

以公司债券为抓手 推进金融回归实体经济*

王国刚

〔摘 要〕改革开放 35 年来,中国建立了外植型金融体系,它有着积极意义,但也存在一系列弊端。要发挥市场机制在配置金融资源方面的决定性作用,必须改革中国金融体系,使其回归实体经济。金融回归实体经济的真实含义是,扩大实体企业和城乡居民的金融选择权利,使他们能够与商业银行等金融机构在金融市场中展开价格竞争。公司债券具有可替代存贷款、改善资金错配、推进实体企业债务率降低、推进商业银行业务转型和缓解小微企业的融资困难等一系列功能。应以公司债券作为金融回归实体经济的政策抓手,推进金融体系的改革深化。

关键词:公司债券 金融发展 实体经济

JEL 分类号:E44 G10 P34

中共十八届三中全会指出,经济体制改革核心问题是处理好政府和市场的关系,使市场在资源配置中起决定性作用,完善主要由市场决定价格的机制,更好地发挥政府作用。从金融角度看,就是要发挥市场机制在配置各种金融资源方面的决定性作用,完善金融产品价格主要由市场机制决定的金融体系。这不仅切中了中国金融体系和金融市场的时弊,指明了金融改革的方向和重心,而且指明了中国金融发展和金融创新的方向和重心。

中国金融历经几十年的发展,取得了举世瞩目的成就,但也存在着一个严重的缺陷,即金融体系脱离实体经济的状况越加明显。多年来,金融监管部门和社会各界着力探讨的金融改革大多属于单项改革范畴,其中包括了人民币存贷款利率市场化改革、建立存款保险制度、商业银行业务转型、资产证券化、加快资本市场发展、加大资本账户开放程度和人民币汇率改革等等,基本没有从国民经济角度论及金融体系的改革。但实际上,发端于 20 世纪 70 年代末的中国金融体系,对实体经济而言,是一种外部植入型金融体系。它几乎剥夺了实体经济部门的各项金融权利,成为既位于实体经济部门之外又不断从实体经济部门中获取养分的一个自我循环体系。在美国金融危机的背景下,金融服务于实体经济的呼声愈加强烈,可是,中国的外植型金融体系脱离实体经济的状况却继续加重。中国经济发展正进入一个新的历史时期,随着中国(上海)自由贸易区试验区的建立,改革开放也迈入了一个新的阶段,由此,改革外植

* 王国刚,《金融评论》主编,中国社会科学院金融研究所所长,研究员,博士生导师。

型金融体系,推进金融回归实体经济,建立内生型金融体系,已是必然。

一、金融体系内生于实体经济

打开任何一本《宏观经济学》都可看到如下表述:在两部门模型中,居民(或家庭,下同)部门是资金的盈余部门,实体企业(或厂商,下同)部门是资金的赤字部门,为了支持实体企业创造财富、维持经济运行,资金就应从居民部门流向实体企业部门,由此,在经济运行中,居民部门是资金的供给者,实体企业部门是资金的需求者,金融活动原本就在他们之间进行。在此有三个需要细化的问题:第一,居民部门的资金是如何提供给实体企业部门的,或者说,实体企业部门是如何获得居民部门的资金的?最初,居民部门主要通过股权投资、资金借贷等方式将资金投入实体企业部门;随着金融关系的发展,居民部门通过购买债券、股票等证券将资金提供给实体企业部门;再后,随着这些金融活动规模逐步扩大,商业银行等金融机构建立,在上述渠道继续发挥作用的条件下,居民部门又通过存款等路径将资金提供给实体企业部门。由此可见,居民部门和实体企业部门原本就拥有金融权。第二,实体企业部门之中是否存在资金供求关系?在实体企业之间存在着由商业信用支撑的商务往来关系。在货物与钱款的交付中,由于时间和空间分离,自然存在着先付款后发货或者先发货后付款的现象,由此,商业本票、商业期票和商业汇票等金融产品应运而生。由于实体企业购买的一部分大型设备并不日夜使用,有些实体企业临时性加工某些零部件又需要此类设备,所以,实体企业之间的设备租赁使用现象自然发生;此类现象的进一步扩展,也就有了实体企业间的融资租赁业务。由于某些实体企业有着暂时的闲置资金,与其经营运作相关另一些上下游实体企业却缺乏资金,由此,在商业信用和互利基础上的实体企业间发展起了资金借贷关系。此外,实体企业之间的资本投资、债权并购、股权并购和项目融资等等也在市场发展逐步展开。由此可见,实体企业本来拥有充分的金融运作权利。第三,实体企业部门是否存在资金回流给居民部门?居民以股权方式投资于实体企业,实体企业以股利方式将与收益回报对应的资金支付给居民;居民以债权方式购买实体企业的债券,实体企业到期将与债券本息对应的资金支付给居民。这些现象说明,实体企业和居民作为实体经济部门的主要经济主体,彼此间是存在金融权力和金融活动的。这些金融权力和金融活动从实体经济运行中内在地生成,是实体经济部门运行和发展不可或缺的基本机制。另一方面,随着实体经济部门丰富多彩的发展,这些金融权力和金融活动在不断创新中扩展延伸,越来越趋于复杂和细化。

金融是建立在资产权益基础上为了获得这些权益的未来收益而进行的权益交易关系的总和^①。在经济运行中,资产权益及其收益在本源上指的就是实体经济部门的资产权益及其收益。实体企业向居民出售股票、债券等金融产品之前并不直接拥有与

^① 参见拙文《简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵》,载《金融评论》2011年第2期。

