

中国金融体制的问题与改革

○ 冯兴元¹, 聂日明²

(1. 中国社会科学院 农村发展研究所, 北京 100732;
2. 上海金融与法律研究院, 上海 200120)

[摘要]我国金融改革有着三大目标:保证金融总量增长与金融服务全覆盖,提高金融资源的配置效率,防范金融的系统性风险。自2012年新一轮金融改革以来,我国尚未较好地实现上述改革目标。究其根本原因亦有三:第一,市场主体不够多元,低效运作的国有股占主导;第二,经营不自由,金融抑制严重,监管与控制过度;第三,利率等价格体系被扭曲,金融资源配置效率低下。这些弊端的后果是中国低效的国有企业负债率畸高,不仅挤压了中小企业的生存空间,更全面抬升了金融业的系统性风险。金融资源配置的低效率也致使中国实体经济不振、资产泡沫和影子银行盛行。有鉴于此,我国需要厉行金融改革:应全面放开金融市场准入,推进金融机构股权多元化改革;放松对金融业的过度管制;推进利率市场化改革;维护互联网金融的开放、互联、包容与竞争,同时切实推行反欺诈;推出存款保险制度,完善征信体系。而且作为配套措施,我国应该推进国有企业的民营化。

[关键词]金融体制;问题;金融改革

一、引言

一国经济从欠发达走向发达,需要一个功能齐全、运行良好的发达金融体系的支持。欠发达地区的金融体系一般处于金融抑制的状态,要摆脱这一状态,就需要历经金融深化的过程^[1]。关于金融体制改革的路径和策略,自McKinnon^[2]和Shaw等金融发展理论的早期创导者提出以来,因20世纪70年代、80年代和

作者简介:冯兴元,中国社会科学院农村发展研究所研究员,中小银行研究基地副秘书长;聂日明,上海金融与法律研究院研究员。

90年代新兴市场的金融危机,学术界对此进行了多个维度的研究,包括金融与实体经济关系,金融自由化绩效及影响因素,金融自由化次序以及国际金融制度等方面。

2012年9月,我国政府发布了《金融业发展和改革“十二五”规划》^[3],启动了我国的新一轮金融改革与金融深化进程,金融市场化进程由此开始加速。整个金融改革涉及设立存款保险制度,推行利率与汇率的市场化,允许民营资本设立银行,实行股票发行注册制等内容。与此同时,金融与经济运行的形态也发生了较大的变化,信托业管理资产规模超过保险业,其与银行理财和民间金融等构成的影子银行成为金融风险的主要源头之一^[4]。多数行业产能严重过剩,金融业属于顺周期的行业,经济增速的放缓和行业经营风险对金融业的资产质量带来较大压力。

利率市场化改革以及互联网技术在金融中的广泛应用,跨市场、跨业态、跨领域的金融产品不断涌现,尤其是互联网金融的异军崛起,使得银行、保险和证券业的交叉融合和跨市场金融创新常态化,进一步深化了我国的金融混业经营格局。互联网金融和民间金融等非正式金融也部分弥补了现有金融体系的不足,但同时也增加了金融市场的不确定性和不稳定性。金融业务多元化发展的同时,监管机构也需要改革风险应对措施和监管思路转变。

总体来看,我国的金融体制改革有着三大目标^[5]:确保金融总量增长与金融服务全覆盖,市场化改革,以及风险防范。确保金融总量增长与金融服务全覆盖是金融业的永恒目标,市场化与风险防范是一体两面:毫无疑问,金融市场化是金融改革的核心目标;与此同时适当的风险防范与之如影随形。

有基于此,本文将简要分析若干方面的金融体制问题,包括金融准入,金融机构股权结构,金融监管体制,利率管制,存款保险制度,互联网金融,征信制度问题,以及作为配套改革的国企改革滞后问题,并提出进一步改革的建议。这里鉴于篇幅问题,将不讨论保险业改革,民间金融问题,也不探究更为彻底的货币金融改革方案,比如引入货币竞争和自由银行业的方案^[6]。

二、金融市场准入政策与金融机构股权改革

国有股东在各金融子领域的金融机构中都处于国有控股地位^[7],主要体现在两个层面:第一,国家股东(财政部、汇金及社保基金等)控股重要的银行、证券与保险公司;第二,央企和地方政府控股各类城商行、农商行、信托、证券、基金等。绝大多数正式金融机构的控股股东或实际控制人都是国家股东、央企或地方政府^[8]。

据 Wind 的数据,截止 2014 年 6 月底,银行业资产占金融业总资产的 90%。中国五大国有银行,除了交通银行外,财政部(及其控股的汇金)对工农中建持的持股比例都接近或超过 60%,占绝对优势,其中对农行的持股比例甚至接近 80%。这五大行的资产占银行业总资产高达 43%^[9]。

除了五大行外,其它股份制银行、城商行等银行以及券商、基金、信托等,绝大多数为央企和地方政府出资设立,经过多年的股权变更和改革,虽然股份已经趋向多元化,但央企和地方政府仍然牢牢地控制了大部分金融机构。国有成分在金融领域名义上下降(以持股比例衡量)而实际上上升(国有资本通过更低的杠杆撬动了更多的金融资产)。考虑到国资在金融业的控股角色,超过160万亿元的金融业总资产都可以认定为准国有资产^[10]。

国有主导及单一的股权结构是目前金融市场绝大多数问题的根源——这些问题包括贷款政治化、利率无法市场化、市场竞争程度不够、公司治理结构无法改善、经营效率低下等。在银行、证券、保险业,国有主导的市场格局和监管机构对与金融机构风险相联系的自身责任的担忧,也使得监管机构对民营资本申请设立金融机构的态度极端保守,直到政府高层直接出面协调,银监会才开始受理民营银行的申请^[11]。

