做、保险公司也在做。在这些方面出现了“你做我也做”的情形。

其三，各金融监管部门之间相互掣肘。金融创新和金融发展需要涉及到各金融监管部门之间的相互配合，金融改革的各项措施落实也需要各金融监管部门之间通力合作，但长期以来，各金融监管部门从自身角度出发，在相当一些相关事务上或相互推诿或相互扯皮，出现了一种“你不做我也不做，我不做也不让你做”的情形。

要改变这种状况，发挥金融市场在配置金融资源方面的决定性作用，必须按照金融市场的内在要求，打破机构监管为主的格局，贯彻功能监管为主的取向，实行按照业务条线重新整合金融监管部门。例如，银监会内部不再按照银行机构分类设立监管一部、监管二部等机构，而是按照功能监管要求，设置存贷款业务

监管、同业业务监管等监管机构。在此基础上，重新整合金融监管部门的设置，设立全国性金融监管部门，完善监管协调机制。另一方面，鉴于中国各地的经济和金融活动差别甚大，金融市场发展很不均衡的现实状况，需要根据各地的差异性，按照十八届三中全会《决定》要求，积极发展地方金融体系，在此基础上，“界定中央和地方金融监管职责和风险处置责任”。

第五，推动资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度。资本市场双向开放，是指资本市场对内开放和对外开放相联动的态势。资本市场对内开放是对外开放的基础性条件。所谓资本市场对内开放，关键是要资本市场对境内居民个人和实体企业开放，其中最基本的是，债券发行向资金供给者的主体（即城乡居民和实体经济）开放和债券交易市场向这些资金供给者开放了，才有可能使直接金融产品回归直接金融范畴，在发展市场信用的基础上，推进资本市场的健康快速发展，形成较为合理有效的金融产品价格体系。由此，为资本市场对外开放提供三方面的条件支持。

其一，可交易的产品。资本市场对外开放以有可供境外非居民交易的金融产品为基本点，换句话说，如果没有可交易的金融产品，境外非居民如何进入中国境内的资本市场、进入又有何操作空间？如果中国境内的城乡居民和实体企业尚且没有可交易的金融产品，又如何保障境外非居民进入中国境内资本市场的交易？

其二，金融产品价格的合理运行。资本市场（尤其是债券市场）的交易如果仅局限于金融机构介入，其价格形成机制是有缺陷的，价格水平、价格波动和价格走势等也有着内生不足甚至扭曲。只有在可进入交易市场的各类主体均可自由进入市场从事交易活动的条件下，资本市场的各类产品价格才可能充分反映各类参与者的意愿、供求能力和投资运作预期等。在此条件下，随着合理均衡的价格体系形成，价格形成机制比较符合市场机制要求且规则透明、信息披露充分等，境外非居民才能够充分了解和把握中国境内资本市场的走势脉络，敢于投资这一新兴市场。

其三，金融监管的规范化。在资本市场对内开放程度不足的条件下，金融监管部门可以继续实行机构监管为主的取向，要求金融机构按照监管部门的旨意从事资本市场的各项操作。但在资本市场向城乡居民和实体企业开放的条件下，这种情况就将受到城乡居民和实体企业的身份、数量和投资意愿等的制约，由此，以贯彻行政意图为主的金融监管将改变为以尊重市场规则为主的金融监管。境外非居民长期在国际金融市场中投资运作，既有着比较强的市场意识，又熟悉市场规则，因此比较容易接受尊重市场规则的金融监管机制。

随着资本市场对内开放程度的提高，城乡居民和实体企业充分进入资本市场，展开公司债券和其他金融产品的交易，资本市场对外开放的条件趋于成熟，由此，可以逐步启动资本市场的对外开放程序。在资本市场对外开放中，首先应启动的是债券市场（如国债市场、公司债券市场等），然后，才是股票市场和金融衍生产品市场等。在这个过程中，根据可对开放的金融产品交易次序，逐步开放金融交易的可兑换品种，深化金融交易可兑换程度。

金融体系改革应实现的上述五个方面目标是一个有机统一的整体，它们虽各有侧重，但也相互依赖相互制约，因此，在改革举措的选择中应从这种有机统一角度进行甄别考虑。金融体系改革也是一个复杂且具有全局性的工程，应避免对经济和金融的正常运行产生瞬间的严重冲击，因此要考虑选择有着“滴水穿石”效应的举措，即在渐变中逐步形成巨变的效应。

司的客户群是否已形成等。

其八，人民币资本项目可兑换步伐是否加快？其中包括：转变跨境资本流动的管理方式是否已经实施，是否更加便利地落实实体企业的“走出去”战略？资本市场双向开放，有序提高跨境资本和金融交易可兑换程度等是否已取得明显进展？宏观审慎管理体系下的外债和资本流动管理体系是否已经建立和完善等。

其九，市场化的风险处置机制是否已经形成？其中包括：存款保险制度是否已经建立、商业性保险制度是否完善、金融机构退出机制是否形成等。

其十，金融监管体系和机制是否完善？其中包括：金融监管部门的权力清单（或金融监管的负面清单）是否已经形成；金融监管重心是否已转移到以功能监管为主；金融监管部门之间的监管举措是否协调从而监管合力是否形成；金融监管举措与货币政策调控机制要求之间是否协调；是否建立了防范和化解系统性风险、区域性风险和大而不倒等机制。

需要强调的是，上述金融体系改革的衡量判别的标准只是基于现阶段提出的一些设想，因此是初步的粗浅的，随着相关研究探讨的深化和实践的深入，这些衡量判别标准不仅将更加具体化，而且将发生新的调整。

三、衡量金融体系改革成效的主要标准

金融产品创新是否明显增加等。

其五，普惠金融是否得到了充分发展？其中包括：支持服务地方小型金融机构发展、大力发展小额信贷、鼓励金融创新、鼓励互联网金融发展、不断扩大金融服务的覆盖面和渗透率、优化小微企业金融服务生态环境、加强消费者保护等内容。

其六，多层次债券市场体系是否已经形成？其中包括：公司债券发行的注册制是否已经实现，在此基础上，备案制是否已有明确的制度保障；债券交易的无形市场（包括利用互联网进行公司债券交易）是否已经建立；国债发行的期限结构是否已包含短中长各期、规模是否已对金融产品的价格形成有着市场基准的影响力；国债交易是否已形成无形市场，在此基础上，国债收益率曲线是否已经完善从而能够发挥市场基准的作用等。

其七，以交易规则不同为划分标准的多层次股票市场体系是否建立？其中包括：股票发行注册制是否已经实现，股票发行市场和股票交易市场是否已经分立（分立的标志是，它们按照不同的规则分别展开运作）；是否已经建立了以证券公司网络系统为平台、以经纪人为核心的新层次股票市场；是否健全了做市商机制，以维护股市投资者权益，证券公