这些金融产品相对应的资金(或资产),通过出售这些金融产品,获得了资金,形成了对应的可经营运作的资产,因此,实体企业实际上出售的是这些资产的未来收益。在此类交易中,居民实际上购买的是获得实体企业经营运作中这些资金(资产)中未来收益的权利。与此对应,股票、债券等金融产品在二级市场中的交易也是为了获得资产未来收益的权利。由于居民投资和实体企业彼此间的投资获得的是资产未来收益,所以,不确定性(即风险)的存在也就在所难免。各家实体企业的经营运作状况不尽相同,有在经营运作中获得资产收益的,也有在经营运作中盈亏平衡从而没有获得资产收益的,还有经营运作亏损的。居民部门人数众多,在风险的喜恶程度上,偏好差别甚大,因此,尽管所有的居民在金融投资中都乐于追求高收益回报,但在投资亏损等风险发生时,也不乏有着坦然面对之人。就总体而言,居民部门在金融投资风险喜恶程度上的多层复杂结构与实体企业部门经营运作在风险程度上的多样性能够大致匹配,由此,保障了经济运行和经济发展的正常展开。

从实践角度看,在西方国家的经济发展过程中,实体经济部门的金融活动在交易规模、产品种类、交易方式等方面不断扩大,以至于单个实体企业已很难直接将其作为经营活动的一项业务纳入经营管理之中,因此,将金融业务独立出来设立专业化金融机构成为必然。这一过程中较为普遍的事件最初发生在 19 世纪的上半叶。在此后 100 年左右的时间内,金融产品、金融市场和金融机构快速发展,尽管经济危机和金融危机频频发生,但政府部门只是充当着守夜人的角色。20 世纪 30 年代大危机给人们以深刻教训,这促使了金融监管登上历史舞台,由此,逐步形成了由金融制度、金融监管、金融产品、金融市场和金融机构等构成的金融体系。尤其值得注意的是,在金融体系形成过程中,实体经济部门(实体企业和居民)所拥有的金融权并不因此而被剥夺。对居民部门而言,消费剩余的资金在金融投资运作方面依然有着充分的金融产品选择权;对实体企业而言,在发行债券、获得贷款、发行股票以及获得融资租赁、信托资金、建立基金等方面也保留着充分的选择权。不仅如此,实体经济部门所拥有的金融权力还是一个完整金融体系的基础性构成部分,也是金融体系能够成为国民经济构成部分的根基所在。

理论逻辑和实践逻辑都证明了一个基本原理:金融内生于实体经济部门,实体经济的发展是金融发展的根本所在。实体经济部门所拥有的金融权是金融体系的一个基础性构成部分。从这个意义上说,金融根植于实体经济部门。离开了实体经济部门,金融就将成为“无源之水、无本之末”。美国金融危机的一个教训是,金融运行脱离了实体经济部门,成为自我服务、自我循环的独立体系。一旦金融脱离了实体经济,金融泡沫的产生就在所难免。

二、中国外植型金融体系的成因和特点

在中国 30 年的计划经济时期,没有金融活动,也谈不上金融体系。当时,行政机

制和财政机制支配着国民经济中的几乎所有活动。企业的资金由财政拨付、供销由国家计划安排、生产按照计划任务展开、职工工薪由国家统一规定、利润全额上缴和国家财政统付盈亏等机制,切断了居民与实体企业之间资金融通的金融联系;在此条件下,银行只是作为财政的出纳机构而设立,并无证券公司、信托公司、基金公司和融资租赁公司等金融机构,也不存在金融监管部门。这些体制机制的安排,决定了中国不可能有产生和形成金融活动乃至金融体系的基础性条件。在这种经济格局中,一方面居民不是资金的主要供给者,政府财政部门成为实体企业经营运作资金的主要提供者,实体企业之间禁止展开股权投资、资金借贷等金融活动,它们的经营利润全额上缴财政部门,因此,不存在居民和实体企业之间的金融活动;另一方面,实体企业缺乏最基本的经济权益,也就谈不上金融权益,由此,金融机制也就难有存在和发展的基础性条件。

中国金融起步于 20 世纪 70 年代末的改革开放初期。当时有五个条件决定了中国选择的将是外部植入型(即外植型)金融体系:第一,在长期计划经济(即行政机制成为经济运行的支配机制)条件下,实体经济部门的企业和居民没有金融权,既不知道何谓金融权,也没有金融意识(甚至没有“金融”一词的概念)。一个突出的实例是,1980 年代中期,负债经营作为具有创新意义的观念突破而大加宣传,“借鸡生蛋”、全负债经营广为推行。第二,受计划经济中审批体制影响,金融机构的设立、金融产品的问世和金融业务规模(甚至金融机构客户)等都需通过严格的行政审批,由此,在金融部门中普遍延续了各项活动均需经过行政审批的制度(在 1990 年代后期之后,甚至有着细化审批制的倾向)。到 1984 年,虽然工、农、中、建等银行已经分立,但它们作为专业银行(并非商业银行)各有着政府行政部门安排的特定业务。第三,面对发达国家的成熟金融市场体系,我们期望能够尽快地缩小与他们的差距,由此,将他们浮在表面上的金融机构格局借鉴学习过来,并没有深入地看到他们沉在水下的实体经济部门金融权利。第四,在 1990 年代中期之前,企业改革的组织制度、变固定工制度为合同工制度等尚在探讨之中,“自负盈亏、自我发展”的公司制刚刚起步,以资金平衡表为中心的企业财务制度正在向以资产负债表为中心的财务制度转变。在缺乏资产负债理念和制度的条件下,企业不能发行股票、债券等金融产品,也就难以有获得金融权力的内在根据。第五,1998 年之前,银行信贷依然按照国家计划安排,在信贷规模和信贷投放对象上都有明确的行政取向。虽然已有股票、债券发行,但由国家计划安排,并通过制度规定,这些金融产品只能由金融机构承销运作。实体企业和居民依然缺乏对各种金融产品的最基本选择权。改革开放 30 多年来,中国努力从实体经济外部推进金融的发展,形成了一种外植型金融体系。