随着金融深化,各类型金融的融合度加强,工农中建四大行逐步转向综合经营,在存贷款、支付结算、信用卡、银行间市场的债券承销、基金托管等子领域,每家市场份额都超过10%^[12],在贷款业务上更包揽了大建设项目、大型国企的融资计划。同时它们控股保险公司、基金公司或金融租赁公司,在香港等境外设立全牌照金融机构,全部成为大而不倒的金融机构。

国有股特有的权责不对称,使得中国的金融领域系统性出现了花别人的钱不心疼和听领导的话办事的现象。在经济不景气时,国有控股的金融机构,其行为的一致性,使得金融市场无法对冲风险,加速了中国金融发生系统性风险的可能。

此外,我国政府于2014年批准试点设立五家民营银行,包括深圳前海微众银行、温州民商银行、天津金城银行、上海华瑞银行以及浙江网商银行。这是新一轮改革的一项重要成果。但是这种高度集权式的审批方式已经远远落后于金融发展的需要,而且仅仅试点设立五家,试点数量极少,试点范围太小,试点速度过慢,实际上成为真正开放试错型金融改革的障碍。

鉴于上述分析,金融市场改革首重金融主体的改革,主要体现在开放市场准入和金融机构主体股份结构的多元化,尤其是国有金融机构的改革要使得政府退出国有控股地位。具体可从三方面入手:

第一,全面放开金融业的准入,以核准制形式允许民营资本申请设立民营银行、信托、券商、基金、保险以及其它类型金融机构,允许长期在正式金融体系外生存的民间金融申请设立正式金融机构。全面放开民营资本控股大中小型银行和其他类型的金融机构。中国金融系统需要数量较多、规模大小不一的、接受适度监管的各类金融机构。金融机构的数量结构应该是在保护私人产权和开放竞争基础上金融多元化的结果。政府没有也不可能有的信息能让他们事先计划或者确定各种规模的、各种所有制的金融机构的最优数量。此外,可以根据金融机构是否奉行区域运作原则来进行分级核准民营金融机构的准入:奉行跨区域运作原则者,由全国性金融监管机构核准,奉行区域运行原则者,由省一级金

融监管机构核准,并在全国性金融监管机构备案。

第二,推行银行、保险等行业的国有股权结构多元化,国有股甚至应该退出相对控股地位。首先,现有国家绝对控股的四大行及保险公司等系统性重要的金融机构,应把国有股稀释至相对控股,甚至不相对控股。整个国有股权的全部或者部分退出,部分可以通过金融市场股权转让来进行,也可试点国有股份全民化来进行,比如采取按人头发放民营化券。不鼓励让国有股权的转让收益、留存国有股权的分红和收益权进入全国社保基金的专门账户以充实社保基金。这是因为社保基金应该根据自己的应遵循原则来取得资金,而不应该先采取搞糊涂账,然后用属于全国人民的金融市场资金来填补空缺。其次,应放开准入,鼓励、引导民营资本参与央企与各级政府控股国有金融机构的改制,择机承接减持的国有股。

第三,抑制四大国有银行及少数特大型国有和国有控股的金融控股公司的行业垄断行为,按照第二条同样方式推行股权结构多元化和民营化。在其股权结构多元化,尤其是在退出控股地位前,可限制它们主要业务市场份额(存贷款、支付结算、托管、债券承销等),要求每家不得超过10%^[13],或合计不超过40%。

三、金融监管体制改革

管制与限制过多是中国金融体系的特征^[14],主要体现在两个方面:一是监管机构对金融机构管制过多;二是监管机构对投融资机构和中介机构限制过多。监管当局过多地直接参与了资源配置的过程(尤其是证券业),行政管制代替了市场微观经营主体的决策过程。

我国监管机构对金融机构的管制有三类:第一,机构管理,包括市场准入、分支机构设立、人事任命核准与终止^[15]等;第二,业务监管,金融产品的各个维度,包括价格、销售与服务对象、治理机制等;第三,经营监测,以合规和风险防范为基础的各类基于指标的非现场监管与现场监管。我国管制措施细致到金融机构设立分支机构、人事任免、金融产品研发等均要监管机构审批(或核准、备案)。

这些管制措施束缚了金融机构经营的自主性,甚至成为监管机构套利^[16]的工具。例如以存款立行的银行业,开设分支机构是吸收存款的重要渠道,但银行是否可以开设分支行多由银监会决定,并非市场行为,形同导致政府审批部门权力过于集中,容易成为腐败的重灾区。在实践中重大行轻小行的准入策略,限制了中小银行的发展。在人事任免上,在国有主导的金融格局下,党委、监管机构代替董事会、股东会任命高管并不鲜见,公司治理形同虚设^[17],甚至在监管机构与董事会意见不一致时,还会出现监管机构意见强过董事会的现象。

监管当局直接参与资源配置的过程,在证券业格外明显,包括股票与债券发行、上市公司与债券交易监管。现行IPO实行核准制,脱胎于此前的审批制,企业发行上市的关键是“过会”,即通过证监会发行审核委员会的审核,核准之后上市交易由交易所审核。债券发行同样如此,企业债需要得到发改委的审批,公

司债需要证监会审批。只有短期融资券和中期票据由银行间市场交易商协会备案,基本接近注册制。

监管部门的发行核准属于行政许可。与此相反,交易场所的上市审核则属于市场行为。证券发行的行政审批(及变相审批)是证券市场很多问题的根源。表面上看,监管当局是保护投资者利益,实际上是越俎代庖、代替投资者做决策,由其先行对企业的盈利能力、投资价值做预判,同时干预发行价格、保证发行成功等。这种类似“融资许可证”的证券审批制,使得股票的壳资源过高,产生了大量的寻租行为。近年债市股市整顿,在发行环节的腐败不绝如缕,概源于此^[18]。过去,央行叫停扫码支付等,也以保护金融消费者的名义,禁止业务准入。