外植型金融的主要特点表现在八个方面:第一,在金融产品方面,实体经济部门(包括实体企业和家庭)几乎没有选择权。居民消费剩余资金除了存款几乎没有去向(存款意味着,资金只能通过金融机构的媒介才能进入实体企业),实体企业除了贷款

也很少有从金融市场获得资金的其他渠道。金融活动的各项权利成为金融机构的专有权。没有金融机构和金融监管部门的准许,实体企业几乎得不到来自居民的资金供给。第二,实体经济内部没有展开金融活动的制度空间。从最初的实体企业间不准借贷资金、到实体企业难以发行商业票据进行短期融资、再到实体企业间不能进行融资租赁等都通过制度规定予以限制。一旦实体企业间进行了这些金融活动,就以违法或者非法予以处置。第三,各种证券发行都必须通过金融监管部门审批并由金融机构承销,使得实体企业丧失了自主发行各种证券的权利。这些承销证券的金融机构,不仅直接决定着实体企业能否发行证券,而且在证券发行的定价方面有着举足轻重的话语权。第四,直接金融工具成为间接金融工具。公司债券是实体企业向居民发行以获得居民资金的一种主要的直接金融工具。但在中国,它变成了一种间接金融工具。内在机制是,实体企业发行的公司债券几乎完全由商业银行等金融机构购买,而商业银行等金融机构购买债券的资金则来源于城乡居民以存款等方式提供的消费剩余资金。第五,“存款立行”成为商业银行等金融机构的一项基本战略。“拉存款”、“存款竞争”长期是商业银行等金融机构维持经营运作和加快经营发展的一项具有决定意义的基本业务。商业银行等金融机构的金融运作主要取决于资金数量的多少和资金供给的可持续性。自 20 世纪 90 年代中期以后,城乡居民消费剩余资金成为商业银行等金融机构的主要资金来源,由此,想方设法获得这些资金就成为商业银行等金融机构的一个主要竞争方略。第六,金融市场(尤其是货币市场)在很大程度上成为金融机构彼此之间的交易活动,与实体经济部门没有多少直接关系。银行间市场是中国主要的货币市场,进入该市场操作的主体集中于金融机构,由此决定了这一市场的交易基本上是金融机构彼此间的游戏。第七,金融机构与金融监管部门成为一个相互依赖的体系,以各种理由限制实体经济部门的金融权要求。这些理由包括:金融稳定、风险控制、专业性和公共性等等。在各项金融制度形成过程中,金融监管部门通常需要征求金融机构的意见,但极少有征求实体企业意见的,由此,这些金融制度更多地反映了相关金融机构的利益取向,很难反映实体企业的诉求。第八,各种金融产品创新,与其说来源于实体经济部门的要求,不如说来自于金融机构自身业务拓展和追求利润最大化的内在要求。

从这些特点中不难看出,中国金融体系是一个运用行政机制嵌入到实体经济部门中实体企业和城乡居民之间的架构。它一方面建立在以最低廉的价格充分通过储蓄存款方式吸收城乡居民消费剩余资金的基础上,另一方面,建立在以最贵的价格通过贷款机制从实体企业获得贷款利息的基础上。这种切断居民与实体企业之间直接金融联系的金融体系,与内生型金融体系有着实质性差别。

外植型金融在 30 多年的发展中有着积极意义:第一,它运用商业银行的资金再创造机制,通过发放贷款等金融活动,保障了中国经济发展中的资金供给和金融产品、金融市场的发展,使得中国经济在资金短缺中起步发展却没有陷入贫困陷阱,对

30 多年来的中国经济发展有着积极贡献,功不可没。第二,它运用行政机制以维护金融运行秩序的稳定,使得中国金融在经济高速发展没有出现大的风波和动荡,有效抵御了亚洲金融危机和美国金融危机的冲击,避免了因金融震荡给资金供给者(主要是居民家庭)和资金需求者(主要是实体企业)带来的利益损失。第三,它为探讨建立中国特色的金融体系提供了时间和空间,避免了我们重走发达国家用 200 多年走过的金融体系建立发展之路,减少了在市场混沌和竞争乱局中建立金融体系所付出的巨大代价。第四,通过各类金融机构之间的竞争,积极探讨了发挥市场机制在配置金融资源方面的基础性作用,为中国金融的进一步改革发展创造了条件。第五,它创造了发展中国家摆脱金融抑制、推进金融深化的一条新路径,突破西方国家建立金融体系的老路径,给世界各发展中国家和地区的金融发展提供了一个可资借鉴的新思路。

三、外植性金融体系的缺陷

正如世间任何事物均有其长处和短处一样。在国民经济系统中,外植性金融也有其内在缺陷。在进一步深化改革,发挥市场机制在配置资源方面的决定性作用,以加快经济结构调整、增强经济的可持续发展能力、进一步提高综合国力的背景下,尤其是在实施开放型经济战略、加快中国经济介入全球经济步伐、提高中国金融体系开放度的背景下,外植型金融体系的内在缺陷越加凸显出来。这些缺陷主要包括:

第一,将原本多维一体的有机经济活动分切为若干相互缺乏关联的部门活动,使得各种资源的整体关系碎片化。这种碎片化不仅降低了实体经济部门的运作效率和市场竞争力,而且给金融体系带来了本不应有的风险。

消费金融内生于商业购物活动。在由商业机构展开的过程中,集资金流、物流和客户信息流为一体,既给消费者带来了购物的商家优惠,又给商家带来了资金和客户信息,有利于提高商家的市场竞争力和调整商业结构。但在中国,消费金融统一采用银行卡消费方式。在这种方式中出现了银行管资金流、商业机构管物流、无人管客户信息流的格局。在这种格局中,商家扩展业务所需的资金需要向银行申请,银行贷款需要充足的抵押物,利率高企还延时甚多,给商家带来诸多不利。另一方面,由于缺乏客户信息和难以向这些客户提供专门的服务,使得各个商家迄今难有自己稳定的客户群,也很难根据特定客户的特色需求量身打造地提供专门产品。再一方面,限制了商家之间的服务竞争。除了在价格上打折销售外,众多商家严重缺乏提供服务质量的竞争手段,形成了众家经营方略雷同的商家格局,给多层次商业市场的发展带来严重影响。