监管部门的问题不仅在于管了不该管的,而且在于该管的却没管,尤其是金融机构的行为监管。监管机构的监管行为重事前、审批,轻事中、事后。由于信息不对称,金融消费者与中小投资者在金融市场处于弱势,在金融机构的收费、及时支付、信息披露、关联交易利益输送、产品欺诈、风险提示等,他们缺乏对等的话语权,权益很容易被金融机构侵犯。

因此,我们建议应推进以下监管体制改革,减少金融管制,坚持由市场主体自担责任:第一,在业务监管方面,监管机构应该全面放开对金融机构的微观管制,废除人事任免核准、产品销售等对金融机构正常运营的干预,让金融机构自行承担经营风险、优胜劣汰、提高效率。在推进国有控股金融公司的民营化(至少政府退出绝对或相对控股地位)的同时,理顺其公司治理,首先需要杜绝党的组织部门直接任免重要金融机构高管、公司党委代替或干预董事会做决策等影响公司治理的不当行为,在此基础上,监管机构及其它机关对人事、资产与业务的干预应当全面取消,在常规的公司治理框架下,集中在董事会层面解决。

第二,放松微观管制的同时,监管机构需要加强行为监管,以监管指标考核监管金融机构,加强金融消费者与中小投资者保护,强化对违规机构的事后追责。此外,还应鼓励金融消费者与中小投资者运用法律,直接诉讼金融机构或上市公司以保障自身权益。在这方面,监管部门应该为这种诉讼提供行政和技术支持,比如组织有针对性的监管调查,提供相应的监管数据。

第三,在证券发行方面应全面推行去行政化,废除监管机构审批,淡化和消除交易平台(如证券交易所、银行间市场)的行政色彩,实行注册制,拟上市公司或债券发行经证券交易所或协会形式审查合格后即可安排上市,充分发挥市场在资源配置中的基础性作用。让投资者自担风险,由市场定价、研判投资价值。在此基础上,监管机构着重提升发行人信息披露的质量,强化发行人与中介机构的责任(如引入保荐人制度),实行事中行为监管与事后追责,严惩违规行为。

四、利率市场化改革

利率市场化是金融市场化的核心^[19]。利率可以分为三个层次:一是央行货币政策的调控利率,主要是央行与金融市场之间的利率,如央行逆回购利率;二

是金融市场利率,主要是包括商业银行在内的金融机构之间的利率,在中国更多体现在银行间市场的货币市场和中长期债券市场,如上海银行间同业拆放利率(SHIBOR);三是信贷市场利率,主要是银行类金融机构与存贷款客户间的利率,受到央行较为严格的管制,目前存贷利率差较大。

利率自由化指的是信贷市场利率由商业银行自行决定,货币及中长期债券市场之类的利率由金融市场交易主体自行决定,央行通过市场化手段与金融市场交易间接实现货币政策目标。总体来看,中国金融市场利率更接近市场化,央行调控利率次之,信贷市场利率受到的管制最多,直接由央行决定,由于调控利率并未完全市场化,央行进行货币政策操作时,不得不继续采用控制货币供应量^[20](包括通过调整存款准备金)或调整存贷款利率来完成货币政策。

信贷市场的存贷款利率是金融体系中最为重要的利率,考虑到银行业资产规模占全行业的比重及贷款占社会融资规模的比重,其利率管制是当前金融资源错配的首要因素。2004年10月29日的存贷款利率调整确立的“贷款利率管下限、存款利率管上限”的利率管制原则^[21],持续7年多的利率管制(2004年到2012年),压低总体的存贷款利率水平,控制了贷款人的借款成本,让央企和地方政府(以其控制的地方政府融资平台和地方国企为代表)、政府基建项目、房地产、出口导向型企业和资金密集型制造业等也成为既得利益者,又维持贷存息差,保证银行业的利润水平,银行业完成从救助对象到垄断暴利的华丽转身。它们也共同成为利率市场化的障碍。

利率管制造成中国整体利率处于较低水平,使得企业对信贷过度需求。但为了控制通货膨胀、维持稳定的经济增长,央行还控制着信贷投放量,实际信贷供给远远小于市场的需求。央行同时管价(利率)又管量(货币供给量),而且由于国有和国有控股银行业金融机构占大头,其实政府也管贷款方向,信贷资金向国企和政府项目倾斜。所有这些使得中小企业在同等利率下更难获得融资,是中小企业融资难的主要原因。

因为在正规金融体系内无法获得信贷,众多中小企业转向非正规金融机构融资。民间借贷是最主要的非正规融资渠道,融资利率往往会触及利息收入受最高人民法院司法解释保护的上限;法定贷款利率的4倍。对非正规金融的清理整顿也是历次金融管制政策的重要内容。被利率管制扭曲的信贷市场,不仅使得资本密集型的投资机会向国企、大企业倾斜(他们更容易获得信贷),创新密集型的投资机会也向大型企业倾斜(他们天然具有竞争优势,容许的犯错率更高)。这是中国大中型企业热衷多元化战略的一大原因,也是中小企业贷款融资难、生存境况难的一大原因^[22]。

2013年以来,随着金融市场的深化,各子市场的界限模糊,跨市场、跨领域的金融产品打通不同市场间的利率,银行理财、信托、分级基金、委托贷款等融资手段成为传统存贷款业务的替代品。互联网金融更以技术优势,以极低成本吸引小额储蓄用户,为他们提供多元化的投融资服务,较为明显的案例是余额宝成

立一年多,其基金规模就超过所有传统的基金公司,跃居行业第一^[23]。发达国家曾经的“先机构、后散户,先大额、后小额^[24]”的利率市场化策略由此被打乱,部分失效。中国的存款利率市场化必须正视互联网金融所带来的诡异的“逆袭”,如果放任这种情况而不改变,银行的存款将迅速向资本市场搬家,尤其是那些最基础的储蓄存款^[25]。

我们认为利率市场化的推进过程,并没有什么待解的难题,所需要的只是改革的决心与毅力^[26]。第一,总的来看,利率市场化的改革应该是信贷利率、金融市场利率与央行货币政策工具三者都要加快市场化。具体看来,在核心的存贷款利率中,首先贷款利率应该率先全面放开。一般的企业因为财务约束,对贷款利率很敏感,其与银行的谈判中,自然可以形成市场化的贷款利率。有问题的是存在预算软约束的央企、地方国企及融资平台等,他们往往不计成本的大规模融资占款,是近年社会融资成本高的一大直接原因^[27]。因此,在贷款利率放开的同时,应当建立一套规则约束它们的贷款,允许其更多转向债券市场融资。债券市场则有债务透明度和更为刚性的偿债约束^[28]。同时,需要通过改革禁止政府对国有企业的进一步注资或者提供隐性担保,打破国企刚性兑付的金身,同时推行国企的民营化,至少使得政府退出控股地位。此外,还需要引入预算民主的约束机制,进一步强化对政府负债和救助国企的制度约束。

第二,发展存款的替代性产品^[29],扩大存款利率浮动区间,直至取消存款利率管制。配套取消贷存比控制,减轻银行吸纳存款的压力,发展同业拆借、债券等利率相对自由化的负债产品,将大额存款的利率先市场化,等到存款保险制度建立以后,小额储蓄的利率自然而然就可以由市场决定。

第三,放开银行的准入限制,逐步直至全面放开银行对各类金融产品的自主定价权。利率市场化改革需要正视价格管制是准入限制的逻辑结果,允许优胜劣汰、公平竞争才是真实利率的形成基础。让银行可以自主决定以更高的利率吸纳存款,向高风险对象发放贷款,最终让银行形成以风险定价能力为核心的竞争力。从这一点上讲,金融市场不放开准入、不解除投融资限制,不废除其他有关制度缺陷,利率市场化就不可能真正的实现。

第四,完善金融市场利率,建立以上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)为核心的基准利率,作为存贷款等金融产品定价的灯塔,同时成为货币政策的中间目标。然而“灯塔易修、渔船难摇”,这首先需要财政部的配合,完善国债发行体制,丰富国债品种,建立健全完整的国债收益率曲线。其次,要完善SHIBOR的报价与形成机制,保证SHIBOR能真实、有效地反映高信用等级银行、金融机构之间的无担保信用融资价格。鉴于中国四大行在金融业的垄断地位,建立起防范他们操纵SHIBOR的机制也非常重要。伦敦银行间同业拆放利率(LIBOR)曾被操控就是一大教训。再次,保证银行间同业拆放市场参与主体的多元化、规模大、交易量高和信息披露充分,让更多的金融资产与负债性产品(如庞大的存贷款市场)的利率可以并愿意锚定SHIBOR,而非传统的存贷款利率。

第五,存贷款利率市场化以后,部分传统货币政策工具失效,央行货币政策工具应当从数量型向价格型转变,货币政策目标从货币供应量转向通货膨胀,可以将 SHIBOR 作为中间目标,通过盯住目标的基准利率来引导整个金融市场利率体系,继而影响金融机构的存款贷款利率定价,以此影响企业、居民的投资、消费行为。此外,货币政策能承担的作用有限,控制通胀与保证增长往往无法兼得,更无法调整经济结构,保证经济增长与调整经济结构等职责应当从央行剥离,不应该再实行支持“三农”和中小企业、定向降准、向政策性银行定向宽松支持重点发展领域等扭曲性政策^[30]。应该让市场主体承担其资金责任,硬化其预算约束,让信贷产品的价格发挥在资源配置中的基础性作用。比如据分析,由于资金用途的可替代性,去年定向降准释放出来的存款资金可能并没有作为增量贷款定向发放到“三农”或者中小企业,而是可能流向了房地产或者股市。

五、存款保险制度改革

存款保险制度^[31]是银行业的稳定机制,也是建立银行退出机制的前提。为防止挤兑,银行业必须要保障储蓄存款安全,主要是普通家庭和中小企业没有能力判断银行的好坏,对风险的承受能力差,它们的存款损失容易冲击社会稳定。

中国对银行存款实行隐性的国家信用担保。银行经批准成立后,就被国家信用所担保,存款安全无虞。这也使得银行在经营的时候,容易忽视风险,没有存款保险,监管机构也不敢让银行随便破产^[32]。为此监管机构不得不进行微观业务监管与利率管制。银行手脚被束缚住,也就没办法进行业务创新、风险自负,所以也就特别乐意做政府的生意,有很强的积极性去放贷给国有企业和地方政府,因为这些贷款总是安全的,政府不会赖账,有办法筹资或者抵债。相比之下,它们也就认为中小企业与民营企业的安全性没那么好,其信贷可得性自然就很低^[33]。

随着近年来金融深化程度提升,市场出现了大量的存款和贷款的替代产品。这些产品的利率很高,导致大量的存款搬家,变成银行理财产品、信托、货币基金等产品,在银行主导的金融体系中,这些产品借了银行的名义进行销售,通过资产池、银行信用隐性担保等手段,模糊了这些产品的风险承担主体,让投资人认为这些产品和存款是一样的,享有国家的隐形信用担保^[34]。

在国家隐性担保银行业、利率管制的情况下,金融各子行业往往通过傍上银行这个大款,透支国家的信用,单一产品的风险都等同于国家信用风险。并且随着支付宝的余额宝、微信的理财通等互联网金融产品的推出,存款流出银行的速度越来越快,但银行所承担的风险不仅没减少,而越来越大,越来越脱离银行的控制。这时,任何一丁点的小风险,都可能引发市场的崩溃。