供应链金融内生于产业关联的各实体企业之间。它的原本含义是,在供应链中位于核心地位(或主干地位)的实体企业可以根据产业发展的需要向位于上下游的实体企业提供资金支持和其他金融支持。这种资金或其他金融支持能得到货物供应、商业信用、信息共享、技术支持和市场开拓等一系列因素的共同支撑,因此,是现代金融的一个重要发展方向。但在中国,供应链金融成为商业银行向供应链中的各家实体企业

分别发放贷款的金融活动,或者成为供应链中核心企业(或主干企业)将自己的资金委托商业银行贷款的金融活动。在这种贷款中,商业银行实际上关心的只是本息的安全性,并不直接关心(也无能力关心)供应链是否由此得到强化、供应链效率是否因此提高。另一方面,供应链中的核心企业失去了利用资金供给来增强货物供应、商业信用、信息共享、技术支持和市场开拓等方面凝聚力,难以有效协调好供应链各环节的关系。由此,本属一条链式的金融关系转变成了由商业银行“点对点”式的金融服务。

第二,以存贷款为重心,引致了金融资源配置的种种矛盾和效率降低,给实体经济部门发展造成了诸多的金融障碍。

金融资源配置效率的高低并不直接以金融机构是否获得了较高的收入和利润为衡量标准,它的实际含义应当是实体企业获得资金的成本是否降低。但在外植型金融体系下,实体企业普遍遇到融资数量少、融资价格贵和融资渠道窄等“融资难”问题。一方面在缺乏金融产品选择权的条件下,大中型企业获得的贷款资金在利率上高于同期公司债券利率,表现出了“融资贵”。与此同时,在大量贷款向大中型企业集中的条件下,小微企业既遇到了融资数量少、融资渠道窄等困难,也当遇到了融资贵的难题。这些难题意味着,受资金成本高的制约,在实体经济部门中许多本可展开的投资活动和经营活动难以有效进行,由此,资源配置的效率受到制约。另一方面,商业银行等金融机构的收益大幅增加。近 10 年来,在中国加入世贸组织之后,国际竞争更为激烈的背景下,中国商业银行的税后利润呈快速增长的态势,与实体企业的利润走势形成了反差,以至于媒体有着“银行业垄断暴利”一说。利润的快速增加固然与商业银行改制后的体制机制创新、银行职员的努力直接相关,但与实体企业缺乏金融选择权条件下商业银行可坐享存贷款利差也直接关联。这是引致商业银行等金融机构以吸收存款为“立行之本”战略难以消解,从而持续地展开存款大战的一个主要成因。再一方面,广大的城乡居民作为存款人只能获得低利率的存款收入。由于消费剩余资金难有去向,在存款利率降低的条件下,城乡居民存款却形成了大幅增加趋势,实难分享实体企业付给金融体系的巨大收益。

在继续以存贷款为主要金融活动的条件下,要改变间接金融为主的金融格局几乎不可能。内在机理是,要发展直接金融就必须赋予实体企业必要的金融权力,这难免与现存的金融机构和金融监管部门的权利相冲突。因此,大力发展直接金融、降低间接金融比重的政策主张已提出了 15 年,但它并没有落到实处,商业银行也无金融脱媒之忧。中国金融体系中的间接金融比重依然高企。实体企业通过直接金融获得的资金占社会融资规模的比重还处于相当低的水平。尽管如此,各种创办新商业银行的冲动还在持续增强。

第三,在实体经济部门和金融部门之间资金错配现象越加严重。经济运行中不同的实体企业在经营运作和固定资产投资等方面对资金的性质、期限和流动性等有着不同的要求,从本源上讲,金融资产的结构应与这些要求相匹配。但在中国实践中,金

融部门的资金和金融产品的结构于此相差甚远,从而,有了严重错配现象的发生。

在中国,资金错配包括五个方面:一是主体错配,即本属城乡居民与实体企业之间配置的金融资源转变为城乡居民与商业银行之间、商业银行与实体企业之间的金融资源配置;二是性质错配,即资本性资金和债务性资金错配;三是期限错配,即长短期资金的错配;四是产品错配,即债券等直接金融工具与存贷款等间接金融工具的错配;五是市场结构错配,即资本市场与货币市场的交易功能错配。

在中国经济运行中长期存在着资本性资金与债务性资金的错配现象。典型状态是,资本性资金严重不足。2012年,中国的固定资产投资绝对额在近40万亿元(且继续按照20%以上的速度增长)。按照固定资产投资的资本比率30%计算,需要12万亿元左右的资本性资金予以支持。即便假定各家实体企业的每年税后利润(为5万亿元左右)都作为资本金投入固定资产投资范畴,再加上股市融资、折旧金转投资、外商投资和财政投资等资金,每年固定资产投资中资本金缺口也在5万亿元左右。如果这一现象只在某年发生,尚可不必过于担忧,然而,资本性资金严重缺乏的现象已延续20多年,累积的数额已达数十万亿元之多。相当多实体企业不仅资产负债率长期处于高位态势,而且屡屡用银行信贷资金进行注册资本的投资。这是引致经济运行缺乏长期性资产支撑的一个主要成因。