通过显性的存款保险制度,将存款的风险显性化,剥离附在银行身上的国家信用,可以一举消除国家保障存款人安全的负担。在这一前提下,利率市场化、银行自主经营,以及优胜劣汰、破产退出才有可能。

因此,应该尽快推出存款保险制度。具体需要考虑如下措施:

第一,设立存款保险公司,其股东由所有银行业金融机构组成,保险费从这些机构按其存款额的份额分摊。原则上多数保险费只需要以银行承诺认缴并在接受支付要求时限时支付即可。政府不持股,可以在出现存款保险公司无法兑现保险金支付时,作为再保险机构发挥一定的作用,但只承诺有限再保险额或者有限再保险支付比率上限。

第二,参考国际上的成熟做法,明确存款保险公司支付保险金的原则和机制,杜绝银行的道德风险,保障小额存款人的利益,而不保障大额存款和银行自身的利益。而且存款人的获赔保险金无论是在金额上,还是在比例上均应封顶,存款者需要为自己选择存款银行而承担责任。

第三,存款保险制度推出的同时,首先应该着力解决国有或国有控股银行不会破产的神话。否则,国有或国有控股的银行经营得再差、坏账率再高,只要存在政府信用担保这一不破的神话不被戳破,银行也不会破产,政府总会在银行陷入危机的时候救助银行的。存款保险根本没有用武之地,银行优胜劣汰、提高效率也就无从谈起。而且还多了一个监管机构,提高了银行的经营成本。

第四,推进存款保险制度改革,还需要深化银行的市场化改革,放松对银行的直接微观管理,尤其是要减少各级政府对于银行在资金配置上的干预,让银行可以自主经营,通过竞争提高效率和风险定价能力。在完善外部监管和市场化约束机制的同时,还要改善银行的公司治理,加强机构自身风险的防范。

第五,加强宏观审慎监管。存款保险可以解决银行破产带来的挤兑压力,但不能代替宏观审慎监管,尤其是次贷危机的经验表明,对系统性重要的金融机构、金融衍生品和影子银行的监管显得尤为必要。

六、互联网金融改革

2013 年被称为互联网金融元年^[35]。目前互联网金融产品主要包括三类:第一,融资工具类,如网络微贷(京东白条、阿里花呗等)、P2P 网络贷款(拍拍贷、点融网、宜信等)、众筹(京东众筹、点名时间、众筹网)等;第二,金融服务类,如第三方支付(支付宝)、移动终端理财、征信(芝麻信用);第三,传统业务网络化,如商业银行网络化、证券网络化、保险网络化、金融产品网络销售(余额宝)以及电子货币(比特币)。

作为金融业门口的“蛮族”,互联网金融企业从支付、小额贷款切入,逐步向投融资、征信、甚至货币等领域扩张,已经对现有银行、证券、基金、保险等传统金融机构的主营业务构成威胁。例如,余额宝直接导致银行存款搬家,阿里基金抢占了传统银行销售渠道的优势。互联网金融企业的紧逼招致传统金融机构的强烈抵制。

另一方面,互联网金融及其模式的创新,也冲击了现有金融体制的转型进程,放大了现有金融体制的缺陷。

第一,存在流动性风险。例如余额宝,其以“第三方支付+货币市场基金”的产品设计,投资者通过支付宝购买货币市场基金,又可以随时以“T+0”赎回基金。这就存在期限错配与流动性转换的问题,当市场大幅波动而用户赎回行为一致的时候,货币市场基金就会遭遇挤兑^[36]。支付宝等第三方支付也有同样的问题。同时,由于互联网金融企业的消费者往往规模巨大,出问题时,很难通过市场出清的方式解决。

第二,P2P贷款企业则大量存在资金池、刚性兑付的问题,或者构成“庞氏骗局”,触及“集资诈骗罪”与“非法吸收公众存款罪”的监管红线。截至2014年年末,我国网贷运营平台达1575家,全年累计成交量达2528亿元,行业总体贷款余额1036亿元。同年共有问题平台275家,占统计中的平台总数的17%^[37]。这说明当前自由放任状态下的网贷平台属于高危行业。近些年相关平台企业跑路的新闻也一直不断。

第三,现有法律框架还不允许互联网股权众筹的人数规模超过200人,因为会造成向非特定对象非法公开发行证券的嫌疑,甚至构成非法集资刑事犯罪。互联网众筹涉及通过互联网方式发布众筹项目并获得融资。目前股权众筹仍然有限,主要是债券众筹(如P2P网贷平台),回报众筹(投资者对项目或公司进行投资,获得产品与服务作为其回报,如京东众筹),以及捐赠众筹。

第四,互联网金融从业者大多为非金融业出身,将传统行业常用但金融业早已明令禁止的营销方式用于互联网金融产品的销售,比如保本、保收益、有奖销售、利息补贴、夸大收益、低估风险等,这些手段极易产生道德风险,导致消费者、投资者血本无归。

我们认为,互联网金融作为新生事物,对于推进金融市场化、发展普惠金融是一个有益的促进。所谓普惠金融,是指各种有效金融服务需求均能得到满足的金融体系。在其中,尤其是小微企业和贫困农户的有效金融服务需求也应该得到满足。近年监管机构对其表现出的包容是中国互联网金融发展迅速的主要原因之一。对于新生的互联网金融,政府监管需要遵循以下规则:

第一,应当谨防出台严厉的限制准入或微观干预政策,着眼于建立和维持一个公平、公开和公正的竞争秩序,鼓励各种互联网金融产品创新,实行“放开准入,维护竞争,防范欺诈,控制风险,活动留痕,事后追责”的监管框架。

第二,对互联网金融的宏观审慎监管要着眼于控制其负面的外部效应,具体体现在防范和化解信用风险和流动性风险等,以此保护投资者及消费者利益。

第三,加强对互联网金融的行为监管与金融消费者保护,包括互联网金融企业的运营行为合规性监管以及互联网金融企业对金融消费者的信息披露、消费者维权等,核心是反欺诈。

第四,对于各种“宝类”互联网支付、结算和理财工具,以及网络信用卡和借记卡的发行,本着反对垄断,维护竞争,增强信用的原则,鼓励开放发展,原则上要求有第三方金融机构或者符合资质企业提供足额赔付担保即可核准。

第五,对于 P2P 网贷平台的监管要区分信息中介平台和信用中介平台分类监管。一是要求在工商部门登记注册,严格区分信息中介平台和信用中介平台,而且要求做到投资者、贷款人和借款人均可有效识别其注册信息与运作方式。二是要求信息中介平台不得拥有“资金池”,不必提供兑付担保,但仍需要其有一定的资本金门槛,同时要求信用中介平台为自己发行的 P2P 产品提供兑付担保(比如风险保证金,第三方担保等),以取得信用增强。值得注意的是,随着业务的扩展,一般信息中介平台均会朝着信用中介平台发展。因此,更为简捷合一的做法是不分信息中介平台还是信用中介平台,普遍要求提供兑付担保。三是应该确保借贷交易方、平台管理者和投资者身份的真实性,这些信息与借贷信息和违约信息一起,均需进入一种全口径社会征信系统。贷款需求者和提供者虽然以各种用户名出现,但其背后的身份必须真实,得到验证。只有这样才能纳入征信体系。需要将平台中介的不合规交易行为也纳入征信体系。四是要求对 P2P 网贷交易引入利息税,由网贷平台代扣税收,税收记录也同时可用作为一种交易登记和信息记录。五是对于为了防范平台负责人携款潜逃,可以要求平台资金存入一个信托账户,信托方按照预定程序允许资金进出,防止资金异常撤离。六是要求由权威信用评级机构对平台进行信用评级。七是 P2P 网贷平台本身还需要信用增强,比如需要第三方机构为其提供某种担保。没有这种信用增强,在当前条件下,很难保证不继续发生平台经营者跑路的问题。

第六,应该鼓励开放发展多种形式的股权众筹,而不是只限于发展某种股权众筹,引入一些信用增强的机制,防范和化解金融风险,同时又能充分利用众筹的筹资优势:一是不设置对股权众筹人数的限制,也不设置对每人可投资金额的限制。二是区分无限责任投资人和有限责任投资人,鼓励引入部分无限责任投资人,无限责任投资人发挥兜底和信用增强的作用,一般为发起人,但发起人也可以是无限责任投资人,有限责任投资人则一般为跟投人。无限责任投资人也不应该对项目承担 100% 的责任,类似于存款保险,损失责任可以设置一个比率上限,比如 90%,以此强化所有投资人的风险意识。三是需要对众筹平台有一定的注册资本金要求,其中众筹平台对众筹项目违约也应承担部分担保,相当于对无限责任投资人提供部分再担保。四是鼓励众筹平台依托于一些实力较强的企业,银行与证券公司的合作开展众筹。

七、征信体系改革

目前中国征信市场包括两个部分^[38]:第一,面向机构的征信;第二,面向自然人的征信。目前最大的基础数据库由央行建立,包括以组织机构代码证为核心的机构数据和以居民身份证号码为核心的个人数据。其央行征信中心和上海资信(已被前者控股)两家机构是最主要的企业与个人征信服务提供商。

2013 年,国务院颁布了《征信业管理条例》,明确企业从事征信的规范,除了原有征信机构以外,阿里、腾讯等非传统金融服务机构也申请征信业务牌照,如

阿里旗下的芝麻信用。

中国征信业现存问题很多。首先,数据库不完整,央行收集个人和企业征信数据库时,主要来源于金融机构,这意味着只有自然人与银行等发生过联系时,才会被征信数据库收录,根据央行征信中心的统计,截至2013年11月底,征信系统收录自然人8.3亿多,但有过借贷记录的只有3亿人,收录企业及其他组织近2000万户,但借款人不到一半。大量的关于刑事、社保、税务等信息尚未完成统一联网。

其次,使用极其不方便,需要到各地央行的征信中心现场办理,有资格查询的用户少,其中企业征信为13.8万户,个人征信为15.6万户,主要是金融机构。近年开通了个人征信的互联网自我查询,但用户体验并不好。个人信用的维护与异议纠正也很困难。

再次,鉴于中国目前的环境,对个人隐私的保护缺乏法律保障,居民的身份证号码使用又极其广泛,一旦个人征信普及并对个人生活形成较大约束,信息泄露对个人正常生活的冲击是难以想象的。

我们认为征信作为金融体系的一项重要基础设施,应该得到充分的发展,应以形成一种发达的征信市场为目标:第一,在现有允许社会资本进入征信业的基础上,鼓励市场扩容,鼓励成立像德国 Schuffa 那样的商业性征信系统,政府部门需要开放各种有价值的信用数据,允许将其加入到基础数据库中,允许公立和私立征信公司以平等获得的方式利用这些数据,同时向美国等征信业成熟的国家学习经验,少走弯路,形成竞争性的征信业市场。

第二,征信机构需要利用全口径征信数据,包括利用政府部门之外的各种征信数据,比如利用移动互联网时代的大数据,将个人或企业各种信息汇总,采用客观的评分方法,由计算机自动生成信用分(类似于美国 FICO 信用分),由此为加速授信奠定信息基础。

第三,完善个人隐私保护制度,保证个人与企业的信用被合法、公平地使用。在对信用信息采集和传播时,征信机构要征得当事人的同意,原则上要得到书面的认可。征信机构必须公正、合理地收集消费者和企业的信用资料。消费者有权了解征信机构收集、保存的本人信用资料。数据处理单位的工作人员有保密的义务,只有在法律允许或经用户同意的情况下,有关公司才能提供用户的信用数据。禁止在消费者信用报告中公开消费者收入、银行存款、生活方式和消费习惯、超过法定记录期限的公共记录中的负面信息等。