引致资本性资金严重不足的成因不在于居民部门每年消费剩余资金的不足,而在于这些资金的绝大部分以存款方式进入了商业银行,再以贷款方式流出商业银行。由于贷款通道发生的只能是债务性资金,所以,居民消费剩余资金就转变成债务性资金进入实体企业。作为资本性资金严重不足的相应表现是,存款资金与贷款资金的期限错配。在中国商业银行吸收的存款资金中,活期存款和定期存款的期限结构大约各占50%左右,但在贷款资金结构中,短期贷款通常只占40%左右,中长期贷款占60%左右。此外,还有大量的短贷长用现象。贷款属于商业银行风险资产范畴,贷款期限越长,则风险越大,因此,在主要发达国家中商业银行通常不发放中长期贷款。但在中国,由于实体企业缺乏金融权力,经营运作中的长期性资金难以自主地通过金融市场获得,所以,在倚靠银行贷款的条件下,只能将大量贷款用于固定资产投资;商业银行面对这种状态,也不得不大量投放中长期贷款,短期资金更加捉襟见肘,以致发生了2013年的“6.20”事件。

第四,货币市场成为金融机构间彼此交易的市场,与实体经济部门基本无关。

银行间市场是中国货币市场的主体部分。一方面可进入该市场的交易主体包括国有控股商业银行、其他商业银行、其他金融机构和外资商业银行等,并无实体企业,更无居民。因此,该市场是金融机构彼此间进行短期资金和短期金融产品交易的市场。在交易中,国有控股商业银行是资金的主要融出方,其他商业银行和其他金融机构则主要是资金融入方。另一方面,该市场的交易品种主要包括银行间资金拆借、债券的现券交易、债券回购和票据等。2012年,银行间市场交易量达到295.2万亿元,其

中,票据交易仅为 31.6 万亿元,占总交易量的 10.71%,与实体企业短期资金直接相关的票据只占货币市场交易中的很小比例。

2013 年,中国进一步扩大了资产证券化试点范围。但从 2005 年中国建设银行和国家开发银行的资产证券化看,发生的情形是,一家银行发行的资产支持证券,由其他各家银行分别购买。如果这种情形继续发展,结果将是资产证券化成为商业银行等金融机构彼此间的游戏,金融体系脱离实体经济程度进一步增大。

第五,各项金融改革举步维艰,或停留于做表面文章,或停留于口头。

货币政策调控机制的改革进展缓慢。近 10 年来,继续以运用行政机制直接调控存贷款基准利率和新增贷款规模为主要工具,在维护金融运行稳定的同时,维护着金融体系独立于实体经济部门的格局。

由于我国存款数额巨大,在金融产品总额中所占比重甚高,且为商业银行最基本业务内容,存款保险制度一旦实施就可能引致各类存款向大型商业银行集中,小型商业银行和小型存贷款金融机构(如农村信用社等)立即陷入经营困境,给金融体系带来严重震荡,因此,这一制度的出台时间屡屡延期。

按照市场机制的要求形成存贷款利率,是利率市场化的核心内容。但迄今这方面的改革效应基本停留在存贷款利率波动幅度上,即便是取消贷款利率管制,对于金融机构的行为影响也非常有限,既没有引致商业银行等金融机构的资产结构调整、业务转型和盈利模式变化,也没有给城乡居民和实体企业更多的金融选择权。

商业银行业务转型的提出已有 10 年之久,但从它们的资产负债表看,负债结构中“各项存款”依然是最主要的资金来源,占据主体地位的程度非但没有降低而且继续提高;资产结构中“各项贷款”依然是最主要的资产运用方式,虽所占比重有所降低,但如加上商业银行间相互持有的债券数额,比重变化并不明显。负债结构和资产结构的变化不大,反映了商业银行业务转型基本停留在表面上,难有实质性进展。

资本账户中金融账户的开放迟迟难以迈步。金融账户开放绝非只是一个货币可兑换问题,要使得流到境外的人民币能够回流境内,使得境内金融市场与国际金融市场对接,就必须有足够的金融产品可供国际金融运作者(包括机构和个人)投资运作,而这又不是人民币存贷款所能胜任的,也不是仅仅由金融机构运作所形成的金融体系所能担当的。

外植性金融体系存在的一系列缺陷说明,它已到了非改不可的境地。但如何改革却绝非易事,一旦选择失误,就可能引致严重的金融震荡甚至金融危机,因此,需要慎之又慎。

四、金融回归实体经济的内在含义

金融回归实体经济的含义,一方面并非推倒重来,即并非意味着中国金融体系的建设重蹈 19 世纪以来西方国家 200 多年走过路。不论从历史角度看还是从现实角度

看,重走这一过程都是不可能的。另一方面,也不意味着“回归”已无事可做,中国金融体系应按照已有老路继续前行。“回归”的真实含义在于,扩大实体经济部门中实体企业和城乡居民的各自的金融选择权,即把本属于实体企业和城乡居民的金融权力归还给实体经济部门,推进内生性金融的发展。

金融内生于实体经济部门实际上有着两条路径:一是金融机构的路径,即通过实体经济的发展,独立出了专门从事金融业务活动的金融机构;二是金融市场的路径,即实体经济中的实体企业和城乡居民可以直接进入金融市场,以自己的名义发行和交易各种金融产品。在目前中国的金融体制机制条件下,金融回归实体经济的含义,不在于继续鼓励实体企业投资创办多少家金融机构,而在于准许实体企业和城乡居民直接进入金融市场以他们各自的名义发行和交易相关金融产品。内在逻辑是,在各种金融产品的发行和交易基本由金融机构专营的条件下,即便实体企业投资创办了一些金融机构,这些金融机构只能延续原有金融机构的业务轨迹,不可能由此增加实体企业的金融选择权;同时,由于不可能所有的实体企业都各自创办金融机构(换句话说,能够投资创办金融机构的实体企业只能是凤毛麟角),那么,那些无力创办金融机构的绝大多数实体企业依然处于缺乏金融选择权的境地。另一方面,不论实体企业如何创办金融机构,并不直接解决城乡居民的金融选择权扩大的问题,即并不解决资金供给者如何将消费剩余资金通过金融市场投入实体企业的资源配置过程中的问题。由此来看,问题的重心在于如何使得实体企业和城乡居民能够直接进入金融市场。

在完全竞争市场中,价格既不是由卖方决定,也不是由买方决定,而是由买卖双方的竞争决定的。一个值得认真思考的问题是,在金融体系中,真正与商业银行等金融机构竞争的主体是谁?是证券公司、信托公司、保险公司和资产管理公司等金融机构吗?不是,这些金融机构它们既需要从实体经济部门获得资金(如股权投资资金、信托计划的资金、销售保单资金等),也需要从商业银行等金融机构中获得资金(如贷款、发债资金、影子银行资金等)。在存贷款市场乃至金融体系中,真正与商业银行等金融机构竞争的主体,实际上是实体经济部门中的实体企业和城乡居民。在消费剩余资金的金融运作权利有保障的条件下,居民部门的资金将通过每个居民的自由选择,或用于购买股票、债券、基金和其他金融产品,或用于存款,由此,在存款利率低廉的条件下,商业银行等金融机构将流失大量存款资金,这迫使它们按照金融市场的竞争性价格水平进行存款定价。另一方面,实体企业需要的资金可以通过自主地发行债券、股票和其他金融产品从金融市场中获得,也可通过银行贷款等方式获得,由此,商业银行等金融机构再以高于市场价格的贷款利率向实体企业放贷,就将面临贷款难以放出的风险,这迫使它们按照金融市场的竞争性价格水平进行贷款定价。由此可见,在实体经济部门拥有金融权力的条件下,金融产品的价格体系将在竞争中趋于成熟完善。

要使实体经济部门回归到金融市场,需要深化对原生金融产品的市场风险特点的认识。在金融运行中,原生金融产品主要有债券、股票和存贷款,其他金融产品大多

以此为基础衍生。债券和股票是标准化金融产品,发行和交易处于公开市场之中,投资者根据公开披露信息监督和用脚投票制约着它们的价格走势,风险由投资者分别承担;存贷款是非标准化金融产品,通常难以进行连续性交易,对应资金的流量、流向和效应等信息并不公开,风险主要由相关商业银行等金融机构承担。由于持有债券、股票的投资者包括了实体企业、城乡居民和相关金融机构,对应的风险由众多的投资者分散性承担,而商业银行等金融机构的数量是相当有限的,存贷款的金融风险基本它们集中承担。同时,分散风险又是金融运作的一个基本要义,所以,如果从金融风险承担角度看,合乎逻辑的制度安排是,大量发展债券、股票等金融产品,限制存贷款等金融产品的扩张。但外植性金融体系中的这些金融产品结构正好相反,其制度安排的内在机理是:在由众多实体企业和城乡居民持有债券、股票等金融产品的条件下,行政可控性就大大降低了;反之,通过存贷款机制将实体企业和城乡居民的资金集中于商业银行等金融机构之中,政府部门运用行政机制进行掌控就容易多了。以此来看,“金融回归实体经济”的实质是重新理顺政府和市场的关系问题,发挥市场机制在配置金融资源方面的基础性作用。因此,它是中国金融改革中需要解决的基本问题。

改革是制度体系和利益格局的重新调整,除了认识差异外,也还有各种各样的利益取向差别、路径依赖和习惯势力等方面的障碍。从金融改革角度看,扩展实体经济部门的金融选择权必然从根本上冲击现存的金融体系,给以商业银行为主体、以存贷款为基础的金融运作方式和金融监管方式以严重冲击,从实质上推进外植型金融体系向内生型金融体系的根本转变,因此,是一个艰巨复杂的过程。这一改革的目的在于克服外植型金融体系的种种缺陷,建立中国金融体系的健康可持续发展的新模式。从这个意义上说,“金融回归实体经济”的过程是中国金融体系的重新构造过程。

五、以公司债券为抓手的金融体系改革

从目标上看,金融改革可分为单项改革和金融体系整体改革等。进入 21 世纪以来,人民币存贷款利率市场化改革、建立存款保险制度、商业银行业务转型、资产证券化、加快资本市场发展、加大资本账户开放程度和人民币汇率改革等等,均带有单项改革的特点,它并不直接涉及整个金融体系的体制机制变化。一个突出的实例是,人民币汇率改革并不直接引致货币政策调控机制、人民币利率、商业银行业务转型、金融市场格局和金融产品创新等方面的体制机制改革。另一个突出的实例是,尽管人民币利率市场化改革从 1996 年就已展开,2012 年 6 月以后中国人民银行多次调整了人民币存贷款基准利率,扩大了存贷款利率的浮动区间,但货币政策的直接调控机制没有发生实质性变化,商业银行的业务转型也没有发生实质性改变,联动改革的效应并不明显。与单项改革相比,金融体系改革更加复杂困难,面对商业银行依然是中国金融体系的主体部分、存贷款在金融产品总量中所占比重远高于其他金融产品总和的状况,一旦举措不慎,将引致整个金融体系的大震荡(甚至可能引致某种程度上的危

机),改革的推进更需要慎之又慎。

从各种金融产品对比看,在推进金融体系转变过程中,公司债券有着一系列独特的功能:

第一,存贷款的替代品。从性质上看,公司债券与存贷款一样都属于债权债务性金融产品。从利率上看,公司债券利率对资金供给者和资金需求者来说属于同一利率,有着克服存贷款利率差别的功能;在风险相同的条件下,公司债券利率水平低于贷款利率却高于存款利率。同时,由于各只公司债券质量不尽相同,公司债券的利率复杂程度明显高于存贷款,这有利于满足不同的资金供给者和资金需求者的需要,也有利于为衍生性金融产品的开发创新提供条件。在充分发展公司债券的条件下,商业银行吸收的存款数额和发放的贷款都将随公司债券发行规模扩展而减少。这将引致三方面重要变化:其一,以存款计量的货币供应量的降低。到2013年9月,中国的广义货币(M2)的余额已达107.74万亿元(为GDP的2倍),其中,人民币各项存款余额达到103.09万亿元。如若以公司债券替代居民存款,则44.31万亿元居民存款中的一部分转化为买债资金,不仅有利于提高居民的财产性收入,而且将引致M2将大幅减少。其二,促使货币政策调控机制转型。在公司债券大量发展中,中国人民银行继续调控存贷款基准利率已无意义、控制新增贷款也失去了应有效应,由此,将促使货币政策的行政性调控机制向市场机制所要求的间接调控方式转变。其三,迫使商业银行业务转型。在存贷款数额下降的条件下,商业银行的继续依赖存贷款业务来拓展经营的空间已大大压缩,由此,它们就不得不着力推进非存贷款业务的发展、提高金融服务质量,实现资产结构调整、商业模式转变。