第四,监管机构保证对征信机构的监管,保证征信数据不被滥用。其中征信机构应该保持独立第三方的地位,包括阿里的芝麻信用等,其征信业务必须与交易平台、阿里金融分开,保持独立,其征信评分才有意义。

第五,设立信用管理协会,引入行业自律。信用服务的几个细分市场包括商账追收、信用调查、信用评级等,都应该由相应的行业协会自律管理。比如,美国的全国信用管理协会(NACM)拥有20000多家会员机构,包括私人征信机构、信

用信息细分行业自律组织、地区性信用自律组织以及金融管理机构。

八、国有企业改革作为必要的配套改革

金融改革的难点,除了金融体系的固有的问题,金融也因深嵌于中国社会,受困于经济体制的痼疾,其中国企的超低的融资利率带来的租金收益、预算软约束和亏损国企无法破产对金融的冲击最为严重。

目前银行对外的贷款利率本身并不高,目前大企业和国有企业可享受6% - 7%左右的贷款利率,而中小企业则在10%以上。但信托、理财等非信贷融资的利率高达15%以上^[39],如此之高的融资成本,按目前的非金融企业,尤其是工业企业的利润水平,根本无法覆盖。从信托业的借款人的分布来看,主要是房地产企业和政府融资平台在接受高成本融资。其中政府融资平台纯粹是借着政府信用作背书,根本不在乎项目的收益能否弥补融资成本,不计成本地借款。

许多无效的政府投资,使得市场对政府偿付债务的能力产生了怀疑。为了维护政府信用“金身不破”,刚性兑付遍布地方债券、政府融资平台借款,并逐步扩散到政府还款承诺函、国有大中型银行的金融产品、中间业务,金融业出现了普遍性的刚性兑付。

国有企业不计成本的融资推高了社会融资成本,其无法破产,又占据了信贷、金融资源,无法释放。相当多数量的国企已成“僵尸企业”,多为资金密集型产业,以钢铁、矿产、建材等为代表,它们的经营已经陷入困境,但并没有破产,靠银行输送信贷继续运行,但投资效率极为低下,僵而不死,甚至还在扩张中^[40]。

国有企业的特殊地位,使得它们挟资本优势,很容易挤压中小企业与民营企业的生存空间。更是当下系统性风险上升的根源。当大部分公司的投资收益还不如买理财产品,全社会投资赚的钱,还不够还融资的利息,风险几乎就在眼前。虽然大多数高成本借款都不是银行信贷,但在银行仍然主导非信贷融资的渠道,银行承担的风险不仅没减少,反而越来越大,越来越脱离银行的控制。部分国有企业和其他大企业在获得较低利息的银行信贷之后,信贷资金通过委托贷款等方式以较高利息辗转贷放给民营企业。近年的几起信托、债券违约,银行最终都没办法置身事外。可以说,局部性金融风险很容易引发系统性风险。

我们认为,金融市场化除了着眼金融本身,更要推进国有企业改革,以夯实金融市场化的基础,国企改革的内容很多,其中涉及金融业的改革包括如下方面:

第一,全面梳理国企,实行分类处置,原则上国有股应该以多种方式全面退出,至少要退出控股地位,鼓励在公平公正的前提下,创新退出机制。

第二,在“自然垄断”等基础性行业,国有企业在未完成改制前首先应当实行政企分开,应该对其融资不提供政府信用担保,禁绝国企在融资、土地等要素获得和利用租金优势。“自然垄断”行业不应该是政府垄断行业,也不需要由政府垄断企业垄断经营。可在这些行业建立或者形成全国或者地方全民所有股份制企业,现有政府垄断企业可以通过发行民营化券股份化,并允许股份转让,鼓

励行业相关企业通过吸收市场份额获得更大的股份,整个企业股权结构仍应保持股权分散化状态。

第三,现有处于产能过剩的竞争性行业的国企,应该尽可能通过公开市场减持国有股份,并且要防止逃废债行为,这种民营化要做到既释放占用的信贷资源,又不引起较大的金融风险。

第四,界定政府与金融机构的责任,强化国企的自身责任,硬化国企的预算约束,打破金融机构对投资人的各种形成的刚性兑付承诺。禁止政府对陷入融资困境的国有企业进行救助,同时要求金融机构作为直接融资的中介机构时,无论在口头、书面还是实际执行时,都不得保证投资人的投资收益、本金安全等。

注释:

[1] Shaw Edward S, *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press, 1973.

[2] McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington D. C.: Brookings Institutions, 1973.

[3] 《金融业发展和改革“十二五”规划》由中国人民银行、中国银行业监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、中国保险监督管理委员会、国家外汇管理局共同编制,由国务院批准实施,参见 http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2012/20120917155836347504341/20120917155836347504341_.html, 2015-03-27。

[4] 关于影子银行的定义、分类、风险与监管,详见殷剑峰、王增武:《影子银行与银行的影子》,社会科学文献出版社,2013年;阎庆民、李建华:《中国影子银行监管研究》,中国人民大学出版社,2014年。

[5] 根据《金融业发展和改革“十二五”规划》梳理和总结。

[6] 弗里德里希·哈耶克:《货币的非国家化》,新星出版社,2007年。

[7] 关于重要金融机构的设立与股权变更历史,参见李利明、曾人雄:《1979-2006 中国金融大变革》,上海人民出版社,2007年。

[8] 根据各金融机构2013年报或2014年中报披露的股权结构计算得出。

[9] 据 Wind 资讯整理的工农中建交在2014年6月30日的财务数据计算。

[10] 陆磊:《主攻主体、市场与监管》,《新世纪》2012年第52期。

[11] 除了原有的信用社改制和致力于小微金融的村镇银行以外,自2005年在天津成立渤海银行(得益于前中国人民银行行长和时任天津市市长戴相龙的努力)以后到2014年批准新设五家民营银行之前,中国再无新的商业银行成立。