第二,改善资金错配。吸短贷长是银行资金运作的一个突出现象。2013年6月20日,银行间市场发生了隔夜拆借利率大幅上行的事件。其直接原因在于银行投放于中长期的信贷规模过大(中长期资金占比高达60%以上),深层原因在于实体企业运行中严重缺乏长期性。如若大力发展公司债券,实体企业通过发债获得中长期资金(在发达国家中,它的位次远高于股票),则能够有效改善信贷资金的期限错配状况。

第三,促使债务率降低。实体企业的债务率主要表现为由银行贷款引致的负债。在以公司债券替代银行贷款的条件下,由于长期债券具有准资本的功能,所以,短期债务率将明显降低(由此引致的风险也将明显降低)。这有利于推进实体企业的运行稳定。

第四,推进资产证券化。资产证券化以债券市场的成熟为前提。如若公司债券的大量发行交易能够推动债券市场的成熟,则资产证券化的基础条件将日臻完善,否则,资产证券化难以充分发展。

第五,推进商业银行业务转型。公司债券的大量发行,减少了银行吸收存款的数量和发放贷款的数量,同时,既为银行业务转型提供了金融市场条件,又给这种转型以较为充分的时间。

第六,缓解小微企业的融资难。在大中型企业普遍通过发债获得运作资金的条件下,银行只能将贷款资金集中向小微企业投放,由此,将缓解小微企业的融资量小、融资利率高等难题。

第七,熨平股市波动。在我国金融体系中,居民消费剩余资金的金融运作基本限于存款和股市投资。当这些资金涌入股市时,股市大涨,反之则股市大跌。在公司债券充分发展的条件下,居民资金分布于不同品质的债券品种,同时,债券市场利率对股市价格波动也有着制约功能,由此,股市运行中的大起大落就能够得到缓解。

在金融改革中,公司债券的功能举足轻重。第一,利率市场化改革。公司债券利率是银行存贷款利率的替代品。我国要实现存贷款利率市场化改革的目标,缺乏公司债券利率的机制作用,是难以完成的。第二,存款保险制度。在存款依然是居民金融运作主要资产和银行经营主要对象的条件下,存款保险制度的实施存在着严重风险。在公司债券大量发展的背景下,银行存贷款在金融体系中的作用明显降低,由此,实施存款保险制度就不容易引致大的震荡。第三,资本账户开放。在资本账户开放中,大多数金融交易集中在公司债券及其衍生品方面,海外人民币的回流也主要通过这一渠道而展开。缺乏成熟的公司债券市场,就很难有效推进资本账户的充分开放。第四,亚洲债券形成。要发挥我国在亚洲金融市场中的引导作用,发展亚洲债券是一个可选择方案。但如果我国境内债券市场尚不成熟,就很难在这一领域中拥有充分的话语权(更不用说,规则的制定权)。

公司债券作为直接金融工具,理应直接向实体企业和城乡居民销售,这既有利于使实体企业摆脱资金来源受限银行贷款、暂时闲置的资金只能存入银行的格局,也有利于提高城乡居民的财产性收入。一些人担心,居民缺乏金融投资风险的承受能力,这是没有必要的。一方面经历了 20 多年股市跌宕走势的洗礼,居民已积累了充分的金融投资经验,对投资风险的承受能力已大为提高;另一方面,单只公司债券的数额不大,与城乡居民 44 万亿元的储蓄存款资金相比,只是沧海一粟。有人认为,在沪深交易所市场中已有挂牌的公司债券发行和交易,城乡居民可通过这一市场进行购买。如果这一市场的认购不踊跃,则证明了公司债券发行缺乏认购者。这一认识似是而非,有着“差之毫厘、谬以千里”的效应。在沪深交易所中的投资者主要投资于股票,股票价格波动 1%~5%,在许多投资者看来还太少,因此,他们对债券价格在 1 个百分点左右的变动,缺乏敏感。这与存款市场中的情形差别极大。对众多存款人(包括实体企业和城乡居民等),存款利率在 0.5 个百分点的波动就有比较明显的反应。因此,不能用股市交易中的投资思维方式来替代存款交易中的投资思维方式,并由此否定公司债券在存贷款替代品方面的功能。

公司债券直接面向实体企业和城乡居民发行,需要做好六个方面工作:第一,切实将《公司法》和《证券法》的相关规定落到实处,有效维护实体企业在发行债券中法定权利。从 1994 年以后,发展公司债券市场就是中国证券市场建设的一项重要制度

性工作。1994年7月1日起实施的《公司法》第6章专门对发行公司债券做了规范,其中规定,股份有限公司3000万元净资产、有限责任公司6000万元净资产就可发行公司债券,公司债券余额可达净资产的40%。2005年,在修改《公司法》和《证券法》过程中,这些规定移入了《证券法》。但近20年过去了,按照这一数额规定的公司债券鲜有发行。为此,需要依法行事,将这些法律规定进一步落实。第二,建立全国统一的公司债券发行和交易制度,改变“五龙治水”^①的债券审批格局。第三,取消公司债券发行环节的审批制,实行发行登记制,同时,强化公司债券交易环节的监管。第四,积极推进按照公司债券性质和发行人条件决定公司债券利率的市场机制形成,在此基础上,逐步推进以公司债券利率为基础的收益率曲线形成,完善证券市场中各种证券的市场定价机制。第五,积极发挥资信评级在证券市场中的作用,为多层次多品种的公司债券发行和交易创造条件。第六,建立公司债券直接向实体企业和城乡居民个人销售的多层次市场机制,通过各类销售渠道(包括柜台、网络等)扩大公司债券发行中的购买者范围,改变仅由商业银行等金融机构购买和持有公司债券的单一格局,使公司债券回归直接金融工具。第七,推进债权收购机制的发育,改变单纯的股权收购格局,化解因未能履行到期偿付本息所引致的风险。与此同时,切实落实公司破产制度,以规范公司债券市场的发展,维护投资者权益。

在公司债券回归直接金融的条件下,择机出台“贷款人条例”,以促进实体企业间的资金借贷市场发展;推进《票据法》修改,增加实体企业的融资性商业票据,提高货币市场对调节实体企业短期资金供求的能力;逐步推进金融租赁机制的发展,准许实体企业根据经营运作的发展要求,设立融资租赁公司或介入融资租赁市场。在这些条件下,中国的金融体系将切实回归实体经济。

参考文献

- 《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》,2013年11月12日中共十八届三中全会全体会议通过。
- 博迪,兹维;罗伯特·C·莫顿(2000):《金融学》,(中译本)中国人民大学出版社。
- 黄绍湘(1953):《美国简明史》,生活·读书·新知三联书店。
- 克拉潘(1986):《现代英国经济史》,(中译本)商务印书馆。
- 李扬(2008):《中国金融改革30年》,社会科学文献出版社。
- 王国刚(2003):《中国资本市场热点分析》,企业管理出版社。
- 王国刚(2011):《简论货币、金融与资金的相互关系及政策内涵》,《金融评论》,第2期。

(责任编辑:程 炼)

① “五龙治水”指,在公司债券发行审批中,国家发改委负责审批企业债券,中国人民银行负责短期融资券、中期票据和债务性融资工具,中国银监会负责审批金融债券和各种银行债券,中国证监会负责审批上市公司债券、可转换债券和证券公司债券,中国保监会负责审批保险公司债券,由此形成的公司债券发行市场依行政机制而分割的状况。

国有银行制度市场化路径： 资产市场化与增量改革*

郭梅亮 徐璋勇 刘佳俊

〔摘 要〕经过资本市场化改革后,国有银行的发展呈现两种典型现象:一是从银行层面看,其业绩呈爆发式增长;二是从宏观层面看,存差持续扩大和债权结构失衡等现象反映出其金融活动与实体经济日益脱节。这表明资本市场化改革在使国有银行微观绩效改善的同时并不必然带来宏观整体效率的增进。本文认为国有银行制度市场化的核心在于功能市场化,即由财政替代功能转向市场金融功能;对于国有银行功能演进而言,资本市场化改革只是必要条件而非充分条件,从长期而言,更需要国有银行资产市场化改革的推进。未来国有银行市场化改革中,增量改革比存量调整更为重要,其功能转化将取决于新市场金融要素的成长速度与竞争压力程度,其中内生性金融力量的成长对于国有银行乃至整个金融制度改革有着更为重要的意义。

关键词:国有银行 制度市场化 银行功能

JEL 分类号:G21 G23 G32

自 20 世纪 90 年代以来,随着中国经济市场化改革的全面推进,国有银行的市场化改革问题也受到管理层与学者们高度关注,并就此进行了广泛而富有建设性的争论。一部分学者基于市场结构理论分析,强调银行市场竞争的重要性(于春良和鞠源,1999;林毅夫等,2001,2006 等);而另一部分学者则从产权论的角度强调国有银行产权改革的重要性(易纲,2002;刘伟和黄桂田,2002 等)^①。这两种观点是关于国有银行市场化改革的两种思路,也是整个经济体制改革中增量改革与存量调整之争在金融领域中的延续。

就事后选择的改革路径而言,2003 年起的这一轮国有银行市场化改革最终选择了产权结构调整,即着重于存量改革,将国有独资商业银行改造为国有股份制商业银行。这些改制措施中,最受关注的是国有银行软预算约束问题,因为转型以来国有银行的改革特征可以概括为软预算约束下的银行改革(施华强,2010)。为解决软预算问题,此次改革与以往不同,国家专门设立了中央汇金公司,由隐性转为显性,行使出资人权力,通过市场化注资来调整国有银行产权结构。本文对这轮围绕国有银行资本结构调整和上市而展开的市场化改革称之为资本市场化改革^②。

* 郭梅亮,兴业银行,经济学博士;徐璋勇,西北大学中国西部经济发展研究中心副主任,西北大学经济管理学院教授,博士生导师,经济学博士;刘佳俊,中国社会科学院财经战略研究院,助理研究员,理学博士。本文得到陕西省重点学科“国民经济学”专项资助。感谢张杰教授在本文写作过程中的悉心指导,感谢第十届中国金融论坛、第十三届中国经济学会年会与会专家的评论,特别是匿名评审专家的宝贵修改意见和编辑老师的辛勤工作,本文仅为个人学术思考,文责自负。

① 国内学者殷小斌(2009)等曾对此进行过专门综述,本文将不再累述。目前监管机构已经将工农中建交等原先的国有银行统称为大型商业银行,为了行文方便,本文仍沿用“国有银行”原有称呼。

② 当然除了剥离不良资产,注资外还进行了其他配套性措施改革如设立“新三会”(股东大会、董事会和监事会)及加强信息披露等,但在这些措施中首当其冲的还是在资本的改革,此后的一系列改革措施基本上是基于这样的基础之上而展开,所以本文将这一轮国有银行改革归为资本市场化改革,并重点分析。