[12] 谢平、邹传伟:《中国金融改革思路:2013-2020》,中国金融出版社,2013年。

[13] 早在1994年时,美国规定单一金融机构在储蓄存款市场上所占份额不得超过10%,次贷危机以后,美国通过了沃尔克规则(Volcker Rule),将上述限制规定拓展到市场短期融资等其他非存款资金领域,限制了银行过度举债进行投资的能力。不过这种份额管制最好不要用于金融市场,但很适用于中国国有商业银行,因为政府本身就应该退出控股地位。

[14] 管制过多贯穿了过去三十年的金融改革,尽管不断地出台放松管制的政策,但中国金融整体仍然管制过多,关于金融改革的历史,参见李利明、曾人雄:《1979-2006 中国金融大变革》,上海人民出版社,2007年。

[15] 目前银监会、证监会与保监会均有相应的金融机构高管任职资格核准的管理办法。

[16] 现实中,监管机构与被监管的金融机构中,除了监管机构高层与重要的金融机构高管之间的双向流动以外,局级及以下级别的干部调至金融机构任职的现象非常普遍。

[17] 关于金融机构高管的任命中,中组部呈向监管机构建议其任命的金融机构高管,监管机构无须

再履行核准职责。详情见中国人民银行的文件“银函[1999]281号”。而金融机构所有人、监管机构与上级党组织在金融机构高管任命上的冲突,可以参见孙彧、王吉如:《中管金融企业“人事权”之争》,《金融世界》2012年第8期。

[18] 详见财新报道, <http://topics.caixin.com/bonds/>, 2015-03-27。

[19] 关于利率市场化及其发展历程的介绍,参见张晓慧:《稳步推进利率市场化改革》,《中国金融》2013年第16期。

[20] 当然,《中国人民银行法》也规定,货币供应量仍然是中国央行货币政策的中介目标。

[21] 这一利率管制原则的确立,主要是基于银行业改革的背景,以此保证银行业的利润水平,弥补长期低贷存利差对银行资本和自身发展能力的透支。在此之前,为了压抑国有企业的贷款利率,存贷利差长期被抑制,是银行业亏损的原因之一。

[22][27][33][40] 聂日明:《谁推高了社会融资成本?》,《中国经济报告》2014年第11期。

[23] 2014年1月15日,天弘基金宣布余额宝对应的天弘增利宝货币基金规模突破2500亿元,成为中国规模最大的单只基金,天弘基金的资产管理规模也借此一举超过华夏基金,成为基金行业新老大。叶曜坤:《“余额宝”们如何改变金融业》,《人民邮电报》,2014年2月28日。

[24] 机构储户及大额存款者的风险识别和承担能力均远远高于普通储户和小额储蓄。

[25] 吸纳小储户的储蓄成本较高,需要铺设网点等,因此欧美的利率自由化进程中,小储户的权益被放在最后。但互联网发展以来,可以凭技术进步降低收集用户的成本,借此与传统金融机构合作,用“余额宝”、“理财通”让小储户直面高收益的金融产品。所以中国的普通小额储蓄也可以率先享受利率自由化的收益。

[26] 官方的利率自由化路径,参见周小川:《关于推进利率市场化改革的若干思考》,《财经年会演讲》,2010年12月17日;周小川:《利率汇率改革再推进》,《财经》,2012年4月22日。

[28] 聂日明:《以放开地方债化解地方债务》,《东方早报》,2013-06-13。

[29] 近些年银行理财、信托、委托贷款等金融产品规模发展迅速,成为金融脱媒的重要渠道,参见殷剑峰、王增武:《影子银行与银行的影子》,社会科学文献出版社,2013年。

[30] 伯南克在总结央行的功能时强调货币政策虽是强有力的工具,但只是总量工具,本身无法解决经济的结构性问题。国内黄益平等亦有人有相同的表述,参见 <http://opinion.caixin.com/2015-02-18/100784952.html>, 2015-03-27。

[31] 关于存款保险制度的介绍与国际经验,参见何广文、冯兴元:《德国存款保险的制度特征及其对中国的启示》,《德国研究》2003年第4期,第4-9页;余斌、魏加宁等:《中国财政金融风险问题研究》,中国发展出版社,2012年。

[32] 易纲:《中国改革开放三十年的利率市场化进程》,《金融研究》2009年第1期。

[34] 聂日明:《“8号文”触痛银行》,《21世纪商业评论》第118期,2013年4月12日。

[35] 关于互联网金融行业发展的介绍,参见芮晓武、刘烈宏编:《中国互联网金融发展报告(2013)》,社会科学文献出版社,2014年;谢平、邹传伟、刘海二:《互联网金融手册》,中国人民大学出版社,2014年。

[36] 出于担忧余额宝的流动性风险,央行官员曾表态,余额宝等货币市场基金投资的银行存款应受存款准备金管理。此外,其他非存款类金融机构在银行的同业存款与货币市场基金的存款本质上相同,按统一监管的原则,也应参照货币市场基金实施存款准备金管理。盛松成:《什么是存款准备金管理》,《中国金融》2014年第9期。

[37] 数据来源:“网贷之家”发布《中国P2P网贷行业2014年度运营简报》, <http://www.wangdaizhijia.com/news/hangye/16216.html>, 2015-03-27。

[38] 关于征信业介绍,参见苏志伟等:《世界主要国家和地区征信体系发展模式与实践:对中国征信体系建设的反思》,经济科学出版社,2015年;中国征信业发展,参见中国人民银行征信中心副主任王晓蕾女士在上海金融与法律研究院“鸿儒论道”的《互联网金融与征信体系建设》的演讲。

[39] 温信祥:《如何降低社会融资成本》,《新世纪》2014年第37期。

[责任编辑:文 谊]